

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ОДЕСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ ЕКОЛОГІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

**О.П. ПАВЛЕНКО**

**ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

Конспект лекцій

**О д е с а  
“ТЭС” – 2014**

**ББК 65**  
**П 12**  
**УДК 658**

*Друкується за рішенням Вченої ради Одеського державного екологічного університету (протокол №\_\_ від \_\_.\_\_.\_\_\_\_ р.).*

**Павленко О.П.**

Фінансовий менеджмент: Конспект лекцій. – Одеса: Вид-во “ТЭС”, 2014. – 200 с.

В конспекті лекцій викладені питання з теорії і практики управління фінансовою діяльністю суб’єкта господарювання і взаємовідносинами з партнерами, операційною та інвестиційною діяльністю, вивчення стратегії і тактики фінансового забезпечення підприємства.

Даний матеріал дає можливість сформулювати у студентів новий світогляд відносно фінансового управління на підприємстві в сучасних умовах.

Конспект лекцій використовується для денної та заочної форми навчання, що навчаються за спеціальностями «Менеджмент організацій і адміністрування», «Менеджмент природоохоронної діяльності», при вивченні дисципліни «Фінансовий менеджмент».

© Одеський державний  
екологічний університет, 2014

## ЗМІСТ

ТЕМА 1. “ТЕОРЕТИЧНІ ТА ОРГАНІЗАЦІЙНІ ОСНОВИ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ” .....	5
1.1. Сутність фінансового менеджменту.....	5
1.2. Мета, задачі та функції фінансового менеджменту.....	8
1.3. Фінансова стратегія підприємства.....	13
ТЕМА 2. СИСТЕМА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ ПІДПРИЄМСТВА .....	18
2.1. Організаційне забезпечення фінансового менеджменту.....	18
2.2. Інформаційне забезпечення фінансового менеджменту .....	21
2.3. Системи і методи внутрішнього фінансового контролю .....	25
ТЕМА 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ ПІДПРИЄМСТВ.....	30
3.1. Склад і структура активів підприємства .....	30
3.2. Зміст і задачі управління оборотними активами.....	32
3.3. Управління поточними фінансовими потребами підприємства.....	34
3.4. Стратегія фінансування поточних активів.....	36
3.5. Управління дебіторською заборгованістю .....	38
3.6. Управління грошовими коштами .....	41
3.7. Управління необоротними активами .....	44
ТЕМА 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВ .....	47
4.1. Капітал підприємства та його сутність .....	47
4.2. Види капіталу підприємства .....	52
4.3. Поняття структури капіталу .....	53
4.4. Управління прибутком. ....	60
ТЕМА 5. ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВ .....	74
5.1. Сутність і форми інвестицій підприємств .....	74
5.2. Управління реальними (капітальними) інвестиціями .....	81
5.3. Оцінка ефективності інвестиційних проєктів .....	91
5.4. Управління джерелами фінансування реальних (капітальних) інвестицій.....	98
5.5. Управління фінансовими інвестиціями .....	105
5.6. Методи оцінки ефективності фінансових інвестицій .....	108
5.7. Управління формуванням портфеля фінансових інвестицій.....	110
ТЕМА 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ ПІДПРИЄМСТВ .....	115
6.1. Поняття грошового потоку як категорії фінансового менеджменту .....	115
6.2. Управління грошовими потоками підприємств .....	118
6.3. Основи бюджетування грошових потоків .....	129
6.4. Звіт про рух грошових коштів на підприємстві .....	130
ТЕМА 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ ПІДПРИЄМСТВ.....	137
7.1. Ризики у фінансово-господарській діяльності підприємств .....	137
7.2. Основи формування моделі управління фінансовими ризиками суб’єкта господарювання.....	142
7.3. Основні методи нейтралізації фінансових ризиків у підприємницькій діяльності підприємств.....	148
ТЕМА 8. ОСНОВИ АНТИКРИЗОВОГО ФІНАНСОВОГО УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВАМИ.....	159
8.1. Сутність та основні завдання антикризового фінансового управління підприємством .....	159
8.2. Система раннього попередження та реагування (СРПР) .....	160
8.3. Прогнозування банкрутства підприємства .....	162

8.4. Управління фінансовою санацією підприємства .....	167
8.5. Фінансова санація в ході провадження справи про банкрутство .....	171
8.6. Реструктуризація підприємства в системі антикризового фінансового управління .....	174
Література .....	178

# ТЕМА 1. “ТЕОРЕТИЧНІ ТА ОРГАНІЗАЦІЙНІ ОСНОВИ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ”

- 1.1. Сутність фінансового менеджменту.
- 1.2. Мета, задачі та функції фінансового менеджменту.
- 1.3. Стратегія та політика фінансового менеджменту.

## 1.1. Сутність фінансового менеджменту

Поняття “менеджменту” можна розглядати з трьох сторін: як систему економічного управління, як орган управління (апарат управління), як форму підприємницької діяльності. Менеджмент (англ. Management – управління) в загальному вигляді можна визначити як систему економічного управління виробництвом, яка включає сукупність принципів, методів, форм і прийомів управління.

Фінансовий менеджмент – це процес управління формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів господарюючого суб’єкта та оптимізації обороту його грошових коштів.

Фінансовий менеджмент – це система принципів, засобів та форма організації грошових відносин підприємства, спрямована на управління його фінансово-господарською діяльністю, в яку входять:

- розроблення і реалізація фінансової політики підприємства;
- інформаційне забезпечення (складання і аналіз фінансової звітності підприємства);
- оцінка інвестиційних проектів і формування “портфеля” інвестицій;
- поточне фінансове планування та контроль.

Фінанси складаються з 3-х взаємозв’язаних галузей:

- ринок грошей та капіталу
- ринок інвестицій
- фінансовий менеджмент

Фінансовий менеджмент - форма управління процесами фінансування діяльності підприємства за допомогою методів та важелів фінансового механізму або мистецтво управління фінансовою діяльністю.

Умови, необхідні для ефективного функціонування фінансового менеджменту:

- приватна власність на засоби виробництва
- самофінансування підприємницької діяльності
- ринкове ціноутворення
- ринок праці, товарів та капіталу
- чітке регламентування державного втручання в роботу підприємства

Матеріальна основа фінансового менеджменту - реальний грошовий обіг, тобто економічний процес, який викликає рух вартості, що супроводжується певним потоком грошових платежів та розрахунків.

Принципи управління фінансовим менеджментом:

1. Принцип фінансової стратегії, що визначає можливість збалансування матеріальних та грошових ресурсів.
2. Принцип стратегії управління - це виявлення можливостей розширення виробництва, прогнозування інноваційних варіантів розвитку, пошук альтернативних шляхів прийняття рішень, вибір нових шляхів фінансування.
3. Контроль за виконанням прийнятих рішень.
4. Врахування попереднього досвіду та його екстраполяція на майбутнє.
5. Орієнтація на екстрений характер прийнятих рішень.
6. Визначення непередбачених наслідків впливу зовнішніх факторів.

**Об'єктом управління фінансового менеджменту** є організація грошового обігу, постачання фінансовими коштами та інвестиційними цінностями, основними та оборотними засобами, організація фінансової роботи.

**Суб'єктом управління фінансового менеджменту** є загальний вид діяльності, який відображає відношення людей в фінансовій роботі.

**Принципи організації фінансового менеджменту** - це планування, прогнозування, регулювання, координація, стимулювання, контроль та аналіз.

З метою управління фінансами підприємств застосовується фінансовий механізм.

**Фінансовий механізм підприємств** – це система управління фінансами підприємств, яка призначається для організації взаємодії фінансових відносин і фондів грошових коштів з метою ефективного їх впливу на кінцеві результати роботи.

Фінансовий механізм складається з п'яти взаємопов'язаних елементів: фінансових методів, фінансових важелів, правового, нормативного та інформаційного забезпечення(табл.1.1).

Організація фінансових потоків і управління ними залежать від багатьох факторів, таких як: тип бізнесу, розмір підприємства, його організаційна структура управління та ін.

В умовах ринкової економіки фінансовий менеджер стає однією з ключових фігур на підприємстві. Він відповідає за постановку проблем фінансового характеру, аналіз доцільності вибору того чи іншого способу їх рішення, а іноді за прийняття кінцевого рішення вибору найбільш прийняттого варіанту дії, здійснює оперативну фінансову діяльність, контролює грошові потоки підприємства.

Таблиця 1.1

## Складові фінансового механізму

<i>Фінансові методи</i>	<i>Фінансові важелі</i>	<i>Правове забезпечення</i>
- планування - прогнозування - інвестування - кредитування - самофінансування - оподаткування - система розрахунків - матеріальне стимулювання - страхування - залогові, трастові операції - оренда, лізинг, факторинг - фондоутворення - взаємовідносини з різними суб'єктами та засновниками.	- прибуток - цільові економічні фонди - доход - вклади - амортизаційні відрахування - пайові внески - фінансові санкції - котировка валютних курсів - ціна - форми розрахунків - орендна плата - види кредитів - дивіденди - % ставка - дисконт	- закони - накази - статут юридичної особи
		<i>Нормативне забезпечення</i>
		- норми - інструкції - методичні вказівки
		<i>Інформаційне забезпечення</i>
		інформація різного виду та роду

В загальному вигляді діяльність фінансового менеджера можна поділити на три напрямки (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

## Напрямки та задачі діяльності фінансового менеджера

Напрямки	Задачі
I. Загальний аналіз і планування майнового та фінансового стану підприємства	<u>Загальна оцінка:</u> - активів підприємства та джерел їх фінансування; - величини і складу ресурсів, необхідних для підтримки досягнутого економічного - потенціалу підприємства і розширення його діяльності; - джерел додаткового фінансування; - системи контролю за станом і ефективністю використання фінансових ресурсів.
II. Забезпечення підприємства фінансовими ресурсами (управління джерелами ресурсів)	<u>Детальна оцінка:</u> - обсягу потрібних фінансових ресурсів; - форми їх надання (довгостроковий чи короткостроковий кредит, грошові кошти); - методів мобілізації фінансових ресурсів; - ступені доступності і часу надання; - витрат, пов'язаних із залученням даного виду ресурсів (процентні ставки); - інші формальні та неформальні умови надання даного джерела коштів; - фінансового ризику
III. Розподіл фінансових ресурсів (інвестиційна політика та управління активами)	<u>Аналіз і оцінка довгострокових і короткострокових рішень інвестиційного характеру:</u> - оптимальність трансформації фінансових ресурсів в інші види ресурсів (матеріальні, трудові, грошові); - доцільність і ефективність вкладень в основні засоби; їх склад і структура; - оптимальність оборотних коштів (в цілому і по видам); - ефективність фінансових вкладень.

Прийняття рішень з використанням наведених оцінок виконується в результаті аналізу альтернативних рішень, які враховують компроміс між вимогами ліквідності, фінансової стійкості і рентабельності.

## **1.2. Мета, задачі та функції фінансового менеджменту**

Необхідно визначити головну мету фінансового менеджменту. Це забезпечення максимізації добробуту власників підприємства в поточному та перспективному періоді, раціональне використання ресурсів для створення ринкової вартості, здатної покрити всі витрати, пов'язані з використанням ресурсів, і забезпечити прийнятний рівень доходів на умовах, адекватних ризику вкладників капіталу. Ця мета отримує конкретний вираз в забезпеченні максимізації ринкової вартості підприємства, що реалізує кінцеві фінансові інтереси його власників. Характеризуючи загальноприйнятну в ринковій економіці вищевказану головну мету фінансового менеджменту, слід відмітити, що вона вступає в протиріччя з розповсюдженою у нас думкою, що головною метою фінансової діяльності підприємства є максимізація прибутку. Річ у тім, що максимізація ринкової вартості підприємства далеко не завжди автоматично досягається при максимізації його прибутку. Так, отриманий високий у сумі і по рівню прибуток може бути повністю використаний на цілі поточної потреби, в результаті чого підприємство лишиться основного джерела формування власних фінансових ресурсів для свого наступного розвитку (а нерозвинене підприємство втрачає в перспективі досягнуту конкурентну позицію на ринку, скорочує потенціал формування власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел, що в кінцевому рахунку призводить до зниження його ринкової вартості). Крім того, високий рівень прибутку підприємства може бути досягнутий при високому рівні фінансового ризику і загрозу банкрутства в наступному періоді, що також може обумовити зниження його ринкової вартості. Тому в ринкових умовах максимізація прибутку може виступати як одна з важливих задач фінансового менеджменту, але не як головна його мета.

В процесі реалізації своєї головної мети фінансовий менеджмент направлений на вирішення наступних основних задач:

- 1) Забезпечення формування достатнього обсягу фінансових ресурсів відповідно з задачами розвитку підприємства в майбутньому періоді. Ця задача реалізується шляхом визначення загальної потреби в фінансових ресурсах підприємства на наступний період, максимізації обсягу залучення власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел, визначення доцільності формування власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел, управління залученням позикових фінансових ресурсів, оптимізації структури джерел формування ресурсного фінансового потенціалу.



2) Забезпечення найбільш ефективного використання сформованого обсягу фінансових ресурсів у розрізі основних напрямків діяльності підприємства. Оптимізація розподілу сформованого обсягу фінансових ресурсів передбачає встановлення необхідної пропорційності в їх використанні з метою виробничого і соціального розвитку підприємства, виплати необхідного рівня доходів на інвестований капітал власникам підприємства і т. ін. В процесі виробничого споживання сформованих фінансових ресурсів в розрізі основних напрямків діяльності підприємства повинні бути враховані стратегічна мета його розвитку та можливий рівень віддачі вкладених коштів.

3) Оптимізація грошового обігу. Ця задача вирішується шляхом ефективного управління грошовими потоками підприємства в процесі кругообігу його грошових коштів, забезпеченням синхронізації обсягів надходження і витрат грошових коштів по окремим періодам, підтримкою необхідної ліквідності його оборотних активів. Одним із результатів такої оптимізації є мінімізація середнього залишку вільних грошових активів, яка забезпечує зменшення втрат від їх неефективного використання та інфляції.

4) Забезпечення максимізації прибутку підприємства з найменшим рівнем фінансового ризику. Максимізація прибутку досягається за рахунок ефективного управління активами підприємства, залученням в господарський оборот залучених фінансових коштів, вибором найбільш ефективних напрямків операційної та фінансової діяльності. При цьому, з метою досягнення економічного розвитку підприємство повинно максимізувати не балансовий, а чистий прибуток, який залишається в його розпорядженні, що потребує здійснення ефективної податкової, амортизаційної і дивідендної політики. Вирішуючи цю задачу, необхідно мати на увазі, що максимізація рівня прибутку підприємства досягається, як правило, при суттєвому зростанні рівня фінансових ризиків, тому що між цими двома показниками існує прямий зв'язок. Тому максимізація прибутку повинна забезпечуватись в межах допустимого фінансового ризику, конкретний рівень якого встановлюється власниками або менеджерами підприємства з урахуванням їх фінансового менталітету (відношення до ступеню допустимого ризику при здійсненні господарської діяльності).

5) Забезпечення мінімізації рівня фінансового ризику при очікуваному рівні прибутку. Якщо рівень прибутку підприємства заданий або спланований зарані, важливим завданням є зниження рівня фінансового ризику, який забезпечує отримання цього прибутку. Така мінімізація може бути забезпечена шляхом диверсифікації видів операційної і фінансової діяльності, а також портфеля фінансових інвестицій; профілактикою мінімізацією окремих фінансових ризиків, ефективними формами їх внутрішнього і зовнішнього страхування.

б) Забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку. Така рівновага характеризується високим рівнем фінансової стійкості і платоспроможності підприємства на всіх етапах його розвитку і забезпечується формуванням оптимальної структури капіталу і активів, ефективними пропорціями в обсягах формування фінансових ресурсів за рахунок різних джерел, достатнім рівнем самофінансування інвестиційних потреб.

Всі розглянуті задачі фінансового менеджменту тісно взаємопов'язані між собою, хоча окремі з них і носять різнонаправлений характер (наприклад, забезпечення максимізації суми прибутку при мінімізації рівня фінансового ризику; забезпечення формування достатнього обсягу фінансових ресурсів і постійної фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку і т. ін.). Тому в процесі фінансового менеджменту окремі задачі повинні бути оптимізовані між собою для найбільш ефективної реалізації його головної мети.

Фінансовий стан підприємства є основою його добробуту, тому головним на меті фінансовий менеджмент має знаходження розумного компромісу між завданнями, що ставить перед собою підприємство, і фінансовими можливостями реалізації цих завдань для:

- підвищення обсягів продажів і прибутку;
- підтримування стійкої прибутковості підприємства;
- збільшення доходів власників (акціонерів);
- підвищення курсової вартості акцій підприємства та ін.

Ці завдання вирішують за допомогою раціонального управління потоками фінансових ресурсів між підприємством та джерелами його фінансування (як внутрішніми, так і зовнішніми), отриманими:

- · у наслідку фінансово-господарської діяльності;
- · на фінансовому ринку внаслідок продажу акцій, облігацій, отримання кредитів;
- · повернення суб'єктам фінансового ринку процентів і дивідендів як плати за капітал;
- · сплати податкових платежів;
- · інвестування і реінвестування у розвиток підприємства.

Слід підкреслити, що сутність тієї чи іншої категорії відображається в її функціях. Потрібно розглядати їх прояв в роботі фінансового менеджера.

Фінансовий менеджмент реалізує свою головну мету та основні задачі шляхом здійснення певних функцій. Ці функції діляться на дві основні групи, які визначаються комплексним змістом фінансового менеджменту:

- 1) функції фінансового менеджменту як керуючої системи;

2) функції фінансового менеджменту як спеціальної галузі управління підприємством.

Функції і методи фінансового менеджменту можна поділити на два блоки:

I. Управління зовнішніми фінансами.

II. Внутрішньовиробничий облік і контроль.

Управління зовнішніми фінансами складається з управління оборотними активами (рухом грошових коштів, розрахунками з клієнтами, управління матеріально-виробничими запасами та ін.) та залучення коротко- та довготермінових зовнішніх джерел фінансування.

Внутрішньовиробничий облік і контроль передбачає:

- складання і аналіз фінансової звітності підприємства;
- оцінку поточного стану підприємства та перспективне планування;
- збирання й оброблення даних бухгалтерського обліку для управління фінансами;

- складання кошторису витрат, сплата податків тощо.

Рішення із фінансових питань приймають у процесі інвестування в активи підприємства та при виборі джерел фінансування інвестиційних проектів. Інвестиційні рішення (довготермінові та короткотермінові) приймають для:

- · раціоналізації структури активів, визначення необхідності їх зміни та ліквідації;
- · розроблення й оцінки інвестиційних проектів;
- · визначення потреби у фінансових ресурсах;
- · управління “портфелем” цінних паперів.

Вибір джерел фінансування інвестиційних проектів здійснюють за допомогою:

- вироблення і реалізації політики раціонального поєднання власних і позичених коштів для забезпечення ефективного функціонування підприємства;

- вироблення і реалізація політики залучення капіталу на найвигідніших умовах;

- дивідендної політики;

- оцінки операцій злиття і поглинання підприємств.

Отже, успішна діяльність будь-якого підприємства, його життєздатність протягом тривалого періоду часу залежить від неперервної послідовності управлінських рішень, що їх приймають менеджери як індивідуально, так і колективно.

До кола конкретних питань, які мають вирішуватись у фінансовому менеджменті, відносяться:

1) Розробка фінансової стратегії підприємства.

2) Створення організаційних структур, які забезпечують прийняття та реалізацію управлінських рішень по всім аспектам фінансової діяльності підприємства.

3) Формування ефективних інформаційних систем, які забезпечують обґрунтування альтернативних варіантів управлінських рішень.

4) Здійснення аналізу різних аспектів фінансової діяльності підприємства.

5) Здійснення планування фінансової діяльності підприємства по основним її напрямкам.

6) Розробка дієвої системи стимулювання реалізації прийнятих управлінських рішень в галузі фінансової діяльності.

7) Здійснення ефективного контролю за реалізацією прийнятих управлінських рішень.

Фінансовий менеджмент включає:

1) Управління активами:

- Управління оборотними активами;
- Управління необоротними активами.

2) Управління капіталом:

- Формування фінансової структури капіталу;
- Управління формуванням власних фінансових ресурсів;
- Управління залученням позикових фінансових ресурсів.

3) Управління інвестиціями.

4) Управління грошовими потоками.

5) Управління фінансовими ризиками та упередження банкрутства (4, с.44-49).

Як і кожна управлінська система, фінансовий менеджмент передбачає наявність певного об'єкта управління. Таким об'єктом управління є фінанси підприємств і його фінансова діяльність. Особливості формування капіталу та фінансових ресурсів, форми та методи розподілу цих фінансових ресурсів, об'єми та інтенсивність грошових потоків і інші умови фінансової діяльності суттєво розрізняються по окремих підприємствах. Тому з позицій особливостей здійснення фінансового менеджменту виникає необхідність класифікації підприємств як об'єктів фінансового менеджменту за окремими класифікаційними ознаками:

1. За формами власності.

2. За організаційно-правовими формами діяльності.

3. За галузевими ознаками.

4. За розміром власного капіталу.

5. За монопольним становищем на ринку.

6. За стадією життєвого циклу.

Використання методів та прийомів фінансового менеджменту дає змогу зберегти міцні ринкові позиції будь-якому виробникові. Базуючись на зіставленні певних фінансових результатів, розраховуючи відповідні

фінансові показники, підприємство здатне оцінити ефективність свого господарювання, визначити своє місце серед підприємств галузі, планувати діяльність на майбутнє.

### **1.3. Фінансова стратегія підприємства**

Під **фінансовою стратегією підприємства** слід розуміти формування системи довгострокових цілей фінансової діяльності й вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення.

Фінансова стратегія є частиною загальної стратегії підприємства.

Основна мета загальної стратегії – забезпечення високих темпів економічного розвитку та підвищення конкурентної позиції підприємства.

До основних етапів процесу формування фінансової стратегії підприємства відносять:

#### 1) Визначення загального періоду формування фінансової стратегії.

Цей період залежить від ряду умов. Головною умовою його визначення є довгота періоду, який прийнятий для формування загальної стратегії розвитку підприємства – так як фінансова стратегія носить по відношенню до неї підлеглий характер, вона не може виходити за межу цього періоду.

Важливим елементом визначення періоду формування фінансової стратегії підприємства є передбачення розвитку економіки в цілому та кон'юнктури тих сегментів фінансового ринку, з якими пов'язана майбутня фінансова діяльність підприємства, - в умовах нинішнього нестабільного розвитку економіки країни цей період не може бути більше трьох років.

#### 2) Дослідження факторів зовнішнього фінансового середовища та кон'юнктури фінансового ринку.

Для такого дослідження необхідно вивчити економіко-правові умови фінансової діяльності підприємства і можливі їх зміни в наступному періоді. Крім того, на цьому етапі розробки фінансової стратегії аналізуються кон'юнктура фінансового ринку та фактори, які її визначають, а також розробляється прогноз кон'юнктури в розрізі окремих сегментів цього ринку, пов'язаних з наступною фінансовою діяльністю підприємства.

#### 3) Формування стратегічних цілей фінансової діяльності.

Головною метою цієї діяльності є підвищення рівня добробуту підприємства і максимізація його ринкової вартості. Разом з цим ця головна мета потребує конкретизації з урахуванням задач і особливостей наступного фінансового розвитку підприємства.

Система стратегічних цілей повинна забезпечувати формування достатнього обсягу власних фінансових ресурсів і високорентабельне використання власного капіталу; оптимізацію структури активів і капіталу, що

використовується; прийняттого рівня фінансових ризиків в процесі здійснення наступної господарської діяльності та ін.

Систему стратегічних цілей фінансового розвитку слід формулювати чітко і коротко, відображаючи кожен мету в конкретних показниках – цільових стратегічних нормативах. В якості таких цільових стратегічних нормативів по окремих аспектах фінансової діяльності підприємства можуть бути встановлені:

- середньорічний темп зростання власних фінансових ресурсів, які сформовані із власних джерел;
- мінімальна частка власного капіталу в загальному обсязі використаного капіталу підприємства;
- коефіцієнт рентабельності власного капіталу підприємства;
- співвідношення оборотних і необоротних активів підприємства;
- мінімальний рівень грошових активів, який забезпечує поточну платоспроможність підприємства;
- мінімальний рівень самофінансування інвестицій;
- граничний рівень фінансових ризиків в розрізі основних напрямів господарської діяльності підприємства.

4) Конкретизація цільових показників фінансової стратегії за періодами її реалізації. В процесі цієї конкретизації забезпечується динамічність представлення системи цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності, а також їх зовнішня і внутрішня синхронізація за часом.

Зовнішня синхронізація передбачає узгодження за часом реалізації розроблених показників фінансової стратегії з показниками загальної стратегії розвитку підприємства, а також з прогнозованими змінами кон'юнктури фінансового ринку.

Внутрішня синхронізація передбачає узгодження в часі всіх цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності між собою.

5) Розробка фінансової політики за окремими аспектами фінансової діяльності. Цей етап формування фінансової стратегії є найбільш відповідальним.

**Фінансова політика** являє собою форму реалізації фінансової ідеології і фінансової стратегії підприємства в розрізі найбільш важливих аспектів фінансової діяльності на окремих етапах її здійснення. На відміну від фінансової стратегії в цілому, фінансова політика формується лише по конкретним напрямкам фінансової діяльності підприємства, які потребують забезпечення найбільш ефективного управління для досягнення головної стратегічної мети цієї діяльності.

Формування фінансової політики по окремим аспектам фінансової діяльності підприємства може носити багаторівневий характер. Так, наприклад, в рамках політики управління активами підприємства можуть бути розроблені політика управління оборотними і необоротними активами.

В свою чергу політика управління оборотними активами може включати в якості самостійних блоків політику управління окремими її видами та ін.

Система формування фінансової політики по основним аспектам фінансової діяльності в рамках загальної фінансової стратегії підприємства представимо в табл. 1.3.

Таблиця 1.3.

Складові фінансової стратегії підприємства

Складові	Рівні політики
<b>I. Політика управління активами</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Політика управління оборотними активами:               <ol style="list-style-type: none"> <li>а) політика управління запасами;</li> <li>б) політика управління дебіторської заборгованістю;</li> <li>в) політика управління грошовими активами;</li> <li>г) політика фінансування оборотних активів.</li> </ol> </li> <li>2. Політика управління необоротними активами:               <ol style="list-style-type: none"> <li>а) політика управління основними засобами;</li> <li>б) політика управління нематеріальними активами;</li> <li>в) політика фінансування необоротних активів.</li> </ol> </li> </ol>
<b>II. Політика управління капіталом</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Політика формування структури капіталу.</li> <li>2. Політика управління власним капіталом.</li> <li>3. Політика управління позиковим капіталом.</li> </ol>
<b>III. Політика управління інвестиціями (інвестиційна політика)</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Політика управління реальними інвестиціями:               <ol style="list-style-type: none"> <li>а) політика управління капітальними інвестиціями;</li> <li>б) політика управління інноваційними інвестиціями.</li> </ol> </li> <li>2. Політика управління фінансовими інвестиціями:               <ol style="list-style-type: none"> <li>а) політика формування портфеля грошових інструментів інвестування;</li> <li>б) політика формування портфеля фондових інструментів інвестування.</li> </ol> </li> </ol>
<b>IV. Політика управління грошовими потоками</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Політика управління операційними грошовими потоками.</li> <li>2. Політика управління інвестиційними грошовими потоками.</li> <li>3. Політика управління фінансовими грошовими потоками.</li> </ol>
<b>V. Політика управління фінансовими ризиками</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Політика уникнення фінансових ризиків.</li> <li>2. Політика диверсифікації фінансових ризиків.</li> <li>3. Політика хеджування фінансових ризиків.</li> </ol>
<b>VI. Політика антикризового фінансового управління</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Політика фінансової стабілізації підприємства.</li> <li>2. Політика санації підприємства.</li> </ol>

6. Розробка системи організаційно-економічних заходів по забезпеченню реалізації фінансової стратегії. В системі цих міроприємств передбачається формування на підприємстві “центрів відповідальності”

різних типів; визначення прав, обов'язків та міри відповідальності їх керівників за результати фінансової діяльності; розробка системи стимулювання робітників за їх вклад в підвищення ефективності фінансової діяльності та ін.

7. Оцінка ефективності розробленої фінансової стратегії. Вона є ключовим етапом розробки фінансової стратегії підприємства і проводиться за слідуєми ми основними параметрами:

- узгодження фінансової стратегії підприємства із загальною стратегією його розвитку. В процесі такої оцінки виявляється ступінь узгодження цілей, напрямлень та етапів в реалізації цих стратегій;
- узгодженість фінансової стратегії підприємства з передбаченими змінами зовнішнього фінансового середовища. В процесі цієї оцінки визначається на скільки розроблена фінансова стратегія відповідає прогностному розвитку економіки країни та змінам кон'юнктури фінансового ринку в розрізі окремих його сегментів;
- внутрішня збалансованість фінансової стратегії. При проведенні такої оцінки визначається на скільки узгоджуються між собою окремі цілі та цільові стратегічні нормативи майбутньої фінансової діяльності; на скільки ці цілі і нормативи кореспондують із змістом фінансової політики по окремим аспектам фінансової діяльності; на скільки узгоджені між собою за напрямками і в часі міроприємства по забезпеченню її реалізації;
- реалізованість фінансової стратегії. В процесі такої оцінки в першу чергу розглядаються потенціальні можливості підприємства в формуванні власних фінансових ресурсів. Крім того, оцінюється рівень кваліфікації фінансових менеджерів та їх технічної оснащеності з позицій задач реалізації фінансової стратегії;
- прийнятність рівня ризиків, пов'язаних з реалізацією фінансової стратегії. В процесі такої оцінки необхідно визначити, на скільки рівень прогностних фінансових ризиків, пов'язаних з діяльністю підприємства, забезпечує достатню фінансову рівновагу в процесі його розвитку і відповідає фінансовому менталітету його власників і відповідальних фінансових менеджерів. Крім того, необхідно оцінити, на скільки рівень цих ризиків допустимий для фінансової діяльності даного підприємства з позицій можливого розміру фінансових втрат і генерування загрози його банкрутства;
- результативність розробленої фінансової стратегії. Оцінка результативності фінансової стратегії може бути оцінена перш за все на основі прогностних розрахунків раніш розглянутої системи основних фінансових коефіцієнтів. Поряд з цим можуть бути оцінені і не фінансові результати реалізації розробленої стратегії – зростання ділової репутації підприємства; підвищення рівня управління фінансовою діяльністю структурних його підрозділів (при створенні



“центрів відповідальності”); підвищення рівня матеріальної і соціальної задоволеності фінансових менеджерів (за рахунок ефективної системи їх матеріального стимулювання за результати фінансової діяльності; більш високого рівня технічного оснащення їх робочих місць та ін.).

Розробка фінансової стратегії і фінансової політики по найбільш важливим аспектам фінансової діяльності дозволяє приймати ефективні управлінські рішення, пов’язані з фінансовим розвитком підприємства.

## **ТЕМА 2. СИСТЕМА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ ПІДПРИЄМСТВА**

- 2.1. Організаційне забезпечення фінансового менеджменту
- 2.2. Інформаційне забезпечення фінансового менеджменту
- 2.3. Системи і методи внутрішнього фінансового контролю

### **2.1. Організаційне забезпечення фінансового менеджменту**

Фінансовий менеджмент є невід'ємною складовою частиною загальної системи управління підприємством. Тому його організаційне забезпечення має бути інтегроване з загальною структурою управління підприємством. Таке поєднання дозволяє забезпечити координацію дій системи фінансового менеджменту з іншими управлінськими системами підприємств і підвищити ефективність контролю за реалізацією прийнятих рішень по фінансових аспектах.

Система організаційного забезпечення фінансового менеджменту являє собою взаємопов'язану сукупність внутрішніх структурних служб і підрозділів підприємства, які забезпечують розробку і прийняття управлінських рішень щодо окремих напрямків його фінансової діяльності і несуть відповідальність за результати цих рішень.

Загальні принципи формування організаційної системи управління підприємством передбачає створення двох центрів управління за ієрархічною і функціональною ознаками.

Ієрархічна будова центрів управління підприємством передбачає виділення різних рівнів управління. На даний час найбільш поширеними є двох або три рівневі системи управління, де перший рівень представлений апаратом управління підприємством в цілому, а наступні – управлінськими службами його окремих структурних одиниць та підрозділів.

Функціональна будова центрів управління підприємством ґрунтується на диференціації за функціями управління або видами діяльності. При функціональній будові центрів управління підприємством обидва ці підходи можуть бути використані окремо або в комплексі. Але досвід показує, що найбільша ефективність організаційної системи фінансового менеджменту досягається за умови використання функціональної будови центрів управління.

Існує два основних підходи до функціонального розмежування центрів управління. Перший – принцип незалежної діяльності функціональних центрів управління; другий – принцип взаємопов'язаної діяльності функціональних центрів управління.

В межах взаємодії з іншими системами управління організаційне забезпечення фінансового менеджменту може бути інтегроване в загальну систему управління підприємством на підставі перелічених підходів. В той же час в системі організаційного забезпечення фінансового менеджменту

використовується принцип взаємопов'язаної діяльності його внутрішніх функціональних центрів управління. Це пов'язано з високим рівнем взаємозв'язку окремих аспектів фінансової діяльності, які визначають необхідність комплексного підходу до розробки багатьох управлінських рішень в цієї галузі.

Функціональна будова центрів управління фінансовою діяльністю суттєво відрізняється на підприємствах різних масштабів (мале, середнє, велике, крупне).

На малих підприємствах функціональні центри управління, як правило, не створюються. Функції цього управління в зв'язку з незначним обсягом діяльності покладаються на власника малого підприємства, його директора чи бухгалтера.

На середніх підприємствах функції фінансового управління покладаються на спеціального фінансового менеджера, який знаходиться в складі функціонального економічного підрозділу, чи на спеціалізований фінансовий структурний відділ, який здійснює управління всіма основними аспектами фінансової діяльності.

На великих підприємствах функції фінансового управління покладаються на фінансового директора, якому підпорядковано два-три функціональних структурних підрозділи.

На крупних підприємствах створюється найбільш диверсифікована система функціональних фінансових структурних підрозділів, які підпорядковані фінансовій дирекції.

Сучасний досвід організаційного забезпечення фінансового менеджменту в компаніях США і Західної Європи показує, що в структурі комплексу спеціалізованих фінансових служб обов'язково є бухгалтерія. В цих країнах традиційно статус фінансового директора вище статусу головного бухгалтера, який підпорядковується фінансовому директору, а не генеральному. В нашій країні ситуація протилежна - як правило, головний бухгалтер має вищий статус (а відповідно і пріоритетне право підпису в фінансових документах) ніж фінансовий директор.

Поряд з традиційною інтеграцією системи фінансового управління з загальною системою управління підприємством в рамках єдиної інтегрованої організаційної структури в останні роки на практиці використовуються й інші, більш прогресивні форми такої інтеграції. Одною з таких форм є концепція управління окремими напрямками фінансової діяльності підприємства на основі "центрів відповідальності". Ця концепція, розроблена американським економістом Дж. Хіггінсом, отримала широке практичне використання в управлінні формуванням власних фінансових ресурсів, грошовими потоками, інвестиціями і деякими іншими аспектами фінансової діяльності підприємства.

Центр відповідальності являє собою структурний підрозділ підприємства, який повністю контролює ті чи інші напрямки фінансової

діяльності, а його керівник самостійно приймає управлінські рішення і в рамках цих напрямків несе повну відповідальність за досягнення планових (або нормативних) показників, що характеризують стан фінансової діяльності цього підрозділу. Як видно із цього визначення, права керівника підрозділу – центру відповідальності, пов'язанного з окремими аспектами управління фінансової діяльності в межах цього підрозділу, паритетно кореспондують з мірою його відповідальності при контролі з боку вищестоящої структури (органа) фінансового управління.

Розбіжності в функціональному спрямуванні діяльності таких структурних підрозділів, їх місця в організаційній структурі фінансового управління дозволяє виділити чотири типи центрів відповідальності на підприємстві: центр витрат, центр доходу, центр прибутку і центр інвестицій.

Центр витрат – це структурний підрозділ, керівник якого несе відповідальність тільки за витрачання коштів у відповідності з доведеним йому бюджетом. В силу функціонального напрямку своєї діяльності такий структурний підрозділ не може самостійно впливати на обсяг доходів, а також на суму прибутку. Прикладом центру витрат є постачально-заготівельний чи виробничий підрозділ підприємства.

Центр доходу - це структурний підрозділ, керівник якого несе відповідальність тільки за формування доходів у встановлених обсягах. В силу функціонального напрямку своєї діяльності такий структурний підрозділ не може самостійно впливати на весь обсяг витрат по продукції, яка реалізується, а також на суму прибутку. Прикладом центру доходу є збутовий підрозділ підприємства.

Центр прибутку - це структурний підрозділ, керівник якого несе відповідальність за доведені йому завдання по формуванню прибутку. В силу функціонального напрямку своєї діяльності такий структурний підрозділ повністю контролює як формування доходів від реалізації продукції, так і обсяг витрат на її виготовлення. Прикладом центру прибутку є структурний підрозділ із закінченим циклом виробництва та реалізації окремих видів продукції.

Центр інвестицій – це структурний підрозділ, керівник якого несе відповідальність за використання наданих йому інвестиційних ресурсів і отримання необхідного прибутку від інвестиційної діяльності. Основним контролюючим показником при цьому є рівень прибутку на інвестований капітал. Прикладом центру інвестицій є дочірня фірма підприємства чи відокремлений в його складі спеціальний структурний підрозділ, який здійснює виключно інвестиційну діяльність.

Формування системи організаційного забезпечення фінансового менеджменту на підставі центрів відповідальності передбачає наступний алгоритм дій:

Основні етапи формування системи організаційного забезпечення фінансового управління на підставі центрів відповідальності:

- Дослідження особливостей функціонування окремих структурних підрозділів з позиції їх впливу на окремі аспекти формування та використання фінансових ресурсів,

- Визначення основних типів центрів відповідальності в розрізі структурних підрозділів підприємства.

- Формування системи прав, обов'язків і міри відповідальності керівників структурних підрозділів, визначених як центри відповідальності.

- Розробка та доведення центрам відповідальності планових (нормативних) фінансових завдань у формі поточних чи капітальних бюджетів.

- Забезпечення контролю виконання встановлених завдань центрами відповідальності шляхом отримання відповідної інформації (звітів), її аналізу і встановлення причин відхилень.

Побудова системи організаційного забезпечення фінансового менеджменту шляхом створення центрів відповідальності різних типів залежить від багатьох факторів – обсягів діяльності підприємства, багатофункціональності цієї діяльності, чисельності персоналу, організаційної структури виробництва, організаційно-правової форми діяльності та інших. Тому визначення чисельності та складу центрів відповідальності потребує індивідуального дослідження для кожного підприємства. Сформовані центри відповідальності повинні бути укомплектовані кваліфікованими менеджерами, здатними не тільки забезпечувати виконання встановлених завдань, але й розробляти пропозиції вищестоящим органам управління по підвищенню ефективності формування та використання фінансових ресурсів в межах контрольованої ними діяльності підрозділів.

## **2.2. Інформаційне забезпечення фінансового менеджменту**

При розгляді цього питання слід мати на увазі, що ефективність кожної управлінської системи в значній мірі залежить від інформаційного забезпечення. Від якості інформації, що використовується для прийняття управлінських рішень значною мірою залежить обсяг витрачання фінансових ресурсів, рівень прибутковості, ринкова вартість підприємства, альтернативність вибору інвестиційних проєктів і наявних фінансових інструментів та інші показники, які характеризують рівень добробуту власників і персоналу, темпи розвитку підприємства тощо.

Система інформаційного забезпечення (інформаційна система) фінансового менеджменту являє собою неперервний і цілеспрямований відбір відповідних інформаційних показників, які необхідні для здійснення

аналізу, планування і підготовки ефективних управлінських рішень по всім напрямкам фінансової діяльності підприємства.

Інформаційна система фінансового менеджменту призначена забезпечувати необхідною інформацією не тільки управлінський персонал та власників самого підприємства, але й задовольняти інтереси широкого кола зовнішніх її користувачів. Основними користувачами фінансової інформації є внутрішні і зовнішні користувачі.

Зовнішні користувачі використовують лише ту частину інформації, яка характеризує результати фінансової діяльності підприємства і його фінансовий стан. Більша частина цієї інформації зосереджена в офіціальній фінансовій звітності, яка надається підприємством.

Внутрішні користувачі крім вищезазваної використовують значний обсяг інформації про фінансову діяльність підприємства, яка є комерційною таємницею.

Висока роль фінансової інформації в підготовці і прийнятті ефективних управлінських рішень зумовлює високі вимоги до її якості при формуванні інформаційної системи фінансового менеджменту, серед яких виділяють вимоги до її значимості, повноти, своєчасності, достовірності, зрозумілості, співставимості, ефективності.

1. **Значимість**, яка визначає, на скільки залучена інформація впливає на результати фінансових рішень, в першу чергу, в процесі формування фінансової стратегії підприємства, розробки цілеспрямованої політики по окремим аспектам фінансової діяльності, підготовки поточних і оперативних фінансових планів.

2. **Повнота**, яка характеризує завершеність кола інформативних показників, необхідних для проведення аналізу, планування і прийняття оперативних управлінських рішень по всім аспектам фінансової діяльності підприємства.

3. **Достовірність**, яка визначає, на скільки інформація, що формується, адекватно відображує реальний стан і результати фінансової діяльності, правдиво характеризує зовнішнє фінансове середовище, нейтральна по відношенню до всіх категорій потенційних користувачів та перевіряєма.

4. **Своєчасність**, яка характеризує відповідність сформованої інформації в її потребі за період її використання. Окремі види інформативних показників “живуть” в його інформаційній системі в незмінному якісному виразі лише один день (наприклад, курс іноземних валют, окремих фондових і грошових інструментів на фінансовому ринку), інші – місяць, квартал і т.ін.

5. **Зрозумілість**, яка визначається простотою її побудовання, відповідністю визначеним стандартам представлення та доступністю розуміння тими категоріями користувачів, для яких вона призначена. Не слід однак змішувати вимоги зрозумілості інформації для конкретної

категорії користувачів з її універсальною доступністю для розуміння всіма учасниками фінансової діяльності підприємства, тому що не всі з них можуть мати достатній рівень кваліфікації для адекватної її інтерпретації.

6. Співставність, яка визначає можливість порівняльної оцінки вартості окремих активів і результатів фінансової діяльності підприємства у часі, можливість проведення порівняльного фінансового аналізу підприємства з аналогічними господарюючими суб'єктами і т.ін. Така співставимість забезпечується ідентифікацією визначення окремих інформативних показників та одиниць їх виміру, використанням відповідних національних і міжнародних стандартів фінансової звітності, послідовністю і стабільністю методів обліку фінансових показників на підприємстві.

7. Ефективність, яка означає, що витрати на залучення окремих інформативних показників не повинна перевищувати ефект, який буде отриманий в результаті їх використання при підготовці і реалізації відповідних управлінських рішень.

Склад системи інформаційного забезпечення фінансового менеджменту, її широта і глибина визначаються галузевими особливостями діяльності підприємств, їх організаційно-правовою формою функціонування, обсягом та ступенем диверсифікації фінансової діяльності та рядом інших умов.

Конкретні показники системи інформаційного забезпечення формуються за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел інформації. В розрізі кожної з цих груп джерел вся сукупність показників, які включаються в інформаційну систему фінансового менеджменту підлягає попередній класифікації (табл. 2.1, табл.2.2).

Таблиця 2.1

Система показників інформаційного забезпечення фінансового менеджменту, що формуються із зовнішніх джерел

Класифікація показників	Перелік показників
1. Показники, що характеризують загальний економічний розвиток країни	а) показники макроекономічного розвитку; б) показники галузевого розвитку.
2. Показники, що характеризують кон'юнктуру фінансового ринку	а) показники, які характеризують кон'юнктуру ринку цінних паперів (ринку фондових інструментів); б) показники, які характеризують кон'юнктуру ринку грошових інструментів.
3. Показники, що характеризують діяльність контрагентів і конкурентів	а) банки; б) страхові компанії; в) постачальники продукції; г) покупці продукції; д) конкуренти.
4. Нормативно-регулюючі показники	а) нормативно-регулюючі показники по різних напрямкам фінансової діяльності підприємства; б) нормативно-регулюючі показники з питань функціонування окремих сегментів фінансового ринку.

Таблиця 2.2

## Система показників інформаційного забезпечення фінансового менеджменту, що формуються із внутрішніх джерел

Класифікація показників	Перелік показників
1. Показники, що характеризують фінансовий стан і результати фінансової діяльності по підприємству в цілому.	а) показники, які обов'язково відображаються в балансі підприємства; б) показники, які відображаються в звіті про фінансові результати; в) показники, які відображаються в звіті про власний капітал і в звіті про рух грошових коштів.
2. Показники, що характеризують фінансові результати діяльності окремих структурних підрозділів підприємства.	а) за сферою діяльності підприємства (операційна, інвестиційна, фінансова); б) за центрами відповідальності; в) за географічним розташуванням; г) за видом кінцевої продукції тощо.
3. Нормативно-планові показники, які пов'язані з фінансовим розвитком підприємства.	а) система внутрішніх нормативів, що регулюють фінансовий розвиток підприємства. В цю систему включаються нормативи окремих видів активів підприємства, нормативи співвідношення окремих видів активів і структури капіталу, нормативи питомих витрат фінансових ресурсів і витрат і т.ін.; б) система планових показників фінансового розвитку підприємства. До складу показників цього блоку включається вся сукупність показників поточних і оперативних фінансових планів усіх видів

Система інформативних показників першої групи широко використовується як зовнішніми, так і внутрішніми користувачами. Вона застосовується в процесі фінансового аналізу, планування, розробки фінансової стратегії і політики по основним аспектам фінансової діяльності, дає найбільш агреговане уявлення про результати фінансової діяльності підприємства. Формування системи показників цієї групи засноване на даних фінансового обліку підприємства.

Перевагами показників цієї групи є їх уніфікованість, тому що вони базуються на загальноприйнятих стандартизованих принципах обліку (що дозволяє використовувати типові технології і алгоритми фінансових розрахунків по окремим аспектам формування і розподілу фінансових ресурсів, а також порівнювати ці показники з іншими аналогічними підприємствами).

В той же час, інформаційна база, яка формується на основі фінансового обліку, має і окремі недоліки, основними з яких є: відображення інформативних показників лише по визначенню в цілому



(що не дозволяє використовувати її при прийнятті управлінських рішень по окремим сферам фінансової діяльності); низька періодичність розробки (як правило, один раз у квартал, або в рік); використання тільки вартісних показників (це утруднює аналіз впливу зміни цін на формування фінансових ресурсів).

Формування системи показників, що характеризують фінансові результати діяльності окремих структурних підрозділів підприємства будується на даних управлінського обліку, що має бути організований на підприємстві.

Цей вид обліку отримав розвиток у зв'язку з переходом підприємств нашої країни до загальноприйнятої в міжнародній практиці системи бухгалтерського обліку, який дозволяє суттєво доповнити облік фінансовий. Він представляє собою систему обліку всіх необхідних показників, які формують інформаційну базу оперативних управлінських рішень і планування діяльності підприємства в наступному періоді.

В порівнянні з фінансовим управлінський облік має наступні переваги: він відображає не тільки вартісні, але й натуральні значення показників (а тому і тенденції змін цін на сировину, продукцію); періодичність надання результатів управлінського обліку повністю відповідає потребі в інформації для прийняття оперативних управлінських рішень; цей облік може бути структуризований в будь-якому розрізі – по центрах відповідальності, видам фінансової діяльності та ін. Результати цього обліку є комерційною таємницею підприємства і не повинні надаватися зовнішнім користувачам.

Нормативно-планові показники формуються безпосередньо на підприємстві.

Використання всіх представлених показників, що походять із зовнішніх і внутрішніх джерел дозволяє створити на підприємстві цілеспрямовану систему інформаційного забезпечення фінансового менеджменту, орієнтовану як на прийняття стратегічних фінансових рішень, так і на ефективне поточне управління фінансами підприємства.

### **2.3. Системи і методи внутрішнього фінансового контролю**

В складі механізму фінансового менеджменту важлива роль належить системам і методам внутрішнього фінансового контролю.

Внутрішній фінансовий контроль являє собою організований самим підприємством процес перевірки виконання і забезпечення реалізації управлінських рішень в сфері управління фінансами підприємства з метою досягнення стратегічних цілей і попередження кризових ситуацій, які можуть призвести до банкрутства.

В практиці країн з розвинутою ринковою економікою широкого поширення набула нова прогресивна комплексна система внутрішнього кон-

тролю, що застосовується в великих компаніях з розгалуженою мережею або в холдінгових компаніях, яка називається “контролінг”.

Сьогодні система контролінга поступово починає впроваджуватися і на вітчизняних підприємствах. В загальній системі контролінгу виділяється один з основних його блоків – фінансовий контролінг.

Фінансовий контролінг являє собою контролюючу систему, яка забезпечує концентрацію контрольних дій за основними напрямками фінансової діяльності підприємства, своєчасне виявлення відхилень фактичних показників від прогнозних (планових) та чинників, що зумовили ці відхилення, і прийняття управлінських рішень по нормалізації процесу управління фінансами підприємства.

Побудова системи фінансового контролінгу базується на наступних основних принципах:

- 1) спрямованість системи фінансового контролінгу на досягнення фінансової стратегії підприємства;
- 2) багатофункціональність фінансового контролінгу;
- 3) орієнтованість фінансового контролінгу на кількісні показники;
- 4) відповідність методів фінансового контролінгу специфіці методів фінансового аналізу і фінансового планування;
- 5) своєчасність, простота і гнучкість побудови системи фінансового контролінгу;
- 6) економічна ефективність впровадження фінансового контролінгу на підприємстві.

Впровадження на підприємстві системи фінансового контролінгу дозволяє значно підвищити ефективність всього процесу управління його фінансовою діяльністю.

З урахуванням перелічених принципів фінансовий контролінг на підприємстві будується за наступними етапами.

1. Визначення об'єкту контролінгу. Це загальна вимога до побудови будь-яких видів контролінгу на підприємстві з позицій цільової його орієнтації. Об'єктом фінансового контролінгу є управлінські рішення по основним аспектам фінансової діяльності підприємств.

2. Визначення видів і сфери контролінгу. У відповідності з концепцією побудови системи контролінгу, він поділяється на слідуючі основні види: стратегічний контролінг; поточний контролінг; оперативний контролінг. Кожному з цих перлічених видів контролінгу повинна відповідати його сфера і періодичність здійснення його функцій.

3. Формування системи пріоритетів показників, що контролюються. Вся система показників ранжирується по значимості. В процесі такого ранжування спочатку в систему пріоритетів першого рівня відбираються найбільш важливі показники даного виду контролінгу; потім формується система пріоритетів другого рівня, показники якого знаходяться у фактор-

ному зв'язку з показниками першого рівня; аналогічним чином формується система пріоритетів третього і наступних рівнів.

При формуванні системи пріоритетів слід враховувати, що вони можуть носити різний характер для окремих типів центрів відповідальності; для окремих напрямків фінансової діяльності підприємства; для різноманітних аспектів формування, розподілу і використання фінансових ресурсів. Однак при цьому повинно бути забезпечене ієрархічне зведення всіх контролюючих показників по підприємству в цілому і по окремим напрямкам фінансової діяльності.

4. Розробка системи кількісних стандартів контролю. Після визначення і ранжування перелік фінансових показників, які контролюються, виникає необхідність встановлення кількісних стандартів по кожному з них. Такі стандарти можуть встановлюватись як в абсолютних, так і у відносних показниках. Крім того, такі кількісні стандарти можуть носити стабільний або рухомий характер. Стандартами виступають цільові стратегічні нормативи, показники поточних планів і бюджетів, система державних або розроблених підприємством норм і нормативів і т. ін.

5. Побудова системи моніторингу показників, які включаються у фінансовий контролінг. Система моніторингу (“відслідковуючи система”) складає основу фінансового контролінгу, саму активну частину його механізму. Система фінансового моніторингу представляє собою розроблений на підприємстві механізм постійного спостереження за показниками фінансової діяльності, визначення розмірів відхилень фактичних результатів від передбачених та виявлення причин цих відхилень.

Побудова системи моніторингу контрольованих фінансових показників охоплює наступні основні етапи:

а) Побудова системи інформативних звітних показників по кожному виду фінансового контролінгу засновується на даних фінансового і управлінського обліку. Ця система представляє собою так звану “первинну інформаційну базу спостереження”, необхідну для наступного розрахунку агрегованих по підприємству окремих аналітичних абсолютних і відносних фінансових показників, які характеризують результати фінансової діяльності підприємства.

б) Розробка системи узагальнюючих (аналітичних) показників, які відображають фактичні результати досягнення передбачених кількісних стандартів контролю, здійснюється в чіткій відповідності з системою фінансових показників. При цьому забезпечується повна співставність кількісного виразу встановлених стандартів і контрольованих аналітичних показників. В процесі розробки такої системи будуються алгоритми розрахунку окремих узагальнюючих (аналітичних) показників з використанням первинної інформаційної бази спостереження і методів фінансового аналізу.

в) Визначення структури і показників форм контрольних звітів (рапортів) виконавців призначене сформувавши систему носіїв контрольної інформації. Для забезпечення ефективності контролінгу така форма звіту повинна бути стандартизована і вміщувати наступну інформацію:

- фактично досягнуте значення контрольованого показника (у відповідності з передбаченим);
- розмір відхилення фактично досягнутого значення контрольованого показника від передбаченого;
- факторний розклад розміру відхилення. Алгоритм такого розкладу повинен бути визначений і доведений до кожного виконавця раніше;
- пояснення причин негативних відхилень по показнику в цілому і окремим його складовим.

Форма стандартного контрольованого звіту (рапорту) виконавця диференціюється у відповідності із змістом доведеного йому бюджету (плану).

г) Визначення контрольованих періодів по кожному виду фінансового контролінгу і кожній групі контрольованих показників. Конкретизація контрольованого періоду по видам контролінгу і групам показників визначається "терміновістю реагування", необхідною для ефективного управління фінансовою діяльністю на даному підприємстві. З урахуванням цього принципу виділяють:

- тижневий (декадний) контрольований звіт;
- місячний контрольований звіт;
- квартальний контрольований звіт.

д) Встановлення розмірів відхилень фактичних результатів контрольованих показників від встановлених стандартів здійснюється як в абсолютних, так і у відносних показниках. Так як кожний показник міститься в контрольованих звітах виконавців, на даній стадії він агрегується в рамках підприємства в цілому. При цьому по відносним показникам всі відхилення поділяються на три групи:

- позитивне відхилення;
- негативне "допустиме" відхилення;
- негативне "критичне" відхилення.

е) Виявлення основних причин відхилень фактичних результатів контрольованих показників від встановлених стандартів проводиться по підприємству в цілому і по окремим "центрам відповідальності". В процесі такого аналізу виділяються і розглядаються ті показники фінансового контролінгу, в яких спостерігаються "критичні" відхилення від цільових нормативів, завдань поточних планів і бюджетів. По кожному критичному відхиленню повинні бути виявлені причини, які їх визвали. В процесі здійснення такого аналізу в цілому по підприємству використовуються відповідні розділи контрольованих звітів виконавців.

Розроблена система моніторингу повинна корегуватись при зміні мети фінансового контролінгу і системи показників поточних планів і бюджетів.

б. Формування системи алгоритмів дій з усунення відхилень є ключним етапом побудови фінансового контролінгу на підприємстві. Принципова система дій менеджерів підприємства в цьому випадку заключається в трьох алгоритмах.

а) “Не вживати ніяких заходів”. Ця форма реагування передбачається в тих випадках, коли розмір негативних відхилень значно нижче передбаченого “критичного” критерію.

б) “Усунути відхилення”. Така система дій передбачає процедуру пошуку і реалізації резервів по забезпеченню виконання цільових, планових або нормативних показників. При цьому резерви розглядаються в розрізі різноманітних аспектів фінансової діяльності і окремих фінансових операцій. В якості таких можливостей може бути розглянута доцільність введення посиленого режиму економії (по принципу “відсікання лишнього”), використання системи фінансових резервів та інші.

в) “Змінити систему планових або нормативних показників”. Така система дій проводиться в тих випадках, коли можливості нормалізації окремих аспектів фінансової діяльності обмежені або взагалі відсутні. В цьому випадку по результатам фінансового моніторингу вносяться пропозиції по корегуванню системи цільових стратегічних нормативів, показників поточних фінансових планів або окремих бюджетів. В окремих критичних випадках може бути обґрунтована пропозиція про припинення окремих виробничих, інвестиційних і фінансових операцій і навіть діяльності окремих центрів витрат і інвестицій.

Впровадження на підприємстві системи фінансового контролінгу дозволить суттєво підвищити ефективність всього процесу управління його фінансовою діяльністю.

### **ТЕМА 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

- 3.1. Структурна і організація активів підприємства, оцінка активів.
- 3.2. Зміст і задачі управління оборотними активами.
- 3.3. Управління поточними фінансовими потребами підприємства.
- 3.4. Стратегія фінансування поточних активів.
- 3.5. Управління дебіторською заборгованістю.
- 3.6. Управління грошовими коштами.
- 3.7. Управління необоротними активами.

#### **3.1. Структурна і організація активів підприємства**

Активи являють собою ресурси, контрольовані підприємством, використання яких призводить до збільшення економічних вигод у майбутньому. До них відносяться всі наявні матеріальні цінності, нематеріальні активи та кошти, що належать підприємству на певну дату, а також їх розміщення та використання.

Згідно ПБО 2 Баланс і активи підприємства поділяються на оборотні та необоротні активи.

Оборотні активи - це грошові кошти та їх еквіваленти, що не обмежені у використанні, а також інші активи, призначені для реалізації чи споживання протягом операційного циклу, чи протягом дванадцяти місяців з дати балансу.

Операційний цикл - це проміжок часу між придбанням запасів для здійснення господарської діяльності та отримання коштів від реалізації виробленої з них продукції або товарів і послуг.

У балансі активи підприємства розміщені у трьох розділах:

I розділ- необоротні активи;

II розділ – оборотні активи;

III розділ- витрати майбутніх періодів.

До необоротних активів належать: нематеріальні активи; незавершене будівництво; основні засоби; довгострокові фінансові інвестиції; довгострокова дебіторська заборгованість; відстрочені податкові активи; інші необоротні активи.

До оборотних активів належать: запаси (виробничі запаси, тваринна вирощування та відгодівлі, незавершене виробництво, готова продукція, товари); векселі одержані; дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги; чиста реалізаційна вартість, первісна вартість, резерв сумнівних боргів); дебіторська заборгованість за розрахунками ( з бюджетом, за виданими авансами, з нарахованих доходів, із внутрішніх розрахунків); інша поточна дебіторська заборгованість; поточні фінансові інвестиції; грошові кошти та їх еквіваленти ( в національній валюті, в іноземній валюті); інші оборотні активи.

Характеризуючи активи як об'єкт управління, необхідно відмітити особливості їх окремих складових частин. Зокрема, необоротні активи є найменш мобільною частиною майна підприємства, основна відмінність якої полягає в багаторазовому використанні в процесі господарської діяльності і частковій амортизації і на протязі кожного операційного циклу.

В процесі формування і управління необоротними активами необхідно враховувати їх переваги і недоліки в порівнянні з оборотними активами. Основними перевагами оборотних активів в порівнянні з оборотними активами є: менший ризик інфляційного зменшення та можливе збільшення ринкових цін на нерухомість швидкими темпами, між темпи інфляції; здатність приносити стабільний прибуток в разі несприятливої господарської діяльності щодо орендних та лізингових платежів. Можливість більш інтенсивного використання в періоди підйому інкової інфраструктури.

До недоліків слід віднести: можливість на реального зносу при гвидкій зміні техніки і технологічних процесів; низький рівень маневреності, неможливість швидко змінити структуру вкладених коштів; низький рівень ліквідності і неспроможність забезпечити потік платежів при погіршенні платоспроможності підприємства.

Водночас при управлінні оборотними активами слід враховувати переваги і недоліки їх у порівнянні їх з необоротними активами. До основних переваг можна віднести наступне: більш висока ліквідність; знаходження частини оборотних активів у вигляді готових засобів платежу; можливість швидкої реструктуризації і оборотних активів; можливість підвищити швидкість обігу шляхом раціонального управління.

Недоліки можна вважати: можливе інфляційне знецінення грошових активів; додаткові витрати на утримання зайвих оборотних активів; більш високий рівень фінансових ризиків.

Основою оцінки нематеріальних активів, яка найчастіше приймається підприємствами є історична собівартість, тобто активи, які відображаються за сумою сплачених грошових коштів на момент їх придбання. Аналогічною оцінкою є така поточна собівартість, тобто оцінка необоротних активів придбаних підприємством але нерозрахована в цінах на поточний момент. Необоротні активи, які реалізуються підприємством в процесі господарської діяльності відображаються за вартістю реалізації цих активів.

Теперішня вартість являє собою активи, які відображаються за теперішньою дисконтованою вартістю майбутніх чистих надходжень грошових коштів під час звичайної діяльності підприємства.

Кожне підприємство, враховуючи характер основних господарських операцій та особливості діяльності вирішує питання доцільності поділу

активів на оборотні та необоротні ознаки, згідно з ПБО 2 “Баланс” поділ активів на оборотні та необоротні є обов’язковим.

### **3.2. Зміст і задачі управління оборотними активами**

В процесах господарської діяльності підприємству необхідне визначена сума грошових коштів для закупівлі сировини, матеріалів, напівфабрикатів, комплектуючих виробів та інших матеріальних цінностей.

Зазначені матеріальні цінності призначені для забезпечення процесу виробництва і реалізації продукції і постійно знаходяться в кругообороті коштів.

Період, на протязі якого матеріальні цінності, необхідні для організації процесу виробництва, здійснюють один оборот являють собою цикл оборотного капіталу або час з моменту закупівлі сировини та матеріалів до моменту сплати готової продукції покупцем. Слід зазначити, що на кожному конкретному підприємстві цикл оборотного капіталу може бути різним. З другого боку, підприємство виробляє не один, а багато видів продукції, які у визначений момент часу знаходяться на різних стадіях циклу “виробництво- продаж”. У зв’язку із зазначеним, надходження грошових коштів на поточний рахунок підприємства, як правило, не співпадає з проведеними витратами. Крім того, в умовах нестабільності економіки, наявності іфляцій, зміни попиту на вироблену підприємством готову продукцію ускладнює питання управління оборотними активами.

Основними задачами управління оборотними активами є: забезпечення безперервності процесу виробництва, прискорення оборотності оборотних активів, підвищення рентабельності оборотних активів, мінімізація ризиків і витрат, пов’язаних з формуванням і використанням оборотних активів.

Для забезпечення безперервності процесу виробництва необхідно сформувані окремі види активів у відповідності з обсягами господарської діяльності підприємства і тривалістю його операційного циклу.

Операційний цикл суттєво впливає на обсяг, структуру, і ефективність використання оборотних активів, яких включає час від моменту закупівлі матеріальних цінностей до надходження грошових коштів від покупців за реалізовану продукцію.

В процесі управління оборотними активами в межах операційного циклу необхідно виділити виробничий цикл і фінансовий цикл.

Тривалість виробничого циклу включає: період обертання середнього запасу сировини, матеріалів, напівфабрикатів; період обертання середнього обсягу незавершеного виробництва; період обертання середнього запасу готової продукції.

Фінансовий цикл підприємства являє собою період обертання грошових коштів, інвестованих в оборотні активи, починаючи з моменту по-



гашення кредиторської заборгованості за сировину, матеріали і закінчують інкасацією дебіторської заборгованості за відвантажену готову продукцію.

Слід зазначити, що фінансовий цикл відрізняється від операційного циклу на час обертання кредиторської заборгованості постачальників сировини, матеріалів та інших виробничих ресурсів.

На тривалість фінансового циклу впливають наступні фактори, тривалість комерційного циклу та його окремих стадій; темпи зростання обсягів виробництва; рівень інфляції та необхідність створення страхових резервів виробничих запасів; сезонність виробництва, реалізації та поставання сировини, та ринку готової продукції.

Прискорення обертання загальної суми оборотних активів досягає шляхом збільшення частки оборотних активів з високою оборотністю і зниження частки активів, що обертаються повільно. До активів з високою оборотністю можна віднести: запаси сировини і матеріалів, по яких не створюються страхові резерви; запаси готової продукції, що користуються високим попитом; грошові кошти, які постійно знаходяться в постійному обороті.

Оборотні активи з низькою оборотністю включають: сезонні запаси сировини і матеріалів, запаси готової продукції, яка користується зниженим попитом; довгострокова та короткострокова дебіторська заборгованість; поточні фінансові інвестиції строком більше шість місяців. Задача забезпечення ліквідності оборотних активів досягається за допомогою постійного контролю за розміром оборотних активів в грошовій ліквідній формі, а також шляхом забезпечення відповідної частини високоліквідних активів у вигляді поточних фінансових інвестицій та інших активів, які при необхідності можуть швидко трансформуватися у грошові кошти.

Задача забезпечення підвищення рентабельності оборотних активів досягається шляхом своєчасного використання тимчасових вільних залишків грошових активів для формування ефективного портфелю поточних фінансових інвестицій, що можуть принести підприємству прямий дохід у формі процентів або дивідендів, розміщення коштів на депозит. З метою оптимізації прибутковості оборотних активів необхідно оптимально поєднувати активи, що дають прямий дохід і ті активи, які такого доходу не приносять.

Задача мінімізації ризиків і витрат, пов'язаних з формуванням і використанням оборотних активів спрямованих на усунення негативних наслідків щодо формування оборотних коштів може призвести до перебоїв у виробничому процесі, невиконання зобов'язань, втрат можливого прибутку; недостатність виробничих запасів веде до перебоїв у виробництві, зайвих витрат, недоотриманого доходу; наявність зайвих оборотних активів спричиняє зайві витрати щодо фінансування, іммобілізації фінансових ресурсів, недотримання частини доходу і прибутку.

### 3.3. Управління поточними фінансовими потребами підприємства

Формування оптимальних виробничих матеріальних запасів є один із основних елементів комерційної діяльності підприємства.

Зниження величини оборотних активів спричиняє нестійке фінансове положення підприємства, перебої виробничого процесу і як наслідок зниження обсягу виробництва і прибутку. В свою чергу завищення розділу оборотних активів знижує можливості підприємства проводити капітальні вкладення щодо розширення виробництва. Відволікання грошових коштів як власних так і залучених не дає можливості підприємству більш раціонально і ефективно використовувати вільні грошові кошти.

При визначенні оптимальної потреби в оборотних активах використовуються два методи: прямий і аналітичний.

Прямий метод визначення оптимального розміру оборотних активів застосовується при створенні нового підприємства або при уточненні потреби в оборотних активах підприємства, якщо значно змінюється асортимент вироблюваної продукції. Аналітичний метод застосовують більше року, де в основному сформовані виробничі запаси і не змінюється асортимент продукції в плановому періоді. Аналітичний метод передбачає визначення потреби в оборотних активах шляхом коригування оптимального розміру оборотних активів, який розрахований методом прямого рахунку з урахуванням зміни обсягу виробництва та прискорення оборотності оборотних активів.

В процесі господарської діяльності підприємству необхідно визначити короткострокові потреби в грошових коштах для забезпечення поточної діяльності підприємства з урахуванням відстрочки платежу покупцям.

Пока величина являє собою поточні фінансові потреби і визначається за формулою:

$$\text{ПФП} = \text{ЗВ} + \text{ДЗ} - \text{КЗ},$$

де

ПФП – поточні фінансові потреби

ЗВ – оптимальний запас матеріальних цінностей

ДЗ – дебіторська заборгованість

КЗ – кредиторська заборгованість

Розглядаючи приведену формулу необхідно визначити період, який потрібен для перетворення виробничих запасів та дебіторської заборгованості в готівку ( грошові кошти на поточному рахунку):

$$\text{ОК} = \text{ОЗ} + \text{ОДЗ} - \text{ОКЗ},$$

де

ОК – оборотність оборотних активів

ОЗ – оборотність виробничих запасів

ОДЗ – оборотність дебіторської заборгованості

ОКЗ – середній строк сплати кредиторської заборгованості

Середній період обертання виробничих запасів визначається за формулою:

$$ОЗ = О_3 = \frac{З}{В_д},$$

де

З – запаси матеріальних цінностей

В<sub>д</sub> – середньоденна виручка від реалізації

Аналогічно визначається оборотність дебіторської заборгованості:

$$О_д = \frac{Д_3}{В_д},$$

де

О<sub>д</sub> – оборотність дебіторської заборгованості.

Поточні фінансові потреби підприємства визначаються також в процентах за формулою:

$$\frac{ПФП}{В} \times 100\%,$$

де

В – виручка від реалізації продукції.

Якщо результат дорівнює 50%, то це значить, що половина днів в році, тобто 180 днів підприємство робить не те, щоб покрити свої поточні фінансові потреби.

На розмір поточних фінансових потреб в оборотних активів впливають такі фактори:

1). Тривалість операційного та збуткового циклів, тобто чим швидше сировина і матеріали перетворюються в готову продукцію, а готова продукція в гроші, тим менше треба мати запас сировини і матеріалів;

2). Темпи росту виробництва, тобто більший обсяг виробництва потребує більше матеріальних цінностей.

3). Сезонність виробництва та реалізації продукції, а також нестабільність поставок товарно-матеріальних цінностей.

4). Стан кон'юктури ринку, тобто нарощування дебіторської заборгованості, оскільки конкуренція примушує залучити покупців на більш вигідних умовах (відстрочка платежу, спонтанне фінансування і інші пільги).

5). Підвищення цін на товарно-матеріальні цінності, тобто чим вищий рівень інфляції, тим більші фактичні запаси у порівнянні з їх оптимальним розміром.

6). Швидкого фізичного або морального зносу товарно-матеріальних цінностей. В даному випадку фактичні розміри запасів можуть бути, навпаки, менші за їх оптимальний розмір, що потребує більш частих закупівель.

При цьому слід мати на увазі, що запаси товарно-матеріальних цінностей можна збільшувати лише до тих пір, доки отримана економія перевищує загальні витрати на утримання додаткових запасів.

Додаткова закупівля товарно-матеріальних цінностей можлива також за умови:

- злагодження системи виробництва;
- своєчасної і достовірної інформації про стан ринку сировини;
- надійних постачальників;
- ефективно оперативного маневрування запасами.

В умовах нестабільного попиту на ринку сировини та невизначеності річної потреби підприємства в запасах товарно-матеріальних цінностей фінансові менеджери зацікавлені у зменшенні запасів і відповідно зменшується загальний обсяг інвестицій.

Таким чином, основна задача раціонального управління оборотними активами підприємства полягає в скороченні періоду оборотності виробничих запасів: дебіторської заборгованості та збільшенні середнього строку сплати кредиторської заборгованості, що дозволяє знижувати поточні фінансові потреби в оборотних активах.

### **3.4. Стратегія фінансування поточних активів**

В теорії фінансового менеджменту прийнято виділяти різні стратегії фінансування поточних активів в залежності від відношення фінансового менеджера до вибору джерел покриття варійованої частини оборотних активів.

Відомі чотири моделі стратегій фінансування поточних активів: ідеальна, агресивна, консервативна, компромісна.

Ідеальна модель побудована виходячи з понять “поточні активи” та “поточні зобов’язання”. Термін “ідеальний” означає не в прямому значенні ідеал, а рівність поточних активів з короткостроковими зобов’язаннями. Сутність цієї стратегії полягає в тому, що довгострокові пасиви встановлюються на рівні необоротних активів, тобто ця модель має такий вигляд:

$$ДП = НА,$$

де

ДП – довгострокові пасиви

НА - необоротні активи

Довгострокові пасиви включають: власні кошти (статутний капітал, додатковий капітал, резервний капітал, нерозподілений прибуток) та запозичені (довгострокові кредити банку, інші довгострокові позички).

Необоротні активи включають: нематеріальні активи, незавершене будівництво, основні засоби, довгострокові фінансові інвестиції, довгострокова дебіторська заборгованість (заборгованість за майно), відстрочені податкові активи, інші необоротні активи.

В реальному житті ця модель практично не зустрічається через те, що вона найбільш ризикована, оскільки при несприятливих умовах (наприклад, коли треба розрахуватися зі всіма кредиторами одночасно) підприємство може опинитися перед необхідністю продажу частини основних засобів для покриття поточної кредиторської заборгованості. Сутність цієї стратегії полягає в тому, що довгострокові пасиви встановлюються на рівні необоротних активів.

Агресивна модель фінансування поточних активів полягає в тому, що довгострокові пасиви є джерелом покриття необоротних активів та постійної частини поточних активів, тобто їх мінімуму, який необхідний для здійснення господарської діяльності. В цьому разі варійована частина поточних активів в повному обсязі покривається короткостроковою кредиторською заборгованістю.

З позиції ліквідності ця стратегія також є ризикованою, оскільки в практичній діяльності обмежуватися лише мінімумом на поточних активів не можливо. Агресивна модель фінансування поточних активів має такий вигляд:

$$\text{ДП} + \text{ПА} + \text{ПЧ},$$

де

ДП – довгострокові пасиви;

ПА – необоротні активи;

ПЧ – постійна частина оборотних активів (норматив оборотних коштів).

Консервативна модель передбачає, що варійована частина поточних активів також покривається довгостроковими активами. Як правило, консервативна модель застосовується на початкових стадіях існування підприємства за умови достатньої величини капіталу власників підприємства і доступності довгострокових кредитів інвестиційного фінансування.

В цьому разі короткострокової кредиторської заборгованості немає, відсутній ризик втрати ліквідності, тобто модель має штучний вигляд. В господарській діяльності такого не буває, щоб була відсутня кредиторська заборгованість.

Ця модель має такий вигляд:

$$\text{ДП} = \text{ПА} + \text{ПЧ} + \text{ВЧ},$$

де

ВЧ – варійована частина поточних активів

Компромісна модель фінансування поточних активів найбільш реальна. Сутність її полягає в тому, що необоротні активи, постійна частина поточних активів і приблизно половина варійованої частини поточних активів покривається довгостроковими пасивами. При цьому чистий оборотний капітал визначається у вигляді різниці між довгостроковими та необоротними активами, тобто:

$$\text{ЧК} = \text{ДП} - \text{ПА},$$

де

ЧК – чистий оборотний капітал,

Чистий оборотний капітал також можна відобразити таким рівнянням:

$$\text{ЧК} = \text{ПЧ} + 0,5\text{ВЧ}$$

При компромісній моделі в окремі періоди господарської діяльності підприємство може мати надмірні поточні активи, що негативно впливає на розмір прибутку. Водночас це дає можливість підтримувати ліквідність балансу підприємства на відповідному рівні.

Компромісна модель фінансування поточних активів має такий вигляд:

$$\text{ДП} = \text{ПА} + \text{ПЧ} + 0,5\text{ВЧ}, \text{де}$$

ДП – довгострокові пасиви

ПА – необоротні активи

ПЧ – постійна частина активів

ВЧ – варійована частина поточних активів.

Таким чином, можна зробити висновок, що з точки зору оптимізації прибутковості і ризику найбільш оптимальною є стратегія комерційного фінансування. Дана стратегія оптимально поєднує рівень прибутковості і середній рівень ризику, забезпечує достатньо високий рівень фінансової стійкості та платоспроможності підприємства. Проте, виходячи з пріоритетності цілей фінансово-господарської діяльності підприємства на окремих стадіях його розвитку, оптимально може стати інша стратегія фінансування. Взагалі, при виборі стратегії фінансування необхідно знайти бажане співвідношення між рівнем рентабельності і використання власного капіталу і рівнем ризику зниження фінансової стійкості підприємства, яка оцінюється величиною його чистого оборотного капіталу.

### **3.5. Управління дебіторською заборгованістю**

Формування ринкових відносин в Україні характеризується значним управлінням платіжного обігу, що спричиняє збільшення дебіторської заборгованості. У зв'язку з цим важливою задачею фінансового менеджменту є ефективне управління дебіторською заборгованістю, спрямованою на оптимізацію її розміру та забезпечення своєчасної інкасації боргу.

Дебіторська заборгованість поділяється на такі види: дебіторська заборгованість за товари, строк плати яких не настав; дебіторська заборгованість за товари, строк сплати яких минув; дебіторська заборгованість по вексялях отриманих; дебіторська заборгованість по розрахункам з бюджетом; дебіторська заборгованість по розрахункам з персоналом та інші види дебіторської заборгованості.

Найбільш питому вагу займає дебіторська заборгованість за відвантажену продукцію (більше 80% загальної суми). Тому управління дебіторською заборгованістю на підприємстві пов'язано з оптимізацією дебіторської заборгованості по розрахункам за реалізовану продукцію.

Управління дебіторською заборгованістю включає такі етапи: на першому етапі здійснюється аналіз дебіторської заборгованості в минулому періоді. З цією метою розраховуються показники, які характеризують стан дебіторської заборгованості за минулий період. Такими показниками є: коефіцієнт відволікання оборотних активів, який розраховується за формулою:

$$K_{\text{во}} = \frac{Дз}{ЗА},$$

де

$K_{\text{во}}$  – коефіцієнт відволікання оборотних активів.

$Дз$  – дебіторська заборгованість по товарним операціям за минулий період.

$ЗА$  – загальна сума оборотних активів підприємства.

Коефіцієнт відволікання оборотних активів визначається в динаміці.

Розраховані коефіцієнти порівнюються і визначаються закономірністю зміни цих коефіцієнтів. Якщо із року в рік цей коефіцієнт скорочується то це є позитивним в роботі підприємства, якщо навпаки негативним.

Другий показник – це середній період інкасації дебіторської заборгованості який визначається за формулою:

$$C_{\text{п}} = \frac{\overline{Дз}}{Вд},$$

де

$C_{\text{п}}$  – середній період інкасації дебіторської заборгованості;

$\overline{Дз}$  – середній залишок дебіторської заборгованості в аналізованому періоді;

$Вд$  – одноденна виручка від реалізації продукції в аналізованому періоді.

Середній період інкасації дебіторської заборгованості розраховується за декілька періодів і порівнюється між собою. Якщо в динаміці цей показник скорочується, то це є позитивним, а якщо навпаки негативним в роботі підприємства.

Третій показник – це кількість оборотів дебіторської заборгованості за визначений період і визначається за формулою:

$$K_{\text{о}} = \frac{ЗР}{Дз},$$

де

$K_{\text{о}}$  – кількість оборотів дебіторської заборгованості в аналізованому періоді;

ЗР – загальна сума реалізації продукції за відповідний період;

Дз – середній залишок дебіторської заборгованості в аналізованому періоді.

Зазначений показник також розраховується в динаміці і порівнюється між собою. Збільшення цього показника є позитивним в роботі цього підприємства, зменшення – негативним.

Результати проведеного аналізу використовуються в наступному етапі. Наступний етап передбачає визначення оптимальної дебіторської заборгованості в майбутньому періоді. Визначається оптимальна сума дебіторської заборгованості за формулою:

$$O_{дз} = \frac{OP \times K_{c/y} \times (СП_0 + СПП)}{360},$$

де

Одз – оптимальна сума дебіторської заборгованості в майбутньому періоді;

ОР – плановий обсяг реалізації продукції з наданням комерційного кредиту;

Кс/ц – коефіцієнт співвідношення собівартості і ціни продукції;

СПо – середній період оборота дебіторської заборгованості по результатам аналізу минулого періоду;

СПП – середній період прострочки платежів по результатам аналізу минулого періоду.

В залежності від строку оборота дебіторської заборгованості може встановлюватися плата за комерційний кредит – за формулою:

$$ПС_к = \frac{ЗН \times 360}{СП_0},$$

де

ПСк – річна норма процентної ставки за комерційний кредит;

ЗН – знижка, що надається покупцям за дострокову сплату продукції;

СПо – середній період оборота дебіторської заборгованості по результатам аналізу минулого періоду.

Розвиток ринкових відносин та інфраструктури фінансового ринку дозволяє використовувати в практиці фінансового менеджменту ряд нових форм управління дебіторською заборгованістю, тобто її рефінансування або прискорений метод переводу дебіторської заборгованості в більш ліквідні оборотні активи, грошові кошти, короткострокові цінні папери. Основними формами рефінансування дебіторської заборгованості є: факторинг, облік векселів, які видані покупцям продукції, форфейтинг. Факторинг являє собою фінансову операцію, при якій підприємство-продавець передає право отримання грошей по платіжним документам за відвантаженою продукцією банку. За здійснення такої операції банк стягує з підприємства-продавця визначену комісійну плату, яка встановлюється у



відсотках до суми платежу. Ставки комісійної плати диференціюються з урахуванням рівня платоспроможності покупця і передбачених строків. Крім того, банк в термін до 3-х днів здійснює кредитування підприємство-покупця у формі попередньої сплати боргових зобов'язань щодо платіжних документів.

Факторінгова операція дозволяє підприємству-продавцю рефінансувати переважно частину дебіторської заборгованості щодо наданого покупцю кредиту в короткі строки, скоротивши тим самим період фінансового і операційного циклів. До недоліків факторінгової операції слід віднести лише додаткової витрати продавця, пов'язані з продажем продукції, а також втрати прямих зв'язків з покупцем в процесі здійснення ним платежів.

Облік векселів, які надаються покупцями продукції, являють собою фінансову операцію по продажу їх банку або другому фінансовому інституту, другому суб'єкту господарювання по визначеній (дисконтній) ціні, яка встановлюється в залежності від їх номіналу, строку погашень та облікової вексельної ставки. Облікова вексельна ставка включає: середню депозитну ставку, ставку комісійної винагороди, а також рівня премії за ризик в разі сумнівної платоспроможності векселедателя. Зазначена операція може бути здійснена тільки щодо переказаного векселя.

Форфейтинг являє собою фінансову оперативність по експертному товарному кредиту шляхом передачі (індосамента) переказного векселя на користь банку зі сплатою банку комісійної винагороди. Банк бере на себе зобов'язання щодо фінансування експертної операції шляхом сплати по обліковому векселю, який гарантується наданням авалю банку держави імпортера. В результаті форфейтування заборгованість покупця по товарному кредиту трансформується в заборгованість фінансову (на користь банку). По суті форфейтинг об'єднує елементи факторінга і обліку векселів. Форфейтинг використовується при здійсненні довгострокових експортних поставок і дозволяє експортеру негайно отримати грошові кошти шляхом обліку векселів. В одночас його недоліки є значна вартість цих операцій.

### **3.6. Управління грошовими коштами**

Управління грошовими коштами або залишком грошових коштів, що постійно знаходяться в розпорядженні підприємства є невід'ємною частиною управління оборотними активами.

Розмір залишка грошових коштів на поточному валютному рахунку в касі підприємства визначає рівень його абсолютної платоспроможності, тобто готовність підприємства негайно розрахуватися по невідкладним фінансовим зобов'язанням (строк виконання до 1 місяця); впливає на тривалість виробничого циклу, а отже і на розмір фінансових коштів,

інвестованих в оборотні активи. Управління грошовими коштами повинно здійснюватись на таких засадах:

- підтримка мінімального залишку грошових коштів для пезперебійного здійснення поточних розрахунків;
- створення резерву вільних грошових коштів на випадок можливого розширення обсягів виробництва;
- формування резерву грошових коштів для компенсації передбачених витрат і можливих втрат в процесі фінансово-господарської діяльності;
- своєчасна трансформація вільних грошових коштів у високоліквідні фінансові інструменти та їх зворотна конвертація для поповнення залишку грошових коштів.

Мінімальний розмір залишку грошових коштів визначається, виходячи з планового обсягу платіжного обороту та швидкості обороту грошових коштів, що складається на підприємстві з урахуванням особливостей його діяльності.

Управління грошовими коштами включає такі етапи. На першому етапі аналізується ступінь участі грошових коштів в оборотних активах підприємства в динаміці. Для цього розраховуються наступні показники

- 1) коефіцієнт участі грошових коштів в оборотних активах

$$K_y = \frac{C_3}{OA_3},$$

де

$K_y$  – коефіцієнт участі грошових коштів в оборотних активах;

$C_3$  – середній залишок грошових коштів в аналізованому періоді;

$OA_3$  – середня сума оборотних активів в аналізованому періоді.

Якщо коефіцієнт участі грошових коштів в оборотних активах в динаміці зменшується, то це позитивно характеризує роботу підприємства, а навпаки – негативно.

- 2) середній період обороту грошових коштів:

$$P_o = \frac{C_3}{B_d},$$

де

$P_o$  – середній залишок грошових коштів в аналізованому періоді;

$B_d$  – одноденна виручка від реалізації продукції в аналізованому періоді.

Якщо в аналізованому періоді зменшується період обороту грошових коштів в порівнянні з минулим періодом, що це свідчить про прискорення оборотності грошових коштів і є позитивним в роботі підприємства.

- 3) кількість оборотів грошових коштів.

$$K_o = \frac{OP}{C_3},$$

де

Ко – кількість оборотів грошових коштів в аналізованому періоді;

ОР – обсяг реалізації продукції за аналізований період.

Збільшення кількості оборотів грошових коштів в аналізованому періоді в порівнянні з минулим періодом свідчить про ефективне використання грошових коштів шляхом оптимізації платіжного обороту.

Результати проведеного аналізу використовуються для визначення оптимального залишку грошових коштів для здійснення поточної діяльності за формулою:

$$C_{зо} = \frac{СВ_{п}}{O_{г}}$$

С<sub>зо</sub> – сума оптимального залишку грошових коштів для здійснення поточної діяльності.

СВ<sub>п</sub> – сума грошового обороту в плановому періоді (сума витратних коштів).

О<sub>г</sub> – кількість оборотів грошових коштів в минулому періоді.

Виходячи з приведеної формули є два шляхи зменшення мінімального залишку грошових коштів:

По-перше, за рахунок оптимізації грошового обороту в плановому періоді, по-друге, шляхом прискорення оборотності грошових коштів.

Оптимізувати грошовий оборот підприємства можна шляхом корегування потоків платежів, запровадження режиму економії, зменшення потреби у фінансових ресурсах. До основних заходів щодо зменшення грошового обороту можна віднести: виключення зайвих платежів за сировину, матеріали за рахунок їх більш економного та раціонального використання; оптимізація бази оподаткування; придбання основних засобів на правах оренди та лізингу; купівля товарно-матеріальних цінностей на умовах відстрочки платежу; пролонгацію кредитів та перенесення строку окремих платежів за домовленістю з постачальниками та інші.

Прискорення оборотності грошових коштів може бути забезпечене за рахунок; зменшення тривалості операційного та фінансового циклів; своєчасної інкасації; зменшення обсягів готівкових розрахунків; скорочення питомої ваги тих форм розрахунків з постачальниками, які потребують тимчасового резервування грошових коштів на банківських рахунках, тобто застосування акредитивної форми розрахунків та розрахунків чеками.

Задача підвищення ефективності використання грошових коштів може бути досягнута шляхом інвестування у високоліквідні фінансові інструменти або зберігати тимчасово вільні грошові кошти у комерційному банку у формі депозитних рахунків. Підвищиться ефективність використання грошових коштів за рахунок мінімізації сукупних витрат по їх утриманню і зворотній конвертації короткострокових фінансових вкладень в готові засоби платежу.

Таким чином, при високій впевненості у майбутніх грошових потоках можна тримати менший залишок грошових коштів на поточних рахунках.

І навпаки, якщо існує значна невизначеність розміру майбутніх грошових потоків, доцільно тримати великий залишок грошових коштів, щоб бути впевненим у своєчасному виконанні поточних фінансових зобов'язань.

### **3.7. Управління необоротними активами**

Сформовані на початку господарської діяльності підприємства необоротні активи потребують постійного управління ними.

Основними задачами управління необоротними активами є:

- визначення можливих форм оновлення основних виробничих засобів на простій та розширеній основі;
- визначення потреби в нарощенні необоротних активів для розширення обсягів виробництва;
- визначення можливих способів розширення основних виробничих засобів (нове будівництво, розширення, конструкція, технічне переоснащення)
- забезпечення ефективного використання раніше сформованих та нововведених основних засобів та матеріальних активів;
- формування необхідних фінансових ресурсів для відтворення необоротних активів та оптимізація їх структури;

Оновлення основних засобів на простій основі здійснюється за рахунків поточного, середнього та капітального ремонтів, а також придбання нових видів необоротних активів в межах існуючої на підприємстві потужності виробництва.

Для визначення потреби у прирості необоротних активів у випадку їх розширеного відтворення аналізуються:

- необхідні додаткові площі та потужності для збільшення обсягів господарської діяльності;
- залишок необоротних активів на початок планового періоду;
- планове вибуття необоротних активів у зв'язку з їх фізичним та моральним зносом.

При цьому залучити в достатньому обсязі інформацію про ціну ресурсів та облікові оцінки виробничих засобів, так як в практиці фінансового менеджменту приріст необоротних активів завжди визначається лише у вартісних показниках. Управління необоротними активами здійснюється по таким етапам: спочатку проводиться аналіз складу; структури необоротних активів; сутність їх придатності; інтенсивності оновлення та ефективності використання. З цією метою визначаються наступні показники:

1. Коефіцієнт участі операційних необоротних активів в загальній сумі активів підприємства:

$K_v$  – коефіцієнт участі операційних необоротних активів в зазначеній сумі активів підприємства.

$$K_v = \frac{BA_c}{BA_c + OA_c},$$

де

$BA_c$  – середня вартість операційних необоротних активів.

$OA_c$  – середня вартість оборотних активів.

Визначений коефіцієнт розраховується в динаміці. Якщо при порівнянні зазначення цього коефіцієнта збільшується, то це позитивно характеризує роботу підприємства, якщо навпаки – негативно.

2. Коефіцієнт зносу:

$$K_z = \frac{Z_k}{BA_c},$$

де

$K_z$  – коефіцієнт зносу необоротних активів на кінець аналізованого періоду.

$Z_k$  – сума зносу.

$BA_c$  – середня вартість необоротних активів.

Даний коефіцієнт характеризує сутність фізичного зносу необоротних активів. Цей показник розраховується в динаміці. Збільшення коефіцієнту зносу звітного періоду у порівнянні з минулим періодом негативно характеризує роботу підприємства, а зменшення – навпаки позитивно.

3. Коефіцієнт придатності необоротних активів:

$$K_{II} = \frac{BA_c}{BA_{II}},$$

де

$K_{II}$  – коефіцієнт придатності необоротних активів.

$BA_z$  – залишкова вартість необоротних активів.

$BA_{II}$  – первісна вартість необоротних активів.

Зростання цього показника в динаміці позитивно характеризує роботу підприємства, а зменшення, навпаки – негативно.

4. Період обороту необоротних активів:

$$II_o = \frac{BA_c}{Z_c},$$

де

$II_o$  – період обороту необоротних активів;

$BA_c$  – середня вартість необоротних активів;

$Z_c$  – середня сума зносу необоротних активів.

Зазначений показник розраховується в динаміці. Збільшення цього показника в звітному періоді у порівнянні з минулим періодом позитивно характеризує роботу підприємства, зменшення, навпаки – негативно.

5. Коефіцієнт рентабельності:

$$K_p = \frac{\Pi_r}{BA_c},$$

де

$K_p$  – коефіцієнт рентабельності необоротних активів;

$\Pi_r$  – чистий прибуток підприємства.

$BA_c$  – середня вартість необоротних активів.

На основі проведеного аналізу визначається оптимальна сума необоротних активів в плановому періоді за формулою:

$$BA_o = (BA_x - BA_n) \cdot (1 + \Delta KBA) \cdot (1 + \Delta KOP), \text{ де}$$

$BA_o$  – оптимальна сума необоротних активів;

$BA_n$  – вартість необоротних активів, які використовуються на кінець звітного періоду;

$BA_x$  – вартість необоротних активів, які не використовуються у виробничому процесі на кінець звітного періоду;

$\Delta KBA$  – приріст коефіцієнту використання необоротних активів у звітному періоді;

$\Delta KOP$  – коефіцієнт приросту обсягу реалізації продукції у плановому періоді.

Таким чином, фінансовий менеджер повинен забезпечувати ефективне використання грошових коштів, пов'язаних з придбанням, реконструкцією, розширенням та технічним переоснащенням необоротних активів.

## ТЕМА 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВ

4.1. Капітал підприємства і його сутність

4.2. Види капіталу підприємства

4.3. Поняття структури капіталу

4.4. Управління прибутком

### 4.1. Капітал підприємства та його сутність

Капітал є однією з фундаментальних економічних категорій, сутність якої наукова думка досліджує протягом багатьох століть. Серед основних характеристик, які формують економічну сутність капіталу, слід виділити такі:

- об'єкт економічного управління;
- об'єкт власності та розпорядження;
- об'єкт купівлі-продажу;
- джерело доходу;
- фактор виробництва;
- накопичена цінність;
- носій фактора ліквідності та ризику;
- інвестиційний ресурс.

Виступаючи носієм економічних характеристик, капітал в першу чергу є об'єктом економічного управління як на мікро-, так і на макрорівні.

Як об'єкт власності та розпорядження капітал може виступати носієм усіх форм власності – індивідуальної, колективної та загальнодержавної. При цьому визначаються певні пропорції його використання, що відбивається у співвідношенні власного і позичкового капіталу.

Капітал як об'єкт купівлі-продажу формує особливий вид ринку – ринок капіталу, що характеризується попитом, пропозицією та ціною. Попит на капітал породжує прагнення до накопичення капіталу як інвестиційного ресурсу та фактора виробництва.

Потенційна здатність приносити доход є однією з основних характеристик капіталу. Прибуток на капітал виступає у формі відсоткового доходу, що отримують власники. Економічним підґрунтям відсоткового доходу є ефект використання капіталу як інвестиційного ресурсу або фактора виробництва. Розмір доходу на капітал, що отримує його власник, складає основу формування витрат на його залучення і використання в економічному процесі, і позначається терміном “вартість капіталу”.

Як фактор виробництва капітал характеризується певною продуктивністю. Вона визначається як визначення результату виробничої діяльності до суми виробничого капіталу.

Капітал, як накопичена цінність розглядається у формі запасів, сформованих в усіх секторах економіки. На підприємствах капітал як накопичена цінність характеризується запасом основних засобів, нематеріальних активів, ринкових цінних паперів, товарно-матеріальних оборотних активів тощо.

Рівень ліквідності капіталу визначається періодом часу, протягом якого інвестований капітал у певних його формах і видах може бути конвертованим у грошову форму без втрати його реальної ринкової вартості. Чим нижчим є мотивний період конверсії раніше інвестованого капіталу в грошову форму, тим більш високим рівнем ліквідності характеризується та чи інша форма його використання в економічному процесі. Поняття ризику тісно пов'язано з поняттям доходності капіталу в процесі його використання. Об'єктивний зв'язок між рівнем доходності і ризику використання капіталу носить прямопропорційний характер.

Наведені характеристики капіталу свідчать про багатоаспектність капіталу як економічної категорії.

Капітал підприємства формується в процесі як створення підприємства так і його функціонування, тобто (в процесі здійснення фінансово-господарської діяльності).

Для різних форм підприємств існують і різні визначення складових капіталу, наприклад:

Статутного, який слід розглядати як початковий капітал. На підприємствах різних організаційних форм це кошти, які надані їх власникам для забезпечення статутної діяльності.

Для акціонерних товариств статутний капітал – це номінальна вартість емітованих акцій.

Для товариств з обмеженою відповідальністю – це сума часток всіх власників.

Для державних підприємств – це вартість всього майна, яке закріплено за економічними суб'єктами на правах повного господарського розрахунку.

Для кооперативів – це вартість майна, яке надано учасникам для здійснення господарської діяльності.

Поняття “капітал” асоціюється з поняттям “власність”. Як зазначалося, при створенні підприємства його стартовим капіталом виступає вартість майна підприємства. На цьому етапі, коли підприємство ще не має зовнішньої заборгованості, капітал підприємства визначається за такою формулою:

Власний капітал (ВК) (початковий капітал) = вартість активів за балансом, тобто:

$$\text{ВК} = \text{Активи}$$

Здійснюючи господарську діяльність, підприємство завжди використовує залучені кошти, тобто створює борги. Тоді власний капітал



визначається як різниця між вартістю його майна і борговими зобов'язаннями. Формула, за якою обчислюється власний капітал набуває такого вигляду:

$$\text{ВК} = \text{Активи} - \text{Боргові зобов'язання}$$

Тобто власний капітал – це частина активів підприємства, що залишається після вирахування його зобов'язань. Головна мета функціонування капіталу – це його рух. Протягом поточної діяльності підприємства форма його капіталу постійно змінюється. Ці зміни стосуються збільшення (зменшення) як абсолютного розміру капіталу, так і окремих його складових. Постійно здійснюється перетворення одних ресурсів на капітал, інших – на товар або інші види цінностей.

Капітал – це специфічна категорія, яка несе різне навантаження залежно від:

- етапів життєвого циклу підприємства (статутний і додатковий капітал);
- джерела формування (власний і залучений);
- характеру обороту та ліквідності (основний і оборотний);
- методів визначення (гранична вартість капіталу).

Основа капіталу підприємства складає власний капітал.

Його сума показує лише облікову, а не ринкову вартість прав власників підприємства, оскільки залежить від застосованих методів оцінки активів та зобов'язань підприємства.

Власний капітал є:

- основним початковим та безстроковим джерелом фінансування господарської діяльності підприємства,
- джерелом погашення збитків підприємства,
- показником, що використовуються для оцінки фінансового стану підприємства, оскільки він демонструє, з одного боку, ступінь фінансової самостійності підприємства (його незалежності від зовнішніх джерел фінансування), а з іншого - ступінь кредитоспроможності підприємства (забезпеченості вимог кредиторів фактично наявним у підприємства капіталом засновників).

Збереження власного капіталу є одним з основних показників якості фінансового управління підприємством.

Згідно з фінансовою концепцією збереження капіталу, прибуток вважається заробленим підприємством (а відповідно зберігається та нарощується його капітал) тільки за умови, що сума його чистих активів (тобто активів підприємства за вирахуванням його зобов'язань) на кінець розрахункового періоду перевищує суму чистих активів на початок цього періоду без урахування будь-яких виплат власникам або внесків власників протягом цього періоду.

Формула, застосована при визначенні вартості власного капіталу, не дає інформації про структуру самого власного капіталу, оскільки визначає

непрямий метод його обчислення на підставі показників активів і зобов'язань підприємства, які не є складовими власного капіталу.

Залежно від джерела формування власний капітал можна поділити на вкладений і накопичений капітал.

1. **Вкладений капітал** — це капітал, внесений власниками підприємства (статутний капітал, пайовий капітал, додатково оплачений капітал). Сума вкладеного капіталу може збільшуватися також унаслідок конвертування боргових зобов'язань підприємства в акції або частки (паї).

2. **Накопичений капітал** - це капітал, отриманий у процесі діяльності підприємства. Він включає:

*Капітал від переоцінки* - додатковий капітал, сформований у нас до оцінки активів, яка здійснюється у випадках, передбачених чинним законодавством, та відповідно до положень бухгалтерського обліку.

*Дарчий капітал* — додатковий капітал, отриманий підприємством від інших осіб у вигляді безоплатно одержаних активів (додатково отриманий капітал).

*Нерозподілений прибуток* - частина чистого прибутку, що не була розподілена між власниками.

За ступенем фіксації власний капітал можна поділити на:

1. *Зареєстрований капітал* — умовно постійний капітал, сума якого визначається в установчих документах (статутний капітал, пайовий капітал).

2. *Незареєстрований капітал* - умовно змінний капітал, який включає додатковий капітал та нерозподілений прибуток.

За окремими видами підприємств існують законодавчо закріплені мінімальні розміри зареєстрованого капіталу.

За критерієм персоніфікації зареєстрований капітал є персоніфікованим капіталом (тобто капіталом з визначеними частками та їх власниками), а незареєстрований капітал є неперсоніфікованим (тобто визначеним лише в загальній вартості окремих його елементів та належним усім співвласникам підприємства).

**Власний капітал** відповідно до П(С)БО 2 "Баланс" включає такі елементи:

- Статутний капітал.
- Пайовий капітал.
- Додатковий вкладений капітал.
- Інший додатковий капітал.
- Резервний капітал.
- Нерозподілений прибуток (непокритий збиток).

Крім основних складових елементів ВК П(С)БО 2 визначає також коригуючі показники, які відображають рух ВК у процесі його формування та управління.

До коригуючих показників власного капіталу відносяться:

- Неоплачений капітал
- Вилучений капітал

*Пайовий капітал* — це сукупність коштів фізичних та юридичних осіб, добровільно вкладених у здійснення спільної фінансово-господарської діяльності.

*Додатковий вкладений капітал* відображає суму, на яку вартість реалізації випущених акцій перевищує їх номінальну вартість.

Для АТ різниця між вартістю реалізації випущених ними акцій та їх номінальною вартістю має назву "Емісійний дохід".

*Інший додатковий капітал* відображає суму до оцінки необоротних активів, вартість активів, безкоштовно отриманих підприємством від інших юридичних або фізичних осіб, та інші види додаткового капіталу.

*Резервний капітал* відображає суму резервів, створених за рахунок чистого прибутку підприємства відповідно до чинного законодавства або установчих документів.

*Неоплачений капітал* відображає суму заборгованості власників (учасників) за внесками до статутного капіталу підприємства.

*Вилучений капітал* відображає фактичну собівартість акцій власної емісії або часток, викуплених товариством у його учасників., має від'ємне значення та вираховується при визначенні величини власного капіталу підприємства.

Загальне визначення елементів власного капіталу набувають специфічних особливостей залежно від організаційної форми відповідного підприємства. Ці особливості зумовлені насамперед нормами законодавства, якими встановлено організаційні форми підприємств, та вимогами щодо порядку формування та руху власного капіталу цих підприємств.

Відповідно до статті 1 Закону України від 19.09.91 р. № 1576-ХІІ "Про господарські товариства" (зі змінами і доповненнями) господарські товариства можуть існувати в таких організаційно-правових формах: акціонерне товариство, товариство з обмеженою відповідальністю, товариство з додатковою відповідальністю, повне товариство, командитне товариство.

#### **Функції власного капіталу:**

1. Заснування та введення в дію
2. Відповідальність та гарантії
3. Забезпечення життєдіяльності підприємства
4. Забезпечення кредитоспроможності
5. Фінансування та забезпечення ліквідності
6. Забезпечення незалежності
7. База для нарахування дивідендів
8. Управління та контроль, реклама

За видами установчих документів, на підставі яких створюються господарські товариства, вони поділяються на:

- господарські товариства, які створюються і діють на підставі установчого договору і статуту. До цієї групи відносяться акціонерне товариство, товариство з обмеженою відповідальністю і товариство з додатковою відповідальністю;
- господарські товариства, які створюються і діють на підставі лише установчого договору. До цієї групи відносяться повне і командитне товариство.

#### **4.2. Види капіталу підприємства**

Фінансову основу підприємства складає власний капітал, проте ефективна фінансова діяльність підприємства неможлива без постійного залучення позикових коштів. Вони дозволяють суттєво розширити обсяг господарської діяльності підприємства, забезпечити більш ефективне використання власного капіталу, прискорити формування різних цільових фінансових фондів та підвищити ринкову вартість підприємства. Таким чином застосування комбінованих джерел фінансування підвищує результативність діяльності підприємства.

В економічній теорії та господарській практиці під “капіталом підприємства” розуміють різноманітні його види, що характеризуються декількома десятками термінів. З метою забезпечення ефективного управління капіталом доцільно систематизувати його види за відповідними ознаками:

- належність підприємству;
- джерело мобілізації фінансових ресурсів;
- національна належність власників капіталу;
- форма власності;
- організаційно-правова форма;
- строковість залучення капіталу;
- форми перебування в процесі кругообігу
- об'єкт інвестування;
- рівень ризику;
- правові норми використання;
- характер використання у виробничому процесі.

За належністю підприємству розрізняють власний і залучений капітал. Власний капітал визначається як підсумок першого розділу пасиву балансу. Позичковий капітал підприємства – це кошти, які залучаються для фінансування господарської діяльності підприємства на принципах строковості, поверненості та платності.

До складу залученого капіталу входять:

- короткострокові і довгострокові заборгов'язання
- кредиторська заборгованість.

Різновидом залученого капіталу виступають облігаційні позики (кошти, які одержані внаслідок проведення емісії облігацій). Вони можуть переходити з групи залученого до групи власного капіталу шляхом конвертації облігацій в акції. Таким змінюється співвідношення між власними і залученими коштами.

Співвідношення між власними і залученими коштами – один з важливих фінансових показників діяльності підприємств. Його вагомість в тому, що підприємство може досягти значних результатів при використанні різних складових капіталу. Застосування комбінованих джерел формування загального капіталу значно підвищує результативність діяльності підприємства.

Показник чистого капіталу є одним з найбільш поширених при аналізі діяльності підприємства. Він визначається як різниця між оборотними активами та короткостроковою заборгованістю. Використання різних джерел при формуванні капіталу підприємства пов'язано з певними витратами (виплати дивідендів акціонерам, процентів банкам тощо).

Загальна сума коштів, яку підприємство повинно сплатити за використання відповідного обсягу фінансових ресурсів, розрахована у процентах до цього обсягу, і має назву “ціна капіталу”.

### **4.3. Поняття структури капіталу**

Серед теоретичних основ управління формуванням капіталу однією з базових є теорія його структури. Це пов'язано з тим, що теоретична концепція структури капіталу формує підґрунтя для вибору низки стратегічних напрямків фінансового розвитку підприємства, що забезпечують зростання його ринкової вартості. Отже, ця теорія має достатньо широку сферу практичного застосування.

Поняття “структура капіталу” носить дискусійний характер і тому потребує чіткого визначення.

Всі зарубіжні та вітчизняні економісти характеризують це поняття як відношення власного та позичкового капіталу підприємства. Разом з тим, деякі економісти при розгляді як власного, так і позичкового капіталу підприємства, вкладають в нього різний зміст (Рис. 4.1).

Початково поняття “структура капіталу” розглядали як співвідношення статутного (акціонерного) та довгострокового позичкового капіталу, що використовує підприємство. Враховуючи це, практично всі класичні теорії структури капіталу ґрунтуються на визначенні співвідношення в його складі питомої ваги акцій (які представляють власний капітал) та облігацій (які представляють позичковий капітал).

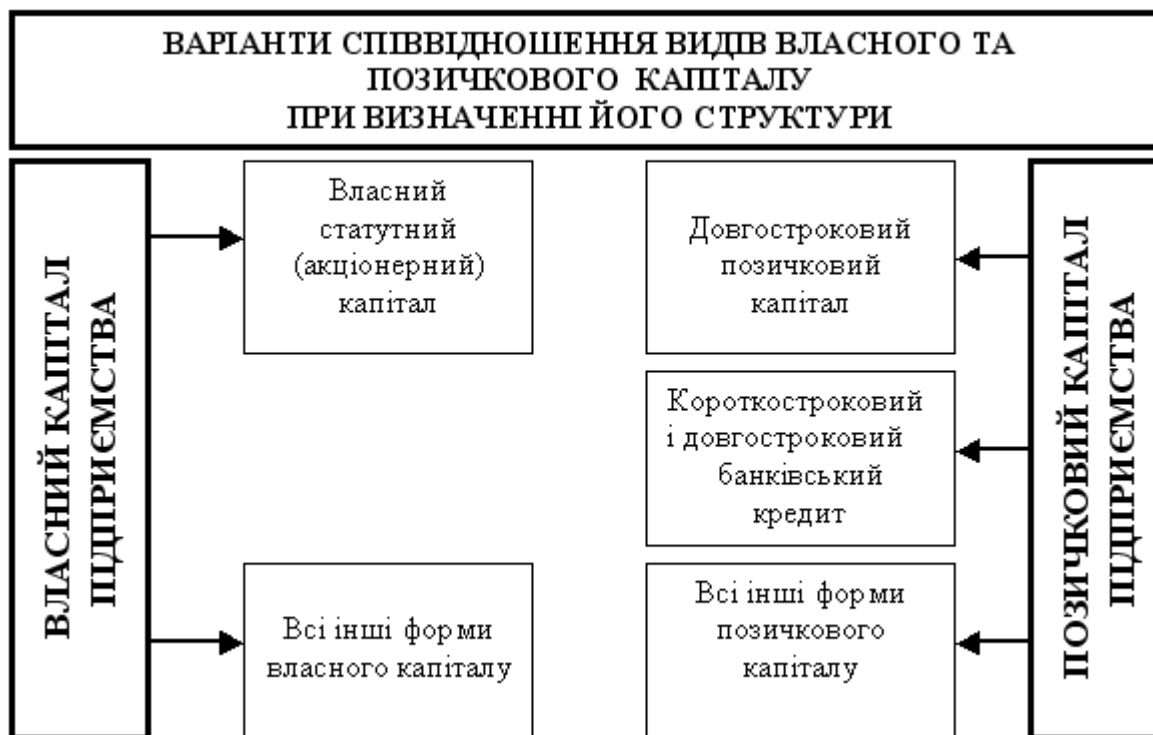


Рис. 4.1. Основні варіанти віднесення різних видів капіталу при визнанні його структури.

Такий підхід до визначення структури капіталу, заснований на виокремленні тільки довгострокових (перманентних) його видів, прийнятний більшістю сучасних економістів. За умови поширення практичного використання концепції структури капіталу ряд економістів запропонували поширити склад позичкового капіталу, додавши до нього різні види короткострокового банківського кредиту. Необхідність такого підходу до поняття “структура капіталу” вони пов’язують з підвищенням ролі банківського кредиту в фінансуванні господарської діяльності підприємств та поширеною практикою реструктуризації короткострокових його видів у довгострокові.

На сучасному етапі значна кількість економістів дотримуються думки, що в понятті “структура капіталу” необхідно розглядати всі види як власного, так і позичкового капіталу підприємства.

При цьому в складі власного капіталу слід розглядати не лише первинно інвестований обсяг (акціонерний, пайовий капітал, який бере участь у формуванні статутного фонду підприємства), а й частку у вигляді певних резервів та фондів, що створена в діяльності підприємства, та нерозподілений прибуток. Виходячи з цього, позичковий капітал необхідно розглядати за формами використання з урахуванням фінансового лізингу, товарного кредиту, кредиторської заборгованості та ін. Таке трактування поняття “структура капіталу” дозволяє суттєво поширити сферу практичного застосування даної теоретичної концепції в фінансовій діяльності підприємства, оскільки:

- ефективністю дозволяє дослідити особливості і розробити відповідні рекомендації для підприємств з обмеженими можливостями фінансування на ринку довгострокового капіталу;

- надає можливості пов'язати структуру капіталу з використанням активів, які фінансуються за рахунок різних його складових.

З урахуванням розглянутих положень поняття “структура капіталу” має таке визначення: “структура капіталу- це співвідношення всіх форм власних і запозичених грошових коштів, що використовуються підприємством з метою фінансування активів.”

Структура капіталу відіграє провідну роль у формуванні ринкової вартості підприємства. Цей зв'язок опосередковується показником середньозваженої вартості капіталу. Тому концепцію структури капіталу доцільно досліджувати разом з концепцією вартості капіталу та концепцією ринкової вартості підприємства (рис. 4.2).

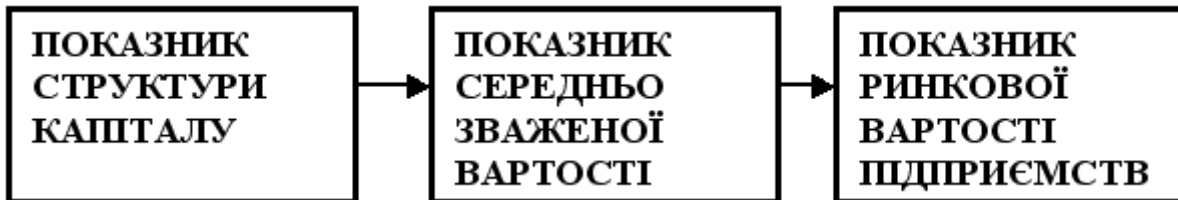


Рис. 4.2. Система взаємозв'язку показників структури капіталу, середньозваженої вартості капіталу і ринкової вартості підприємства

Економічний механізм зв'язку зазначених концепцій дозволяє використовувати в процесі управління підприємством взаємозв'язану систему критеріїв і методів. Використання зазначеної системи дозволяє оптимізувати структуру капіталу з одночасною мінімізацією середньозваженої його вартості і максимізації ринкової вартості підприємства.

В теорії структури капіталу виокремлюють такі теоретичні концепції:

- традиційна концепція;
- концепція індивідуальності;
- компромісна концепція;
- концепція протиріччя інтересів.

В їх основу покладено різні підходи до можливості оптимізації структури капіталу підприємства та виокремлення пріоритетних факторів, що визначають механізм оптимізації. Традиційна концепція структури капіталу ґрунтується на положенні про можливість оптимізації структури капіталу шляхом урахування різної вартості окремих його складових. Теоретичною базою цієї концепції є твердження, що вартість власного капіталу підприємства завжди вище, ніж вартість позичкового капіталу.

Більш низька вартість позичкового капіталу відносно власного авторів цієї теорії пояснюють різним рівнем ризику, властивого цим капіталом. Рівень доходності позичкового капіталу в усіх його формах носить детермінований характер у зв'язку з тим, що ставка процента по ньому є

фіксованою та визначеною заздалегідь. Рівень доходності власного капіталу невизначений і залежить від фінансових результатів діяльності підприємства. Використання позичкового капіталу носить, як правило, фінансово забезпечений характер (в якості забезпечення виступають гарантії або застава майна). У випадку банкрутства підприємства законодавством більшості країн передбачено першочергове право задоволення претензій кредиторів.

Виходячи із більш низького рівня вартості позичкового капіталу в співставленні з власним, дана концепція механізму оптимізації структури капіталу передбачає: за оахунок підвищення питомої ваги позичкового капіталу знижується показник середньозваженої вартості капіталу підприємства і відповідно - підвищується ринкова вартість підприємства (рис. 4.3) .



Рис. 4.3. Формування структури і середньозваженої вартості капіталу відповідно з традиційною концепцією.

Практичне використання цієї концепції передбачає максимізацію застосування позичкового капіталу в господарській діяльності підприємства (це може призвести до втрати фінансової стійкості та банкрутства). Тому така однофакторна модель формування структури капіталу зазнала критики. В основу концепції індиферентності покладено положення про неможливість оптимізації ні за критерієм мінімізації середньозваженої його вартості, ні за критерієм максимізації ринкової вартості підприємства, оскільки вона не впливає на ці показники. Ця концепція була вперше висунута американськими вченими, які розглядали механізм формування структури капіталу та ринкової вартості підприємства у зв'язку з функціонуванням ринку капіталу. В процесі розробки даної концепції функціонування ринку капіталу має певні обмеження:

- Ринок є досконалим;
- На ринку діє єдина для всіх безризикова ставка відсотка;



- Усі підприємства можливо класифікувати за рівнем ризику діяльності на підставі показників розміру очікуваного доходу та ступеня вірогідності його отримання;

- Вартість залученого капіталу не пов'язана з діючою системою оподаткування прибутку;

- До розрахунку вартості окремих елементів капіталу не включено витрати, пов'язані з його купівлею-продажем.

Автори теорії шляхом математичних розрахунків довели, що ринкова вартість підприємства залежить від сумарної вартості його активів. З урахуванням положень і базових умов дана концепція передбачає, що ринкова вартість підприємства, а відповідно й середньозважена вартість його капіталу не залежить від структури капіталу (рис.4.4).

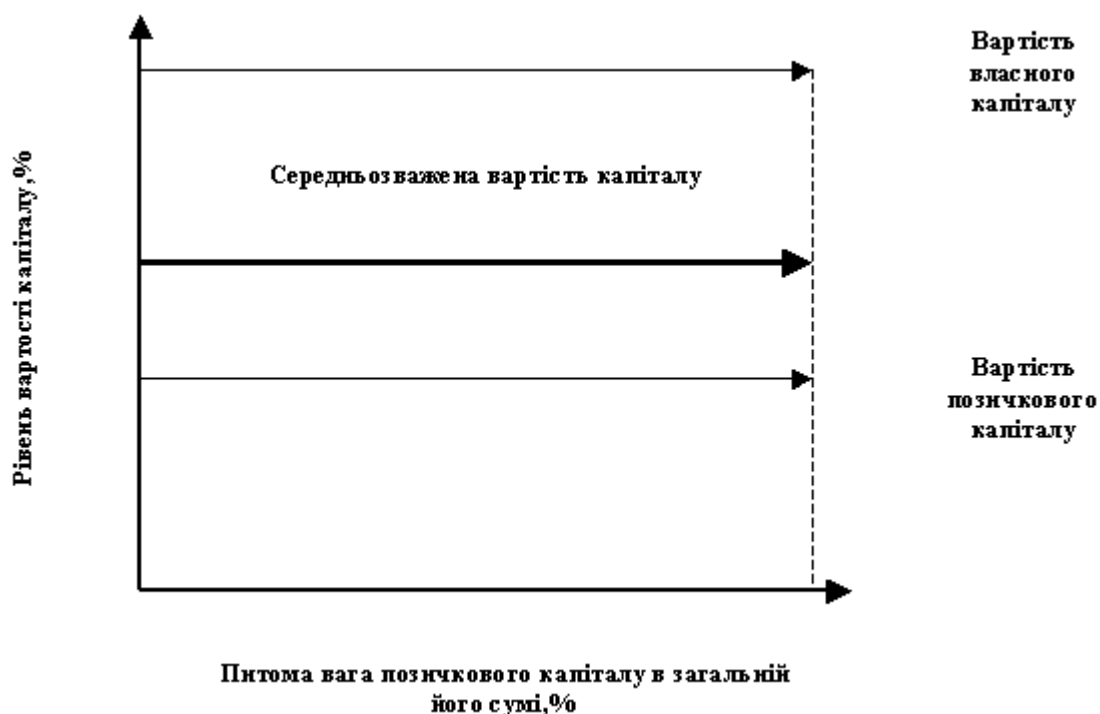


Рис. 4.4. Формування середньозваженої вартості капіталу відповідно до концепції її незалежності від структури капіталу (концепція Ф.Моділіані та М.Міллера).

У подальших своїх дослідженнях, усунувши низку обмежень, автори даної концепції змушені були визнати, що механізм формування ринкової вартості підприємства знаходиться в певному зв'язку зі структурою його капіталу.

В основу компромісної концепції структури капіталу покладено положення про те, що вона формується під впливом певних умов, які визначають відношення рівня доходності ризику капіталу, що використовується підприємством. У процесі оптимізації структури ці показники необхідно враховувати шляхом знаходження компромісу щодо їх впливу. Ця концепція включає в механізм формування структури капіталу

ряд реальних умов функціонування економіки і ринку, які не були враховані в попередніх концепціях. Зміст цих умов зводиться до наступного:

- реально функціонуюча економіка не може не враховувати фактор оподаткування прибутку, що істотним чином впливає на формування вартості окремих елементів капіталу, а відповідно і на його структуру. Так, в практиці більшості країн витрати на обслуговування боргу (позичкового капіталу) підлягають повному або частковому вирахуванню з бази оподаткування прибутку. В зв'язку з цим вартість позичкового капіталу завжди є більш низькою за інших рівних умов, ніж вартість власного капіталу. Відповідно ріст використання позичкового капіталу до певних меж (які не генерують ризик зростання загрози банкрутства підприємства) спричиняє зниження рівня середньозваженої вартості капіталу;

- в процесі оцінки вартості окремих елементів капіталу необхідно враховувати ризик банкрутства, пов'язаний з недосконалою структурою капіталу. З підвищенням питомої ваги позичкового капіталу в усіх його формах вірогідність банкрутства підприємства посилюється. Вибір кредиторів у цьому випадку передбачає: або зниження обсягів кредитів, наданих підприємству на тих же умовах (зниження долі позичкового капіталу зумовить у цьому випадку зростання середньозваженої вартості капіталу і зниження ринкової вартості підприємства), або вимагає від підприємства більш високого рівня доходу на капітал, що надається в кредит. Це призведе до зростання середньозваженої його вартості і зниження ринкової вартості підприємства).

За цих умов існують певні обмеження щодо залучення капіталу з підвищенням його вартості, оскільки поглинається ефект податкової переваги його використання. В цьому випадку вартість позичкового капіталу та його середньозважена зрівняється з вартістю власного капіталу, отриманого з внутрішніх та зовнішніх джерел. Вартість окремих елементів капіталу, що надходять із зовнішніх джерел, включає як витрати по обслуговуванню, так і витрати по залученню, які обов'язково повинні враховуватись в процесі оцінки окремих елементів капіталу, середньозваженої вартості та при формуванні структури капіталу.

З урахування зазначеного, зміст компромісної концепції капіталу зводиться до того, що за умов реально функціонуючого ринку капіталу цей показник складається під впливом багатьох факторів, які мають протилежну спрямованість впливу на ринкову вартість підприємства. Зазначені фактори за своїм сумарним впливом формують певне співвідношення рівня доходності та ризику використання капіталу підприємства за умов різної структури. Рівень доходності капіталу визначає показник середньозваженої його вартості, а рівень ризику формує показник питомої ваги залученого капіталу в загальній сумі і генерує загрозу банкрутства підприємства (рис. 4.5)

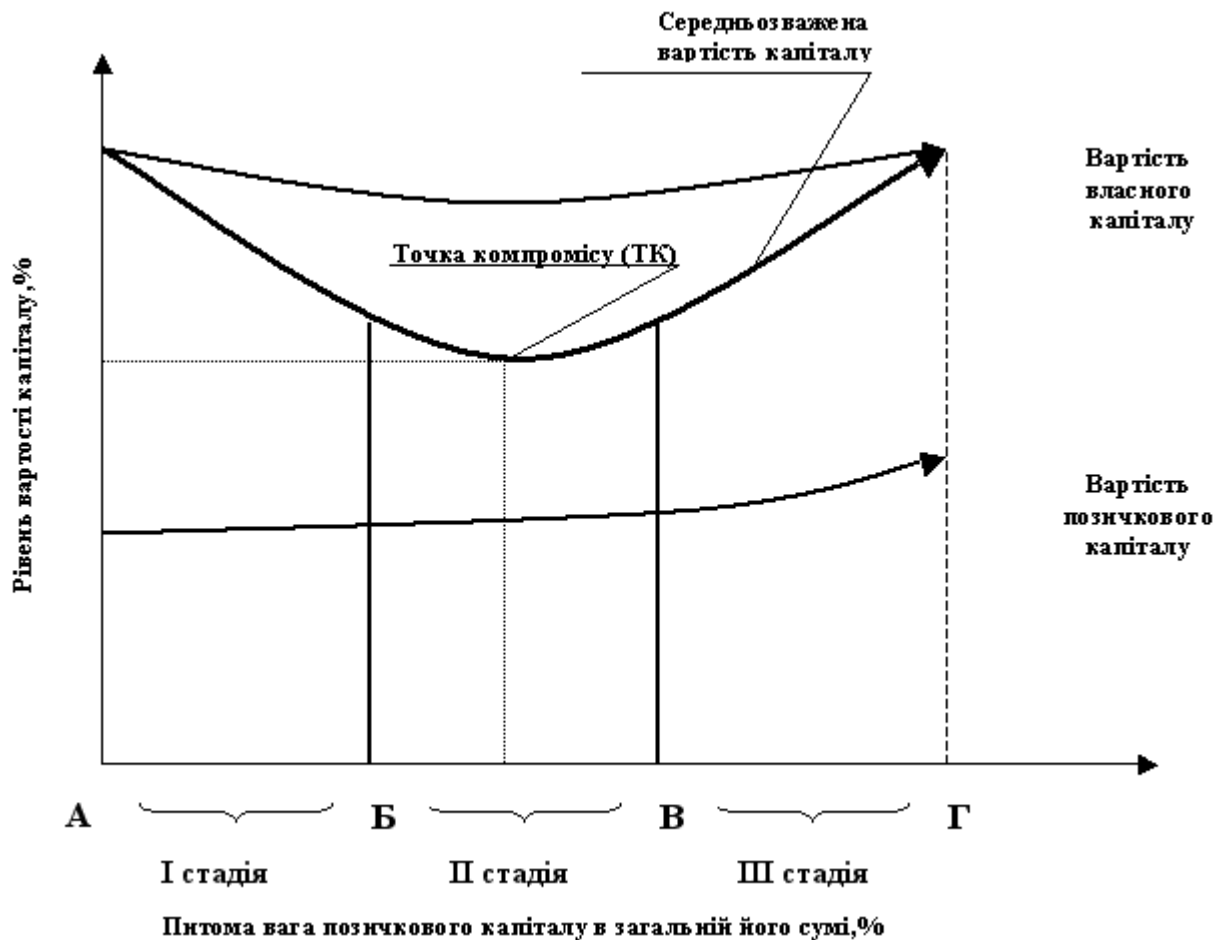


Рис. 4.5. Формування оптимальної структури капіталу та його середньозваженої вартості відповідно до компромісної концепції.

Точка компромісу, запропонована на рис.5, визначає оптимальну структуру капіталу підприємства за умов мінімального значення показника середньозваженої вартості капіталу. Разом з тим, рівень доходності та ризику в процесі формування структури капіталу кожне підприємство обирає самостійно.

Основу концепції протиріччя інтересів складає положення про різні інтереси та рівні інформованості власників, інвесторів, кредиторів та менеджерів в процесі управління капіталом. Автори даної концепції, не змінюючи принципової сутності компромісної концепції, суттєво розширили її практичне використання.

В основу концепції протиріччя інтересів формування капіталу підприємства покладено: теорію асиметричної інформації, сигнальну теорію, теорію моніторингових витрат та інші.

Теорія асиметричної інформації базується на припущенні недосконалості ринку капіталу. Реальний ринок надає неадекватну інформацію учасникам відносно перспектив розвитку підприємства. Асиметричність проявляється в тому, що менеджери підприємства володіють найбільш достовірною інформацією ніж інвестори та кредитори.

В основу сигнальної теорії покладено теорію асиметричної інформації. Вона базується на припущенні про те, що ринок капіталу посилає інвесторам та кредиторам відповідні сигнали відносно перспектив розвитку підприємства на підставі поведінки менеджерів.

Теорія моніторингових витрат (“теорія витрат на здійснення контролю”) базується на різних інтересах та рівні інформованості власників та кредиторів підприємства. Кредитори вимагають здійснення власного контролю за ефективністю використання наданого капіталу, з метою забезпечення його повернення. Витрати при цьому включаються в процентну ставку, яку сплачує підприємство. Враховуючи витрати, з підвищенням питомої ваги залученого капіталу, спостерігається зростання середньозваженої вартості капіталу, і відповідно - зниження ринкової вартості підприємства.

З урахуванням зазначених теорій основними критеріями оптимізації структури капіталу виступають:

- оптимальний рівень доходності та ризику;
- мінімізація середньозваженої вартості капіталу підприємства;
- максимізація ринкової вартості підприємства.

Пріоритетність критеріїв оптимізації структури капіталу підприємство визначає самостійно, що передбачає врахування цільової структури капіталу.

#### **4.4. Управління прибутком.**

##### **Інформаційно-методологічне забезпечення управління прибутком**

Функціонально-організаційна модель управління фінансами суб'єкта господарювання - фінансовий менеджмент - спрямована на забезпечення стабільності його фінансово-господарської діяльності та Підтримання конкурентоспроможності у короткостроковій та довгостроковій перспективах, це можливо досягти, перш за все, за рахунок забезпечення прийнят-ного та стабільного рівня самофінансування потреби підприємства у капіталі для фінансування операційної та інвестиційної діяльності. Тому, зважаючи на той факт, що основним джерелом самофінансування підприємств є прибуток, важливим напрямком фінансового менеджменту залишається управління прибутком. У свою чергу, ефективність та результативність моделі управління прибуток суб'єкта господарювання в ринковому середовищі безпосередньо залежить від рівня адекватності інформаційне методологічного забезпечення такої моделі, під яким необхідно розуміти сукупність інформаційних каналів отримання, первинного зведення, увільнення та обробки фінансової інформації з метою покриття потреб планування та контролінгу процесу формування, розподілу

та споживання прибутку суб'єкта господарювання як інтегрального показника ефективності його підприємницької діяльності.

### **Сутність та завдання управління прибутком підприємств.**

Під моделлю управління прибутком суб'єкта господарювання необхідно розуміти сукупність фінансово-правових та організаційно-технічних механізмів та прийомів прогнозування, планування та контролю витрат та доходів підприємства з метою забезпечення підтримання прийняттого рівня рентабельності діяльності суб'єкта господарювання у довгостроковій перспективі, а також досягнення інших цілей, визначених корпоративною стратегією.



Рис. 4.6. Функціонально-організаційна структура базової моделі управління прибутком суб'єкта господарювання.

Визначаючи поняття управління прибутком, необхідно чітко усвідомлювати, що прибуток не є безпосереднім об'єктом управління, оскільки його абсолютна величина являється результуючим показником і безпосередньо залежить від зміни абсолютних величини інших фінансових показників господарської діяльності суб'єкта господарювання - доходів та витрат суб'єкта

Хоча перед кожним із визначених блоків стоять власні завдання, їх реалізація спрямована на досягнення загальних спільних цілей, що стоять перед моделлю управління прибутком суб'єкта господарювання. так, вихо-

дячи із функціонально-організаційних особливостей та базових характеристик моделі управління прибутком як складового блоку фінансового менеджменту, можна виділити сукупність відособлених, цілісних та логічно взаємоузгоджених цілей, зокрема:

- 1) максимізація добробуту власників;
- 2) максимізація ринкової вартості підприємства;
- 3) підтримання конкурентоспроможності у довгостроковому періоді;
- 4) забезпечення ліквідності підприємства та його платоспроможності;
- 5) підтримання прийняттого рівня самофінансування суб'єкта господарювання;
- б) підтримання інвестиційної привабливості підприємства та інші цілі.

Відповідно до визначених цілей, досягнення яких ставлять перед моделлю управління прибутком суб'єкта господарювання, формулюються завдання управління прибутком як форми поточної конкретизації цілей такого управління, подальша конкретизація завдань управління прибутком здійснюється на рівні функціонально-організаційних блоків моделі управління прибутком суб'єкта господарювання, основні з яких були визначені вище.

#### **Стратегії управління прибутком підприємства.**

При цьому, використання тих чи інших форм управління визначається специфікою господарської діяльності підприємства та його фінансовою стратегією, відповідно, модель управління прибутком для різних підприємств однозначно буде відрізнятися, що дозволяє говорити про існування різних стратегій управління. Однак, усю сукупність таких моделей можна згрупувати та виділити наступну їх типологію:

- агресивна (наступальна) стратегія - забезпечення максимізації рівня реалізації через стимулювання збуту з метою збільшення прибутку суб'єкта;
- захисна стратегія - забезпечення контролю витрат з метою збільшення прибутку суб'єкта господарювання як різниці між абсолютною величиною доходів та витрат, стратегія є ефективною у довгостроковій перспективі;
- диверсифікована стратегія - поєднує у собі виважений компроміс між агресивною та захисною стратегіями, що дозволяє взаємоузгодити переваги та недоліки обох варіантів стратегій управління прибутком суб'єкта господарювання.

#### **Основні методи і технології планування та прогнозування прибутку підприємства.**

Значне функціонально - організаційне навантаження в структурі моделі управління прибутком суб'єкта господарювання приходиться на

блок цільового планування та прогнозування прибутку, у рамках якого забезпечується обґрунтування, прийняття, виконання та контроль за виконанням управлінських фінансових рішень (зокрема, щодо операційного фінансового плану), при цьому цільове планування та прогнозування прибутку являється узагальнюючим та підсумовуючим етапом у структурі моделі управління прибутком суб'єкта господарювання, оскільки передбачає реалізацію наступних завдань:

- співвідношення запланованого рівня витрат та доходів, оцінка цільового рівня обсягів реалізації (забезпечення гарантованого виходу на точку беззбитковості);
- кількісна оцінка прогнозованої величини абсолютної потреби підприємства у капіталі для фінансування господарської діяльності у плановому періоді та рівня її самофінансування (у тому числі, за рахунок прибутку);
- визначення абсолютної величини потреби суб'єкта господарювання у залученні додаткового капіталу (перш за все, позикового) та оцінка на основі ефекту фінансового лівериджу доцільності використання окремих джерел капіталу;
- виявлення, оцінка та мобілізація резервів скорочення витрат на основі методів мобілізації управління витратами (наприклад, вартісний аналіз);
- визначення загальних параметрів формування вхідних та вихідних грошових потоків суб'єкта господарювання, визначення напрямків скорочення вихідних грошових потоків та деякі інші.

Важливим елементом реалізації завдань та досягнення цілей планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання, що визначає її підсумкову ефективність, являється форма інтеграції та взаємоузгодження із іншими функціональними блоками моделі управління прибутком та методологічне забезпечення (перш за все, фінансове математичний інструментарій обґрунтування управлінських рішень). Загалом, під методологічним забезпеченням необхідно розуміти сукупність форм та методів фінансово-організаційного наповнення інформаційних каналів, первинного зведення, узагальнення та обробки фінансової інформації з метою обґрунтування та оптимізації параметрів планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання (наприклад, аналіз точки беззбитковості інтеграція аналіз точки беззбитковості, бюджетування фінансових результатів діяльності у плановому періоді тощо).

Як вже відзначалося, суттєвим етапом при реалізації цільового планування та прогнозування прибутку у загальній у структурі моделі управління прибутком суб'єкта господарювання являється аналіз точки беззбитковості. Аналіз точки беззбитковості - це фінансово-математична модель дослідження взаємозв'язку між формуванням прибутку суб'єкта господарювання залежно від зміни доходів від реалізації продукції (надан-

ня послуг чи виконання робіт) у розрізі покриття окремих груп витрат (умовно-змінних та умовно-постійних витрат).

Аналіз точки безбитковості підприємства має на меті визначення того цільового рівня обсягів продаж та рівня доходу (вхідних грошових потоків), за умови досягнення якого підприємство забезпечує повне покриття власних витрат (вихідних грошових потоків), включаючи умовно - змінних та умовно - постійних витрат. Слід відмітити, що рівень обсягу реалізації (ділової активності на цільовому ринку) суб'єкта господарювання, що відповідає точці безбитковості, має розглядатися як орієнтир формування ринкової позиції підприємства, неможливість досягнення якого свідчить про недоцільність виходу на даний ринок або ж присутності на ньому. З іншого боку, точка безбитковості використовується для оптимізації структурування витрат з метою збільшення рівня прибутковості (абсолютної величини прибутку) з позиції зменшення частки постійних витрат.

Аналіз точки безбитковості, як і будь - яка фінансове - математична модель, передбачає введення певних допущень (фінансових та математичних обмежень) моделі, за умови виконання яких забезпечується її ефективність та максимальна точність та достовірність. Так, серед основних припущень аналізу точки безбитковості суб'єкта господарювання використовуються наступні:

- у структурі витрат суб'єкта господарювання протягом усього періоду, що аналізується, можна чітко виділити групу умовно - змінних та умовно - постійних витрат. Умовно постійні витрати не залежать від обсягів виробництва (реалізації) продукції, і, навпаки, величина умовно - змінних витрат обумовлена рівнем виробництва (реалізації) товарів;
- вся вироблена продукція буде реалізована протягом планового періоду (відрізку часу, на який складається план (прогноз) прибутку суб'єкта господарювання);
- критерієм оцінки приймається не чистий прибуток підприємства, а його прибуток до сплати податків та інших обов'язкових платежів до бюджету;
- аналізується прибуток суб'єкта господарювання від операційної (основної) діяльності, нехтуючи абсолютної величиною прибутку (потенційного прибутку) від інвестиційної та фінансової діяльності.

Кількісно точка безбитковості визначається наступним чином (графічна інтерпретація точки безбитковості представлена на рис.4.7.):

$$BER = \frac{FC}{MP} = \frac{FC}{(price - AVC)}$$

BER - точка безбитковості (break - even point); FC - умовно - постійні витрати (fixed costs); MP - маржинальний прибуток (marginal profits);



price - ціна одиниці продукції (дохід або вхідний грошовий потік); AVC - величина середніх умовно - змінних витрат на одиницю продукції (average variable cost per unit).

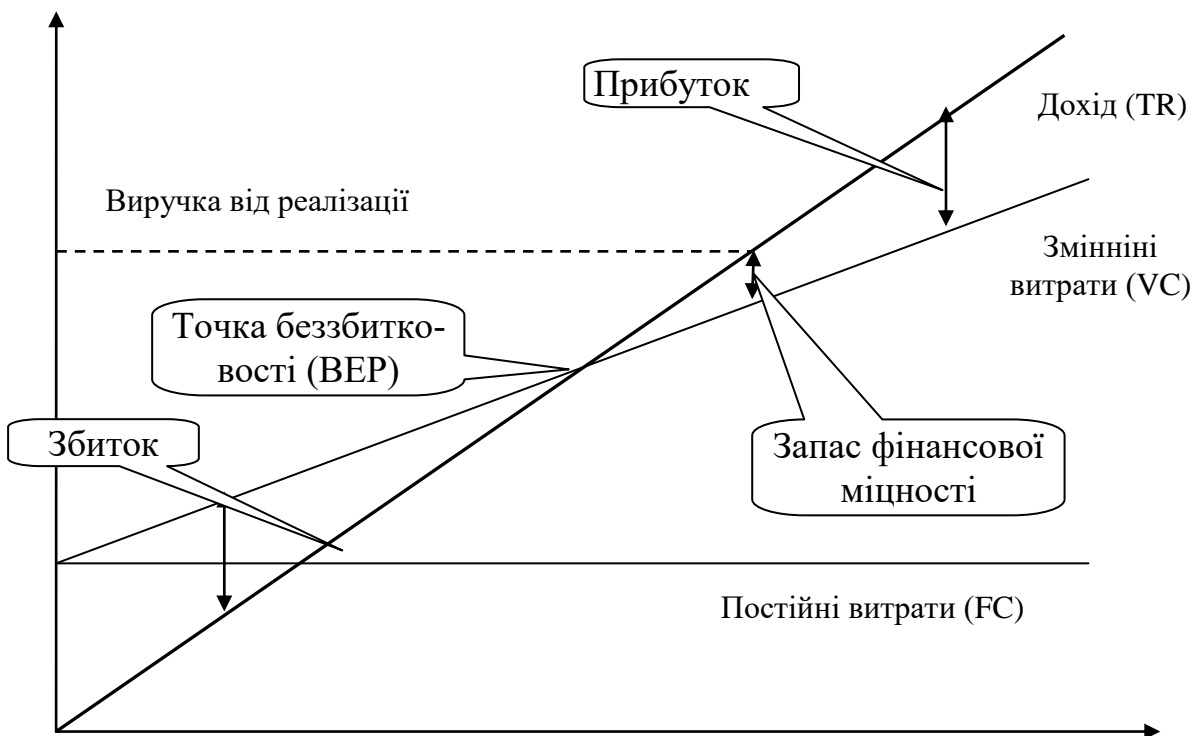


Рис. 4.7. графічна інтерпретація точки беззбитковості

Для фінансового менеджера граничний аналіз (marginal analysis або volume vs. price analysis) представляє собою дієвий механізм цільового планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання, зокрема, у частині інтеграції планування прибутку суб'єкта господарювання та його грошових потоків. Крім того, граничний аналіз використовується для оцінки реальності окремих сценаріїв розвитку підприємства у плановому періоді, у тому числі обґрунтованості цільових показників планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання. Основні параметри практичної реалізації моделі граничного аналізу визначаються, як і будь-якої фінансово-математичної моделі, шляхом обґрунтованого введення певних допущень (фінансових та математичних обмежень) моделі, виконання яких і є об'єктивною умовою забезпечення її достовірності, об'єктивності і, відповідно, ефективності (точності).

Так, для граничного аналізу як форми цільового планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання характерним є вимоги щодо дотримання наступних вимог, зокрема:

1) максимальний обсяг прибутку суб'єкта господарювання досягається у точці поєднання оптимальних величин обсягів реалізації продукції (надання послуг чи виконання робіт) та ціни за одиницю продукції (послуги чи роботи);

2) групування витрат підприємства у розрізі умовно - постійних та умовно - змінних витрат;

3) механізмом цільового планування та прогнозування прибутку у рамках граничного аналізу є дослідження ринкового механізму реакції попиту на продукції підприємства залежно від зміни основних параметрів його пропозиції;

4) цільовим напрямком граничного аналізу є виявлення рівня динамічної рівноваги між попитом та пропозицією та кількісна оцінка рівноважної ціни та обсягів реалізації, при цьому ціна на одиницю продукції суб'єкта господарювання розглядається як основний інструмент (на рівні із грошовими розрахунками як складовою цінової політики підприємства та моделі управління грошовими потоками стимулювання попиту, що дозволяє говорити про об'єктивну необхідність при цільовому плануванні та прогнозуванні прибутку органічної інтеграції граничного аналізу та формування політики ціноутворення.

Операційний ліверидж використовується як механізм здійснення кількісної оцінки впливу окремих (кількісних та якісних) факторів на формування абсолютної величини прибутку суб'єкта господарювання, а також фінансово-математична модель функціонально - організаційного забезпечення потреб планування (прогнозування) її зміни під впливом різних обставин відповідно до альтернативних сценаріїв фінансово - господарської діяльності суб'єкта господарювання у плановому періоді. При цьому, як вже неодноразово відзначалося раніше, одним із основних напрямків моделі управління прибутком суб'єкта господарювання є забезпечення прийнятної рівня рентабельності не просто підприємства, а, перш за все, рентабельності власного капіталу суб'єкта господарювання та її стабільності у просторі та часі, що, у свою чергу, безпосередньо пов'язано із забезпеченням зростання добробуту акціонерів (shareholder value) у довгостроковому періоді. Одним із варіантів забезпечення приросту рентабельності власного капіталу суб'єкта господарювання, поряд із зростанням загальної рентабельності, може виступати органічне використання ефекту операційного важеля (degree of operating leverage) у поєднанні із ефектом фінансового лівериджу (degree of financial leverage), що дозволяє за певних умов збільшити прибутковість власного капіталу підприємства .

Операційний важіль досліджує рівень впливу на абсолютну величину прибутку суб'єкта господарювання структурний змін у складі сукупних витрат підприємства (total costs - TC), виділяючи при цьому умовно-постійні (fixed costs - FC) та умовно - змінні витрати (variable costs - VC ) суб'єкта господарювання. Математично ефект операційного лівериджу описується наступною моделлю:

$$DOL = \frac{MP}{EBIT}$$

DOL - ефект операційного лівериджу (degree of operating leverage);  
MP - маржинальний прибуток (marginal profits); EBIT - прибуток до сплати процентів та податку на прибуток (earnings before interests and tax).

Якщо ж модифікувати приведену формулу із використання первинних фінансових показників, отримаємо:

$$DOL = \frac{TR-TC}{EBIT} = \frac{Q(P-AVC)}{Q(P-AVC)-FC}$$

DOL - ефект операційного лівериджу (degree of operating leverage);  
TR - виручка від реалізації (total revenue); TC - сукупні витрати суб'єкта господарювання (total costs); Q - обсяг реалізації суб'єкта господарювання (quantity); P - ціна одиниці продукції суб'єкта господарювання (price); AVC - середні умовно - змінні витрати на одиницю продукції суб'єкта господарювання (average variable costs); FC - умовно - постійні витрати суб'єкта господарювання fixed costs); EBIT- прибуток до сплати процентів та податку на прибуток (earnings before interests and tax).

В основі цільового планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання, як вже згадувалося раніше, лежить органічне поєднання фінансове математичних методів та техніко-кількісної та якісної оцінки прибутковості та рентабельності операційної діяльності підприємства. Слід відмітити, що практична реалізація такого поєднання передбачається шляхом проведення бюджетування фінансових результатів (перш за все, операційного прибутку) підприємства, в основі якої лежить система планових (прогнозних) бюджетів - цільовий комплекс оперативних планових завдань, сформульованим по окремим напрямках фінансово-господарської діяльності підприємства. Складання бюджетів у рамках моделі цільового планування та прогнозування прибутку підприємства є окремим функціонально - організаційним блоком фінансового менеджменту суб'єкту господарювання взагалі, який прийнято ідентифікувати як бюджетування (budgeting).

Слід відмітити, що бюджетування фінансових результатів суб'єкта господарювання у структурі моделі управління прибутком підприємства має виконувати наступну сукупність функціонально - організаційні завдань:

- визначення об'ємів та складу витрат, що пов'язані із окремими напрямками фінансове - господарської діяльності підприємства (у розрізі операційної, інвестиційної та фінансової), або ж витрат суб'єкта господарювання у розрізі центрів витрат, перш за все, структурних підрозділів підприємства;
- забезпечення покриття згаданих витрат за рахунок сукупності джерел формування фінансових ресурсів суб'єкта господарювання, перш за все, прибутку від операційної діяльності.

При цьому, важливими елементами бюджетування фінансових результатів є достовірна оцінка абсолютних величин таких фінансових показників як виручка від реалізації, сукупні витрати та їх структурування, прибуток суб'єкта господарювання.

**Фінансування підприємства за рахунок прибутку (самофінансування).**

Модель управління прибутком суб'єкта господарювання нерозривно пов'язана із іншими функціонально-організаційними блоками фінансового менеджменту на підприємстві, забезпечуючи методологічну основу прийняття управлінських фінансових рішень, при цьому, основу таких рішень складають проблеми фінансування потреби підприємства у капіталі, що безпосередньо пов'язано із необхідністю ідентифікації джерела фінансових ресурсів для її покриття та забезпечення їх мобілізації. Зважаючи, що ефективно функціонуючий суб'єкт господарювання орієнтується на покриття потреби у капіталі на операційну діяльність за рахунок грошових потоків, які генеруються в результаті її здійснення, виникає об'єктивна необхідність узгодження абсолютної величини потреби підприємства у капіталі із параметрами та фінансовими показниками цільового планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання як основного джерела її покриття.

При цьому, використання прибутку як джерела покриття потреби підприємства у капіталі (самофінансування суб'єкта господарювання) здійснюється за наступними основними напрямками (рис. 4.8), відповідно до яких і формуються основні елементи системи розподілу прибутку:

- 1) забезпечення погашення податкових зобов'язань суб'єкта господарювання з податку на прибуток підприємств;
- 2) обслуговування залученого у попередніх періодах власного капіталу суб'єкта господарювання;
- 3) формування фондів - коштів та резервів для використання у наступних періодах.

Прибуток об'єкта господарювання	
Чистий прибуток	Податок на прибуток
Тезаврований прибуток	Грошові дивіденди
- формування резервного капіталу	
- формування нерозподіленого прибутку	
- окриття збитків минулих періодів	
- збільшення статутного капіталу	

Рис. 4.8. Базова модель розподілу прибутку суб'єкта господарювання.

При цьому, важливим завданням цільового планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання на даному етапі є базове узгодження абсолютних величин фінансових ресурсів, необхідних для фінансування зазначених напрямків розподілу та перерозподілу прибутку, та цільової абсолютної величини прибутку підприємства у плановому період, досягнення такого узгодження, а також дотримання інших критеріїв та обмежень моделі цільового планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання, що визначає її підсумкову ефективність, являється форма інтеграції та взаємоузгодження із іншими функціональними блоками моделі управління прибутком та методологічне забезпечення як сукупності фінансове - математичного інструментарію обґрунтування управлінських фінансових рішень. Загалом, фінансову проблематику функціонально-організаційного наповнення системи самофінансування суб'єкта господарювання за рахунок прибутку можна розподілити за наступними напрямками :

- 1) податкове планування;
- 2) формування резервного капіталу;
- 3) виплата грошових дивідендів;
- 4) тезаврація прибутку;
- 5) фінансовий ліверидж.

Податкове планування використовується для формування, організації та інформаційно-методологічного забезпечення контролю за витратами підприємства на сплату податків та інших обов'язкових платежів суб'єкта господарювання до державного та місцевого бюджетів, інших централізованих цільових фондів.

Для потреб податкового планування можуть використовуватися наступні фінансово - правові механізми:

- зниження бази оподаткування з метою скорочення абсолютної величини податкових зобов'язань шляхом (1) зменшення грошових потоків, що є об'єктом оподаткування, (2) збільшення грошових потоків, що зменшують об'єкт оподаткування, а також (3) використання податкових пільг;
- оптимізація перерозподілу податкових зобов'язань у часі шляхом (1) максимального відстрочення дати визнання господарських операцій, що призводять до збільшення об'єкта оподаткування і, відповідно, абсолютної величини податкових зобов'язань суб'єкта господарювання, а також (2) максимальне наближення дати визнання господарських операцій, що призводять до зменшення об'єкта оподаткування і, відповідно, абсолютної величини податкових зобов'язань суб'єкта господарювання;
- використання у діяльності підприємства чи його окремих підрозділів (або, навіть, дочірніх підприємства та підконтрольних компаній) за-

конодавчо затверджених альтернативних режимів оподаткування (для підприємств у правовому полі України доступні, наприклад, окрім загальної системи оподаткування спрощеної системи оподаткування суб'єктів малого підприємництва, єдиний податок тощо);

- переміщення окремих виробництв, структурних підрозділів або ж дочірній компаній до вільно економічних зон з метою використання можливих переваг для оптимізації абсолютної величини та структури податкових зобов'язань суб'єкта господарювання;
- використання легальних механізмів офшорних зон з метою законного уникнення оподаткування тих чи інших доходів суб'єкта господарювання та інші.

При цьому базова модель обґрунтування управлінського рішення в рамках податкового планування у системі цільового планування та прогнозування прибутку передбачає виконання наступної взаємоузгодженої послідовності ітерації:

1) оцінка поточного рівня податкового навантаження у розрізі підприємства в цілому, окремих структурних підрозділів, виробництва та господарських операцій;

2) ідентифікація та якісний аналіз нормативно-правових та фінансових характеристик центрів формування податкових зобов'язань;

3) пошук, кількісна оцінка та обґрунтування напрямків мобілізації резервів зменшення витрат на обслуговування податкових зобов'язань відповідно до чинного законодавства;

4) оцінка якісних параметрів та можливості узгодження визначених напрямків мобілізації резервів зменшення податкових зобов'язань відповідно до нормативне правового поля здійснення підприємницької діяльності суб'єктом господарювання;

5) реалізації заходів, визначених податковим плануванням, контроль за їх реалізацією та визначення ефективності податкового планування; формування інформаційної та методологічної бази податкового планування на наступні періоди тощо.

Резервний капітал, що формується суб'єктом господарювання, представляє собою одну з форм створення фонду, цільовим призначенням якого є покриття потенційних збитків від фінансово-господарської діяльності підприємства, викликані дією об'єктивних факторів, величину та час настання яких важно визначити на поточний момент, відповідно до чинного законодавства України формування резервного капіталу є обов'язковим для усіх видів господарських товариств, при цьому джерелом його створення визначено чистий прибуток суб'єкта господарювання, отриманий в результаті здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності.

Як вже зазначалося вище, резервний капітал суб'єкта господарювання відображається в його власному капіталі (1-й розділ пасиву балансу) і

має виключно цільовий характер, що дозволяє використовувати його для фінансування наступних напрямків, у тому числі:

- 1) покриття збитків від господарської діяльності у попередні періоди;
- 2) покриття фінансових та грошових зобов'язань перед кредиторами підприємства при його ліквідації;
- 3) участь у формуванні фонду дивідендних виплат по корпоративних правах власної емісії;
- 4) інші цілі, визначені статутними документами та нормативно-правовими актами.

Слід відмітити, що порядок створення та використання резервного капіталу віднесений до безпосередньої компетенції суб'єкта господарювання (визначається в його статутних документах), хоча певні обмеження визначаються положеннями законодавчих актів, зокрема, Законом України „Про господарські товариства.” Так, розмір резервного капіталу господарського товариства повинен складати не менше 25% статутного капіталу і має формуватися за рахунок щорічних відрахувань від чистого прибутку підприємства у розмірі не менше 5% його абсолютної величини.

Не зважаючи на той факт, що рішення щодо виплати дивідендів відноситься до компетенції загальних зборів акціонерів (власників), порядку обґрунтування управлінських рішень щодо формування маси дивідендів та виплата власникам суб'єкта господарювання грошових дивідендів має відповідати окремий блок у системі цільового планування та прогнозування прибутку (зокрема, при його розподілі та використанні). Слід відмітити, що виплата грошових дивідендів являється однією із операцій емітента з цінними паперами власної емісії - операцією з виплати доходу по власним цінним паперам. Слід відмітити, що дивіденди по корпоративним правам підприємства є, з одного боку (для суб'єкта господарювання), ціною за право використання капіталу, який він залучив через цінні папери, а з іншого (для власника), - доходом на інвестиції. Слід відмітити, що дохід власника корпоративних прав (акцій) формується з двох джерел:

- 1) отриманих грошових дивідендів від емітента;
- 2) приросту ринкової вартості корпоративних прав як окремого об'єкта власності.

Так, відповідно до Закону України „Про цінні папери та фондову біржу” власнику акцій акціонерного товариства серед сукупності інших прав, що витікають із акції, гарантується право на участь у прибутках акціонерного товариства через механізм виплати дивідендів: "акція ... дає право його власникові на одержання частини прибутку у вигляді дивіденду...". Визначення ж поняття "дивіденд" подається у Законі України „Про оподаткування прибутку підприємств”.

Дивіденди - платіж, який провадиться юридичною особою на користь власників (довірених осіб власника) корпоративних прав, емітованих такою юридичною особою, у зв'язку з розподілом частини її прибутку.

Реалізація права власників акцій товариства на дивіденди відбувається шляхом формування частини прибутку акціонерним товариством і виплати її у вигляді дивідендів. Механізм, через який акціонерним товариством відбувається формування частини прибутку та виплата її у вигляді дивідендів, і формує дивідендну політику акціонерного товариства. Приймаючи до уваги той факт, що джерелом формування дивідендів є чистий прибуток, отриманий суб'єктом господарювання, можна визначити, що дивідендна політика. У структурі моделі управління прибутком, зокрема, використання чистого прибутку, при цьому можуть використовуватися ряд теоретичних моделей обґрунтування управлінських рішень щодо виплати грошових дивідендів, зокрема:

- теорія іррелевантності Моділіані Міллера;
- модель Міллера;
- теорія Гордона-Лінтнера або теорія „синиці в руках" ;
- теорія податкових переваг.

Слід відмітити, що, на противагу основним припущенням теорій та моделей, пропонувані західними фінансистами, затвердження управлінських рішень щодо визначення та реалізації дивідендної політики українських підприємств віднесено до компетенції загальних зборів акціонерів (учасників товариства), а менеджмент має лише дорадчий голос.

Окремим важливим напрямком у структурі цільового планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання у частині його розподілу та використання являється фінансовий механізм тезаврації прибутку, під яким слід розуміти сукупність фінансово - правову операцій щодо спрямування частини чистого прибутку суб'єкта господарювання на формування (збільшення абсолютної величини) власного капіталу підприємства з метою забезпечення покриття потреби суб'єкта господарювання у капіталі для фінансування інвестиційної та операційної діяльності. Кількісно величина тезаврації прибутку відповідає обсягу чистого прибутку, який залишився в розпорядженні підприємства після сплати податку на прибуток. Покриття інших платежів, що здійснюються за рахунок прибутку, формування резервного капіталу, а також обслуговування власного капіталу (нарахування та виплата грошових дивідендів).

Тезаврації прибутку суб'єкта господарювання здійснюється як формування нерозподіленого прибутку (непокритего збитку) і може використовуватися для фінансування окремих напрямків фінансово - господарської діяльності суб'єкта господарювання шляхом здійснення однієї із наступним господарських операцій:

- додаткове поповнення резервного капіталу суб'єкта господарювання;
- покриття непокритих збитків минулих періодів;
- покриття збитків від переоцінки оборотних та необоротних активів;



- збільшення статутного капіталу суб'єкта господарювання;
- проведення корпоративних операцій із цінними паперами власної емісії (зокрема, викуп акції);
- накопичення резервів у формі нерозподіленого прибутку.

Як вже відзначалося раніше, одним із основних цільових напрямків моделі управління прибутком суб'єкта господарювання є забезпечення прийняттого рівня рентабельності власного капіталу підприємства та його стабільності, що, у свою чергу, безпосередньо пов'язано із забезпеченням зростання добробуту акціонерів у довгостроковому періоді. Одним із варіантів забезпечення приросту рентабельності власного капіталу суб'єкта господарювання, поряд із зростанням загальної рентабельності, може виступати ефект фінансового лівериджу, дозволяє за певних умов збільшити прибутковість власного капіталу підприємства за рахунок використання позикового фінансування потреби підприємства у капіталі.

Математично ефект фінансового лівериджу описується наступною моделлю:

$$FLE = (ROA - \text{cost of debt}) * Lev$$

FLE - ефект фінансового лівериджу, ROA - рентабельність активів; cost of debt - вартість позикового капіталу; Lev - фінансовий ліверидж.

Відповідно, рентабельність власного капіталу визначається як арифметична сума абсолютних величин рентабельності активів (загальної рентабельності діяльності підприємства) та рівня ефекту фінансового лівериджу:

$$ROE = ROA + FLE$$

ROE - рентабельність власного капіталу; ROA - рентабельність активів.

Слід відмітити, що збільшення рентабельності власного капіталу суб'єкта господарювання досягається виключено при позитивному значення ефекту фінансового лівериджу. У свою чергу, це дозволяє сформулювати наступні висновки:

- рентабельність власного капіталу збільшується швидше при більш високому рівні фінансового лівериджу;
- збільшення рентабельності власного капіталу із підвищенням рівня фінансового лівериджу відповідає ситуації із позитивним значенням диференціалу фінансового лівериджу (різниці між рентабельністю активів та вартістю позикового капіталу, або ROA - cost of debt);
- підвищення рентабельності власного капіталу шляхом використання суб'єктом господарювання позикового капіталу, а, отже, збільшення фінансового лівериджу, можливе до моменту досягнення диференціалу фінансового лівериджу нульового значення.

## **ТЕМА 5. ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВ**

- 5.1. Сутність і форми інвестицій підприємств
- 5.2. Управління реальними інвестиціями
- 5.3. Оцінка ефективності інвестиційних проектів
- 5.4. Управління джерелами фінансування реальних інвестицій
- 5.5. Управління фінансовими інвестиціями
- 5.6. Методи оцінки ефективності фінансових інвестицій
- 5.7. Управління формуванням портфеля фінансових інвестицій

### **5.1. Сутність і форми інвестицій підприємств**

З метою ефективного функціонування підприємства здійснюють інвестиційну діяльність. Остання являє собою сукупність практичних дій щодо реалізації інвестицій.

Законом України "Про інвестиційну діяльність" інвестиції визначено як всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті чого створюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект.

Такими цінностями можуть бути:

- кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери;
- рухоме та нерухоме майно (будинки, споруди, устаткування та інші матеріальні цінності);
- майнові права, що впливають з авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності;
- сукупність технічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, навичок та виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виду виробництва, але незапатентованих ("ноу-хау");
- права користування землею, водою, ресурсами, будинками, спорудами, обладнанням, а також інші майнові права;
- інші цінності.

Окремі положення законодавчого визначення, з нашої думки, неповно і навіть неправильно трактують поняття "інвестиції".

По-перше, інтелектуальні цінності, які вкладаються і використовуються підприємством у вигляді нематеріальних ресурсів, також входять до складу майнових його цінностей (або майна у вигляді його активів), тому у протиставленні цих термінів немає сенсу. У світовій економічній теорії з цих питань вкладення всіх форм майнових цінностей у процесі інвестицій розглядається як "вкладення капіталу". Це зауваження повною мірою може бути віднесене і до іншого визначення терміна "інвестиція", наведеного в

Законі України “Про внесення змін до Закону України “Про оподаткування прибутку підприємств””, згідно з яким це господарська операція, що передбачає придбання основних фондів, нематеріальних активів, корпоративних прав та цінних паперів в обмін на кошти або майно. У цьому разі грошові кошти також входять до складу капіталу як і інше майно, що вкладається підприємством.

По-друге, метою інвестицій є не тільки створення прибутку або досягнення соціального ефекту, а й інші форми забезпечення розвитку і підвищення ринкової вартості підприємства, що знаходить своє відображення у зростанні суми вкладеного капіталу. Цю мету інвестування підкреслюють як головну найбільш відомі зарубіжні економісти. Так, у монографії “Інвестиції” У. Шарп разом з іншими американськими вченими визначає: “У найбільш широкому розумінні термін “інвестувати” означає розстатися з грошима сьогодні з тим, щоб отримати більшу суму їх у майбутньому”. Аналогічне визначення цього терміна подається в монографії “Основи інвестування”, підготовленій американськими економістами Л. Гітманом та М. Джонком: “...інвестиція — це спосіб розміщення капіталу, який має забезпечити збереження або зростання суми капіталу”. Ця мета інвестицій підкреслюється й у визначеннях українських економістів у працях з цього питання — в монографіях І. Бланка “Інвестиційний менеджмент”, А.Мертенса “Інвестиції”, В. Шевчука і П. Рогожина “Основи інвестиційної діяльності” та інших.

По-третє, потребує певного уточнення і об’єкт інвестиційної діяльності, визначений у законодавстві з цього питання. Якщо метою інвестицій має бути зростання суми вкладеного капіталу, то цей інвестований капітал має вкладатися лише в об’єкти підприємницької діяльності, бо вкладання капіталу в об’єкти соціальні, благодійну діяльність, спонсорство тощо до такого зростання не призведе. У такому разі більш прийнятним терміном для вкладання коштів буде “фінансування”, а не “інвестування”.

Поняття “інвестиції” пропонується викласти у такій редакції: інвестиції — це вкладення капіталу в об’єкти підприємницької діяльності з метою забезпечення його зростання в майбутньому періоді.

Відповідно до міжнародних стандартів поняття “інвестиційної діяльності” згідно з П(С)БО 4 “Звіт про фінансові результати” визначається більш широко. Інвестиційна діяльність – це діяльність, що пов’язана з придбанням і реалізацією необоротних активів, а також із здійсненням фінансових інвестицій, які не є складовою частиною еквівалентів грошових коштів.

Відповідно до П(С)БО 4 інвестиційна діяльність включає в себе і реалізацію необоротних активів, тобто це визначення відрізняється від розуміння поняття, що склалось раніше. Відповідно до такого трактування інвестиційної діяльності до її напрямів, згідно з вказаним стандартом, крім

придбання основних засобів, нематеріальних активів, акцій, облігацій, цілісних майнових комплексів тощо, відносять надходження грошових коштів у вигляді відсотків за аванси грошовими коштами та позики, надані іншим суб'єктом господарювання, а також грошові надходження у формі дивідендів, від повернення позик, від ф'ючерсних і форвардних контрактів, опціонів, а також виплати коштів за такими контрактами (за винятком тих контрактів, які укладаються для основної діяльності підприємства). Такі грошові надходження не мають прямого, а лише певне опосередковане відношення до інвестиційної діяльності як такої. Тому в подальшому викладі матеріалу по даній темі інвестиційна діяльність розглядатиметься в усталеному розумінні цього поняття, тобто з орієнтацією на економічну ефективність цієї діяльності.

Певного уточнення потребує понятійний апарат, пов'язаний із формами інвестицій. У Законі України «Про інвестиційну діяльність» ці форми не визначено зовсім; у законодавчій базі уперше їх розглянуто в Законі України «Про внесення змін до Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств»». Згідно з цим законом, «...інвестиції поділяються на капітальні, фінансові та реінвестиції».

Основною ознакою, за якою інвестиції поділяються на окремі форми, є об'єкт вкладення капіталу. За цією ознакою, згідно зі світовою економічною теорією, інвестиції поділяються на реальні та фінансові. Тому передусім слід відзначити помилковість віднесення до форм інвестицій реінвестиції, які характеризують не об'єкт вкладення капіталу, а процес використання доходу, отриманого від інвестиційних операцій (у процесі реінвестицій, згідно з цим же законом, інвестиційний дохід може бути використано на здійснення як капітальних, так і фінансових інвестицій).

Відповідно до Положень (стандартів) бухгалтерського обліку інвестиції поділяються на фінансові та капітальні. Під фінансовими інвестиціями розуміють активи, які утримуються підприємством з метою збільшення прибутку за рахунок відсотків, дивідендів тощо, зростання вартості капіталу або отримання інших вигід для інвестора. До фінансових інвестицій відносяться: акції, облігації, депозитні сертифікати, казначейські зобов'язання, інші цінні папери.

Під капітальними інвестиціями розуміють усі витрати підприємства на придбання або створення матеріальних і нематеріальних активів, що включаються до їх первісної вартості.

Некоректним слід вважати заміну терміна «реальні інвестиції» на термін «капітальні інвестиції» (згідно з українським законодавством). Термін «капітальні інвестиції» (або «капітальні вкладення») використовується, як правило, при інвестуванні капіталу в матеріальні види активів, перш за все — в основні засоби. Згідно чинного законодавства України цей термін характеризує також «придбання нематеріальних активів, які підлягають амортизації». Таке обширне тлумачення

капітальних інвестицій більше збігається з широко використовуваним у світовій практиці терміном “реальні інвестиції”.

Некоректним є також поділ у нашому законодавстві фінансових інвестицій на прямі та портфельні, бо його проведено за різними класифікаційними ознаками. Так, у світовій економічній теорії за ознакою самостійності здійснення інвестицій вони поділяються на прямі (коли вкладення капіталу здійснює безпосередньо інвестор) і непрямі (коли вкладення капіталу здійснюється інвестором за допомогою та участю фінансових посередників). За ознакою мети інвестування фінансові інвестиції поділяються на стратегічні (коли інвестор вкладає капітал у контрольний пакет акцій з метою здійснення стратегічного управління компанією) та портфельні (коли інвестор має на меті лише приріст суми вкладеного капіталу або отримання поточного доходу). Таким чином, можна констатувати, що в українській законодавчій термінології ці класифікаційні ознаки при визначенні форм інвестицій використані еkleктично.

Головна мета інвестиційної діяльності – підвищення вартості підприємства. Досягнення головної мети інвестиційної діяльності забезпечується розробкою та реалізацією інвестиційної стратегії підприємства. Вона залежить від стадії життєвого циклу підприємства, яка визначає зміст інвестиційної стратегії ( табл. 5.1).

Таблиця 5.1

Залежність інвестиційної стратегії від стадії життєвого циклу підприємства

Стадія життєвого циклу	Інвестиційна стратегія
Народження	Забезпечення достатнього обсягу основного капіталу і початкових капітальних інвестицій
Дитинство	Завершення формування капіталу та здійснення капітальних інвестицій
Юність	Розширення діяльності за рахунок розмаїтності інвестиційного портфеля
Рання зрілість	Істотне розширення інвестиційного портфеля
Кінцева зрілість	Розширення фінансового інвестування
Старіння	Формування інвестиційного портфеля, що дозволяє зберегти наявні позиції
Відродження	Диверсифікованість інвестиційного портфеля

Ефективність розробленої інвестиційної стратегії підприємство має оцінити за такими критеріями:

- погодженість інвестиційної стратегії із загальною стратегією економічного розвитку підприємства.
- внутрішня збалансованість інвестиційної стратегії;

- погодженість інвестиційної стратегії із зовнішнім середовищем;
- реалізація інвестиційної стратегії з врахуванням наявного ресурсного потенціалу;
- прийнятність рівня ризику, пов'язаного з інвестиційною стратегією;
- результативність інвестиційної стратегії.

Схематично інвестиційні потреби підприємства можна представити таким чином (рис. 5.1).

Підприємства повинні прагнути до підтримки чи поліпшення своїх конкурентних позицій, для цього необхідний пошук перспективних інвестиційних напрямів.

Основні напрями інвестицій – це вкладення коштів у рухоме і нерухоме майно (будівництво виробничих будівель, споруд, об'єктів соціальної сфери, придбання техніки, обладнання, устаткування, поповнення оборотних фондів тощо); придбання акцій, облігацій, інших цінних паперів, цільові грошові (банківські) вклади; придбання або створення нематеріальних активів (науково-технічна продукція, “ноу-хау”, інтелектуальні цінності, майнові права, тощо); придбання часток у капіталі інших підприємств та цілісних майнових комплексів (дочірних підприємств, інших господарських одиниць).

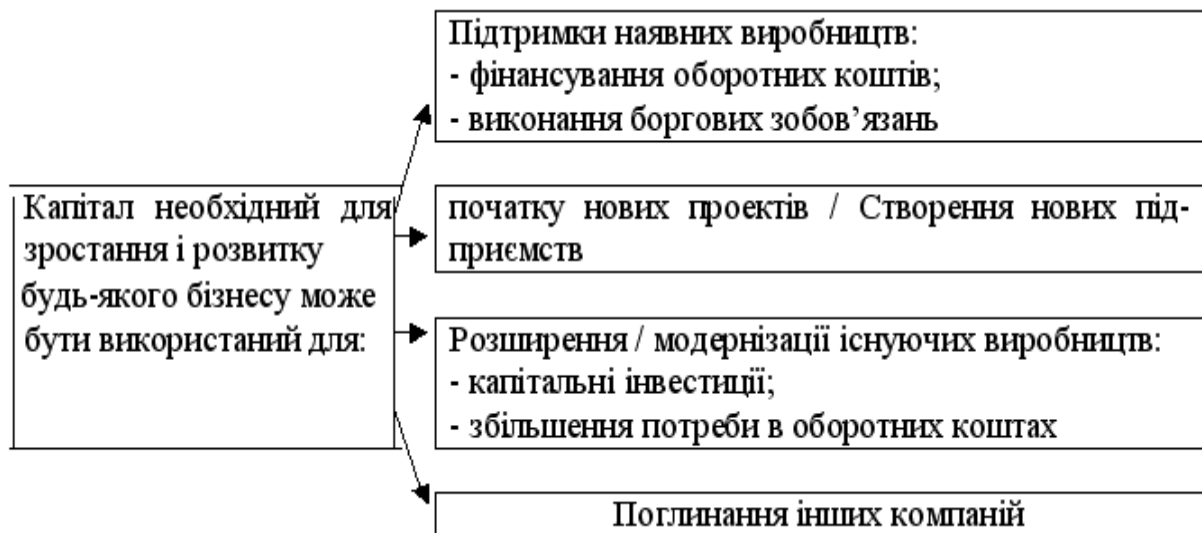


Рис. 5.1. Інвестиційні потреби підприємства

В процесі інвестиційної діяльності підприємства можуть здійснюватися реінвестиції, під якими розуміють повторне вкладання коштів, одержаних у формі доходу від функціонування початкового інвестиційного проекту. Реінвестиції можуть направлятися на заміну фізично і морально зношених основних засобів, початкового інвестиційного проекту, модернізацію технологічного устаткування, на

інвестування нових програм, що забезпечують вищу конкурентноспроможність продукції та її доходність тощо.

Держава може регулювати інвестиційну діяльність підприємств через проведення кредитної та амортизаційної політики, надання фінансової допомоги у вигляді дотацій, субсидій, субвенцій, бюджетних позик, а також податкової політики шляхом диференціації суб'єктів і об'єктів оподаткування податкових ставок і пільг тощо.

Фактична величина інвестицій підприємства залежить від його інвестиційного потенціалу, що визначається як сума чистого прибутку, амортизаційних відрахувань, позикових і залучених коштів. Чистий прибуток разом з амортизаційними відрахуваннями, називають грошовим потоком підприємства.

Підприємства–інвестори, згідно з існуючим в Україні законодавством, можуть здійснювати інвестиції за кордоном виключно за рахунок власних коштів, зарезервованих, які відображаються на рахунках бухгалтерського балансу для означених цілей.

З метою залучення додаткових джерел інвестування для здійснення прогресивних структурних перетворень в економіці України, підвищення технічного та якісного рівня виробництва, зменшення потреб підприємств в енергоносіях і сировині, ліквідації існуючих диспропорцій і дефіцитів на ринку України, розвитку її потужного експортного потенціалу прийнятого законом “Про державну програму заохочення іноземних інвестицій в Україні” (грудень 1993 р.), яким передбачається стимулювання вкладеного іноземного капіталу в пріоритетні галузі економіки держави за рахунок надання податкових пільг і страхових гарантій щодо найефективніших інвестиційних проектів.

Інвестиції представляють собою цілеспрямоване використання капіталу. Наявність різних форм вкладення капіталу потребує класифікації інвестицій. Їх можна класифікувати за певними ознаками.

#### 1. За видами інвестицій:

- виробничі інвестиції – вкладення у виробничі ресурси: основні засоби і предмети праці;
- фінансові інвестиції – вкладення коштів у цінні папери, цільові банківські вклади депозити, придбання паїв тощо. Найбільшу частку серед яких складають цінні папери, включаючи кошти в банках;
- інтелектуальні інвестиції – вкладення коштів у об'єкти інтелектуальної власності. Якщо інвестиції здійснюються з метою створення новинок або їх впровадження у виробництво, то такі інвестиції називають інноваційними.

2. За цілями застосування інвестиції поділяють на – реінвестиції (зміна старих засобів) і нетто-інвестиції (придбання нових активів, розширення виробництва, тощо).

3. За характером участі в інвестуванні виділяють прямі і непрямі інвестиції. Під прямими інвестиціями розуміють безпосередньо участь інвестора у вкладенні коштів у вибраний ним об'єкт. Непрямі інвестиції – це інвестиції, які пов'язані з інвестуванням, що опосередковуються інвестиційними або іншими посередниками.

4. За терміном інвестування розрізняють короткострокові і довгострокові інвестиції. Короткострокові – вкладення капіталу на період до одного року (короткострокові депозитні внески, купівля короткострокових ощадних сертифікатів тощо). Довгострокові інвестиції – це вкладення коштів на період понад один рік.

5. За формою власності. Інвестиції поділяють на: приватні, державні, іноземні і спільні. До приватних інвестицій відносять вкладення коштів фізичними особами або недержавними підприємствами. Державні інвестиції – це вкладення коштів центральними або місцевими органами влади за рахунок бюджету, позабюджетних фондів і позикових коштів та вкладення державних підприємств. Іноземні інвестиції – це вкладення коштів іноземних громадян, юридичних осіб і держави. Спільні інвестиції – це вкладення коштів резидентів і нерезидентів.

Залежно від класифікації інвестицій та напрямів їх здійснення розробляється інвестиційна політика підприємства, яка має відповідати таким вимогам:

- Довгострокова інвестиційна стратегія повинна бути підпорядкована загальній і конкурентній стратегіям та погоджена з фінансовою стратегією підприємства;
- Інвестиційна політика повинна охоплювати наступні напрями інвестування: капітальні інвестиції; інвестування в оборотні кошти; фінансові інвестиції; інтелектуальні інвестиції.
- Інвестиційна політика повинна базуватися на альтернативності вибору;
- Для обґрунтування доцільності інвестицій необхідно використовувати не тільки фінансові показники їх оцінки, але і неформальні критерії.

Суб'єктами інвестиційної діяльності є інвестори, замовники, виконавці робіт, користувачі об'єктів інвестиційної діяльності, а також поставальники, будь-які суб'єкти підприємницької і фінансової діяльності – банківські, страхові і посередницькі установи. Суб'єктами інвестиційної діяльності можуть бути фізичні та юридичні особи (в тому числі іноземні), а також державні та міжнародні організації. Відносини між суб'єктами інвестиційної діяльності здійснюються на підставі договорів. Основним суб'єктом інвестиційної діяльності є інвестор, який здійснює вкладення власних, позикових або залучених коштів у формі інвестицій.

Другим об'єктом інвестиційної діяльності є замовник. Замовниками можуть бути інвестори (уповноважені посередники), які здійснюють



реалізацію інвестиційних проектів, і не втручаються у підприємницьку діяльність.

Підрядники – це фізичні та юридичні особи, які виконують роботи за договором підяду або державним контрактом, що укладається із замовниками.

Інвестиції здійснюють за такими напрямками:

- капітальне будівництво;
- інновації, в яких втілюється науково-технічна продукція та інтелектуальний потенціал;
- фондовий ринок і акції, облігації, похідні інструменти.

## **5.2. Управління реальними (капітальними) інвестиціями**

Реальні (капітальні) інвестиції є головною формою реалізації стратегії економічного розвитку підприємства.

Серед усіх напрямів інвестиційної діяльності провідне місце займають капітальні інвестиції. За допомогою капітальних інвестицій відтворюються на простій і розширеній основі основні засоби виробництва, тобто створюється матеріальна основа для підвищення продуктивності живої праці на базі впровадження комплексної механізації і автоматизації виробництва. Завдяки капітальним інвестиціям реалізуються досконаліші форми суспільної організації виробництва: його спеціалізація, кооперування і комбінування.

Капітальні інвестиції включають: нове будівництво, реконструкцію, модернізацію, технічне переозброєння підприємства та інші напрями поповнення основних засобів. Характерною ознакою 2001 р. стала інвестиційна модель розвитку. Незважаючи на несприятливі економічні умови, фізичний обсяг основних засобів за роки незалежності зберігав тенденцію зростання (за винятком 1995 та 1996 рр.). Збільшенню фізичного обсягу основних засобів сприяло перевищення ступеня їх оновлення над ступенем ліквідації.

Оновлення основних засобів значною мірою залежить від інвестиційної ситуації в державі.

Покращенню стану основних засобів сприятиме ефективне управління капітальними інвестиціями, що є багатоаспектною проблемою. В значній мірі управління капітальними інвестиціями залежить від амортизаційної політики. Амортизаційна політика не може підпорядковуватися, як це має місце, за бюджетного споживання, а повинна сприяти прискореному оновленню основних засобів. Управління цим процесом має знайти закріплення на законодавчій основі, за розробки галузевих та регіональних програм модернізації / ліквідації аварійно-небезпечних будівель та споруд; проведення заходів, направлених на вдо-

сконалення статистики основних засобів, у т.ч. створення системи комплексного обстеження її наявності та руху.

Важливе значення в управлінні має баланс капітальних інвестицій, який характеризує як процес, так і результат освоєння капітальних інвестицій. Загальна схема балансу капітальних інвестицій така:

$$Нп + К = В + С + Нк,$$

де  $Нп$  і  $Нк$  - обсяг незавершеного будівництва відповідно на початок і кінець звітного періоду;  $К$  – обсяг здійснених у звітному періоді капітальних інвестицій;  $В$  – обсяг введених у дію у звітному періоді основних засобів;  $С$  – списання у встановленому порядку припинених будівництвом незавершених об'єктів.

Управління капітальними інвестиціями нерозривно пов'язано з впровадженням інновацій. Активізація інноваційної діяльності потребує нових форм та методів упровадження досягнень науки і техніки, насамперед за рахунок розширення інноваційного ринку. В Україні він практично відсутній, становлення його здійснюється надто повільно.

Для розвитку ринку інновацій, навіть за наявних умов, є реальні можливості, оскільки промисловість України застосовує близько 24% вітчизняних науково-технічних розробок. Потребують удосконалення форми та методи ринкової реалізації науково-технічної продукції. Ціни на внутрішньому інноваційному ринку не формуються і є переважно розрахунковими. Середньорічна вартість однієї науково-технічної розробки становить близько 50 тис. гривен. Безпосередні замовники та споживачі виконаних розробок заздалегідь майже не визначаються. Не проводяться аукціонні торги інноваційних розробок, немає інноваційних бірж та ефективної реклами. Маркетингові дослідження в інноваційній сфері здійснюють лише 26% від усіх промислових підприємств України. У розвитку інноваційного ринку незначною залишається поки що роль позабюджетних фондів. Їхня частка в обсязі фінансування наукових і науково-технічних робіт не перевищувала 0,9%. Низькою залишається питома вага витрат на інноваційну діяльність у капітальних вкладеннях.

Розвиток інноваційного ринку стримується недостатніми темпами створення недержавних науково-дослідних та проектно-конструкторських організацій. Дається взнаки недосконалість механізмів демонополізації виробництва, високий рівень ризику, пов'язаного з недоліками нормативно-правовій бази.

Для прискореного розвитку інноваційного ринку потрібне забезпечення фінансовими ресурсами пріоритетних напрямів наукових розробок, розширення джерел фінансування на основі спеціальних цільових, венчурних фондів, створення механізмів державного стимулювання ефективного використання приватних та іноземних інвестицій у науковій галузі, у пріоритетні науково-технічні розробки, зменшення імпортозалежності

економіки, а також розширення форм інфраструктури інноваційного ринку. Важливе значення має державне регулювання процесів у цій сфері

Основою державного регулювання інноваційного ринку має бути його тісний зв'язок з економікою виробництва. Це потребує максимальної гармонізації законодавства України в галузі освіти, науки, технологій та технологічного розвитку з міжнародними стандартами, прийнятими в розвинутих країнах світу.

У зв'язку з цим необхідно:

- ввести пільгове оподаткування інноваційної діяльності підприємств, науково–дослідних та конструкторських організацій з метою сприяння залученню додаткових (недержавних) коштів на фундаментальні наукові дослідження, розробити і впровадити (продаж споживачеві) нових технологій, забезпечуючи умови для партнерства науки з бізнесом. Важливим кроком до цього є вилучення з оподаткування витрат на економічно значущі НДДКР; внести відповідні доповнення в Закони щодо наукової і науково–технічної діяльності та оподаткування підприємств;
- активізувати інвестиції в таких сферах прикладних НДДКР, як машинобудування, біотехнології, інформаційні технології, нові матеріали та аерокосмічні дослідження, продукція медичної промисловості, які найбільш ефективні, комерціалізовані, користуються попитом на внутрішньому та зовнішньому ринках;
- запровадити пільгове (переважно довгострокове) кредитування активних учасників інноваційного ринку – науково–дослідних, проектних організацій підприємств, об'єктів ринкової інфраструктури;
- розширити масштаби застосування державної контрактної системи у сфері науково–технічної та інноваційної діяльності з підвищенням ролі і значення державного замовлення;
- органам управління інноваційною діяльністю на всіх рівнях здійснювати систематичний аналіз результатів реалізації науково–технічних розробок на внутрішньому та зовнішньому ринках, створити з цією метою експертно–аналітичні групи.

У сучасних економічних умовах переважна більшість виробничих підприємств для подальшого розвитку потребують здійснення докорінних змін у різних напрямках своєї діяльності — створення нових конкурентоспроможних видів продукції, технологічного переозброєння, розробки більш досконалої концепції маркетингу, побудови більш ефективної структури управління підприємством тощо. Забезпечення цих докорінних змін у виробничій діяльності потребує значного обсягу інвестицій, залучення яких має бути пов'язане з плануванням стратегічного розвитку підприємств. Можна без перебільшення стверджувати, що планування стратегічного розвитку виробничих підприємств і планування обсягу та

напрямоків його інвестицій — це два глибоко пов'язаних між собою економічні процеси.

В умовах переходу економіки України до ринкових відносин суттєво змінилося обґрунтування потреби в інвестиціях підприємств. Підприємства зараз самостійно обирають найважливіші напрямки своєї інвестиційної діяльності з урахуванням цілей свого розвитку, умов зовнішнього економічного середовища й інвестиційного клімату, рівня свого виробничого та фінансового потенціалу. Крім того, формуючи потребу в своїх інвестиціях, кожне підприємство має водночас зважати на свої можливості залучення інвестиційних ресурсів за рахунок як внутрішніх, так і зовнішніх джерел фінансування. Нарешті, потреба в інвестиціях формується підприємством за конкретними напрямками інвестиційної діяльності, кожен з яких потребує попередньої розробки так званих інвестиційних проектів.

Інвестиційний проект — це відносно новий для нашої практики термін, який досить неоднозначно трактується в сучасній економічній літературі. Так, у “Кодексі знань про управління проектами”, розробленому Інститутом управління проектами США (Project Management Institute, USA), цей термін визначається таким чином: “Проект являє собою певне завдання з відповідними вихідними даними та результатами (цілями), що обумовлюють спосіб його розв'язання. Російські вчені у монографії “Інвестиційне проектування” (“Инвестиционное проектирование”) визначають як комплексний план заходів, спрямованих на створення нового чи модернізацію діючого виробництва товарів та послуг з метою отримання економічної вигоди. Українські економісти В. Я. Шевчук та П. С. Рогожин дають таку інтерпретацію цього терміну: “Інвестиційний проект — це документ, який містить систему взаємопов'язаних у часі і просторі та узгоджених з ресурсами заходів і дій, спрямованих на розвиток економіки підприємства”.

Наведені визначення терміна “інвестиційний проект”, на нашу думку, неповно і спрощено трактують його зміст:

- не простежується тісний зв'язок цього поняття з поняттям “реальні інвестиції”, бо будь-яка мета, заходи, дії тощо, не пов'язані з процесом реального інвестування підприємства, до інвестиційного проекту відношення не мають;
- не вказується, що інвестиційний проект — це не тільки план заходів, пов'язаних із розвитком підприємства, але одночасно й обґрунтування у відповідних інвестиційних ресурсах у різних формах їх;
- не вказано, що інвестиційний проект — це не тільки документ із планом заходів стратегічного розвитку підприємства в певному напрямку, а одночасно і система управлінських рішень із забезпечення реалізації цих заходів.

Термін “інвестиційний проект” пропонується визначати таким чином: “Інвестиційний проект — це документ, що забезпечує окремі напрями стратегічного розвитку підприємства шляхом реального інвестування, обґрунтовує потребу у відповідних інвестиційних ресурсах у різних формах їх і містить систему відповідних управлінських рішень із забезпечення найбільш ефективних форм реалізації викладених у ньому інвестиційних цілей”.

Інвестиційні проекти, що розробляються виробничими підприємствами, розрізняються між собою за багатьма характеристиками. Тому в економічній теорії інвестиційні проекти класифікуються за різними ознаками:

1. Залежно від цільової спрямованості всі інвестиційні проекти, що розробляються підприємствами, поділяються на проекти розвитку та проекти санації.

Інвестиційні проекти розвитку спрямовані на реалізацію стратегічних цілей підприємства, пов’язаних із зростанням обсягу виробничої діяльності, її диверсифікацією тощо. До складу таких інвестиційних проектів відносять також ті, які пов’язані із створенням нових підприємств.

Інвестиційні проекти санації розробляються лише для діючих виробничих підприємств, які внаслідок неефективного управління, суттєвої зміни кон’юнктури ринку, старої технологічної бази тощо значно зменшили обсяг збуту продукції і мають фінансові труднощі, які створюють реальну загрозу банкрутства. Метою розробки таких інвестиційних проектів є проведення відповідної структурної перебудови підприємства (в галузі його інноваційної політики, маркетингової діяльності тощо) для того, щоб зберегти їх як самостійні одиниці зі статусом юридичної особи або провести ефективне злиття з іншим фінансово стійким підприємством. На сучасному етапі регресивного розвитку економіки України потреба у розробці інвестиційних проектів санації виробничих підприємств досить значна.

2. Відповідно до напрямків виробничого розвитку, які відповідають конкретним цілям економічної стратегії підприємств, інвестиційні проекти поділяються на проекти освоєння нової продукції; проекти вдосконалення (або впровадження нової) технології; проекти значного нарощення обсягів виробництва продукції, включно з регіональною диверсифікацією цього виробництва; проекти освоєння нових ринків збуту продукції; проекти розширення сировинної бази (для підприємств добувних галузей економіки) тощо. Якщо проекти мають не одну, а декілька інвестиційних цілей, вони за цією класифікаційною ознакою вважаються комплексними.

У більш узагальненому вигляді всі інвестиційні проекти за напрямками виробничого розвитку може бути поділено на дві категорії: інвестиційні проекти, що збільшують потенціал виробництва продукції

(товарів, послуг), та інвестиційні проекти, що збільшують потенціал збуту (реалізації) продукції.

3. Суттєвою класифікаційною ознакою інвестиційних проектів є конкретна форма здійснення реальних інвестицій. Відповідно до законодавства України, ці форми реального інвестування детально розглянуті економістами І. Бланком, В. Шевчуком і П. Рогожиним та іншими. Враховуючи ці форми, можна запропонувати таку класифікацію інвестиційних проектів:

- проекти, спрямовані на придбання цілісних майнових комплексів з метою забезпечення товарної або регіональної диверсифікації виробничої діяльності підприємства;
- проекти нового будівництва об'єктів із закінченим технологічним циклом на спеціально відведених територіях;
- проекти реконструкції підприємства, пов'язані з суттєвим перетворенням виробничо-технологічних процесів на основі сучасних науково-технічних досягнень (у цих проектах може передбачатись розширення окремих виробничих і невиробничих приміщень, будівництво замість знесених нових споруд цього ж призначення на території діючого підприємства);
- проекти модернізації активної частини основних виробничих фондів (за діючою в Україні класифікацією — основних фондів групи 3) шляхом конструктивної зміни всього або основного парку обладнання, машин і механізмів, що використовуються підприємством; проекти придбання окремих видів матеріальних та інноваційних нематеріальних активів, які передбачаються до оновлення (в зв'язку із фізичним або моральним зношуванням) або збільшення (у зв'язку із розширенням обсягу виробничої діяльності), приросту обігових товарно-матеріальних цінностей (запасів сировини, матеріалів, готової продукції), придбання інших аналогічних активів, які забезпечують зростання обсягів і підвищення ефективності виробничої діяльності у наступному періоді.

За більш високим ступенем узагальнення інвестиційні проекти підприємства можуть розглядатися за цією класифікаційною ознакою як:

- · проекти, спрямовані на відтворення основних фондів;
- · проекти придбання нових нематеріальних активів інноваційного характеру;
- · проекти забезпечення приросту матеріальних обігових засобів.

4. Залежно від обсягу інвестування проекти поділяються звичайно на малі, середні та великі. Критерієм такої класифікації проектів виступає обсяг інвестиційних ресурсів, необхідний для реалізації їх (цей показник розглядається звичайно у грошовій формі). Кількісно цей критерій значно коливається у класифікаціях окремих авторів.

Відповідно до сучасної практики інвестування, яка склалася на виробничих підприємствах України, нами пропонується до малих інвестиційних проектів відносити такі, обсяг фінансування яких не перевищує 500 тис. грн. (у цих межах здійснюється зараз оновлення і модернізація виробничих необоротних активів та забезпечується приріст матеріальних запасів оборотних активів більшості підприємств); до середніх — з обсягом фінансування від 501 до 2000 тис. грн. (це дає змогу провести великомасштабну модернізацію або часткову реконструкцію діючих підприємств); до великих — з обсягом фінансування понад 2000 тис. грн. (до цієї групи входять звичайно інвестиційні проекти, пов'язані з придбанням цілісних майнових комплексів, новим будівництвом або повною реконструкцією підприємств).

5. Відповідно до терміну реалізації інвестиційні проекти в сучасній практиці поділяються на три групи: короткострокові проекти (із загальним терміном реалізації до одного року); середньострокові проекти (із загальним терміном реалізації від одного до двох років); довгострокові проекти (із загальним терміном реалізації понад два роки). Наведені критерії поділу проектів за термінами реалізації використовуються як у світовій, так і у вітчизняній практиці інвестиційної діяльності.

6. Залежно від участі окремих груп інвесторів у реалізації проекту вони поділяються на такі види: проекти, які реалізуються самим підприємством без сторонньої допомоги; проекти, які реалізуються за участю інших вітчизняних інвесторів (до них відносять також проекти, які реалізуються за рахунок фінансування із державного бюджету для державних підприємств); проекти, які реалізуються за участю іноземних інвесторів. Така класифікація інвестиційних проектів значною мірою визначає вимоги до структури та рівня обґрунтування їхніх окремих розділів.

7. У зарубіжній практиці широко використовується класифікація інвестиційних проектів за рівнем їхнього ризику. За цією ознакою найбільш поширеним є таке групування інвестиційних проектів:

- проекти з рівнем ризику нижче середнього (до них відносять, як правило, інвестиційні проекти, що мають забезпечити зниження собівартості продукції);

- проекти із середнім рівнем ризику (до них відносять, як правило, проекти реконструкції або нового будівництва, що забезпечують розширення виробництва продукції); проекти з рівнем ризику вище середнього (до них відносять, як правило, інвестиційні проекти, спрямовані на розробку нової продукції або проникненням на інші регіональні ринки її збуту);

- проекти з найвищим рівнем ризику (до них відносять, як правило, проекти, спрямовані і на дослідження та розробку нової технології виробництва, а також на первісне її впровадження).

Деякі економісти пропонують класифікувати інвестиційні проекти за їх нормою прибутку. Але, з нашого погляду, така класифікація проектів не досить коректна, бо насамперед рівень прибутку за інвестиціями значною мірою визначається рівнем їх ризику (чим вищий рівень інвестиційного ризику, тим більшою, за інших однакових умов, має бути норма інвестиційного прибутку); крім того, норма прибутку за інвестиційними проектами підприємств різних галузей економіки коливається у досить значному діапазоні і та норма прибутку, що вважається високою для підприємств однієї галузі, може бути низькою його нормою для підприємств іншої галузі; нарешті, кількісний критерій високої чи малої норми прибутку інвестиційного проекту визначається рівнем прибутковості поточної операційної діяльності після реалізації проекту, тому мірою прибутковості конкретного проекту може бути лише середній рівень рентабельності операційної діяльності даного підприємства.

На підставі розглянутих вище принципів і класифікаційних ознак у табл. 5.2 наведено класифікацію інвестиційних проектів, яка пропонується для виробничих підприємств.

Таблиця 5.2

Класифікація інвестиційних проектів виробничих підприємств за окремими класифікаційними ознаками

Класифікаційні ознаки	Види інвестиційних проектів підприємств
1. Цільова спрямованість інвестиційного проекту	а) проекти розвитку підприємства; б) проекти санації підприємства.
2. Напрямок інвестиційного проекту відповідно до цілей стратегічного розвитку підприємства	а) проекти освоєння нової продукції; б) проекти вдосконалення (впровадження нової) технології; в) проекти суттєвого нарощення обсягів виробництва продукції; г) проекти освоєння нових ринків збуту продукції; д) проекти розширення сировинної бази (для підприємств добувних галузей економіки)
3. Конкретна форма здійснення реальних інвестицій підприємства	а) проекти придбання цілісних майнових комплексів; б) проекти нового будівництва об'єктів; в) проекти реконструкції підприємства; г) проекти модернізації активної частини основних виробничих фондів; д) проекти придбання окремих видів матеріальних та інноваційних нематеріальних активів
4. Обсяг інвестування, необхідний для реалізації проекту	а) малі проекти з обсягом фінансування до 500 тис. грн.; б) середні проекти з обсягом фінансування від 501 до 2000 тис. грн.; в) великі проекти з обсягом фінансування понад 2000 тис. грн.
5. Термін реалізації інвестиційного проекту	а) короткострокові проекти з терміном реалізації до одного року;



Класифікаційні ознаки	Види інвестиційних проектів підприємств
	б) середньострокові проекти з терміном реалізації від одного до двох років; в) довгострокові проекти з терміном реалізації понад два роки.
6. Склад інвесторів, що мають реалізувати інвестиційний проект	а) проекти, які реалізуються самим підприємством без сторонньої допомоги; б) проекти, які реалізуються за участю інших вітчизняних інвесторів; в) проекти, які реалізуються за участю іноземних інвесторів
7. Рівень ризику інвестиційного проекту	а) проекти з рівнем ризику нижче середнього; б) проекти з середнім рівнем ризику; в) проекти з рівнем ризику вище середнього; г) проекти з найвищим рівнем ризику

Запропонована нами класифікація інвестиційних проектів виробничих підприємств дає змогу більш диференційовано формулювати вимоги до їхньої розробки та оцінки.

Розробка кожного інвестиційного проекту виробничих підприємств від первісної його ідеї до початку експлуатації являє собою його повний цикл, який складається з трьох окремих фаз: передінвестиційної, інвестиційної та експлуатаційної. Кожна з цих фаз, у свою чергу, поділяється на окремі стадії. Згідно з рекомендаціями UNIDO (Організації Об'єднаних Націй з Промислового Розвитку), до складу окремих фаз інвестиційного циклу мають входити такі стадії:

- передінвестиційна фаза: визначення інвестиційних можливостей; аналіз альтернативних варіантів проекту; попередній вибір варіанту проекту; підготовка проекту (попереднього техніко-економічного обґрунтування); прийняття рішення про інвестування;

- інвестиційна фаза: проведення переговорів та укладення контрактів; інженерно-технічне проектування; будівельні роботи та встановлення обладнання; передвиробничий маркетинг, включно із забезпеченням постачання; набір та підготовка персоналу; здача об'єкта в експлуатацію;

- експлуатаційна фаза: прийняття об'єкта до експлуатації; запуск виробництва; корегування технології; коригування парку обладнання; корегування складу персоналу.

У процесі прийняття інвестиційних рішень щодо реалізації окремих проектів найбільш важливою стадією є якісна розробка техніко-економічного його обґрунтування (або бізнес-плану інвестиційного проекту). В Україні зміст цього документа — структура та вимоги до обґрунтування окремих його показників — регулюється Положенням про типовий бізнес-план, яке затверджено наказом Фонду Державного майна України.

Відповідно до цього Положення структура бізнес - плану інвестиційного проекту підприємства має складатися з таких розділів:

- юридичний статус підприємства;
- стисла історична довідка про діяльність підприємства;
- характеристика продукції, що виробляється та пропонується до виробництва підприємством, а також ринків її збуту;
- характеристика конкурентного середовища;
- план маркетингової діяльності;
- план виробничої діяльності;
- організаційний план;
- план охорони навколишнього середовища;
- фінансовий план та програма інвестицій;
- аналіз можливих ризиків та страхування їх;
- висновки.

Розглянуту структуру бізнес-плану (техніко-економічного обґрунтування) інвестиційного проекту може бути використано для проектів придбання цілісних майнових комплексів нового будівництва, повної реконструкції підприємства. Проекти ж модернізації активної частини основних засобів, придбання окремих видів матеріальних інноваційних нематеріальних активів, то структура розділів і перелік показників їхніх бізнес-планів можуть бути значно скорочені. Наведена структура розділів бізнес-плану інвестиційного проекту певною мірою відрізняється від загально визнаної в міжнародній практиці, тому за нею можуть розроблятися лише проекти, які фінансуються самим підприємством або спільно з вітчизняними інвесторами. Якщо ж передбачається участь у реалізації інвестиційного проекту іноземних інвесторів, то структура обґрунтування проекту, за вимогами UNIDO має містити як мінімум такі розділи:

- короткий виклад положень проекту (резюме);
- передумови та основна ідея проекту;
- аналіз ринку та концепція маркетингу;
- сировина та постачання;
- місцезнаходження, ділянка для будівництва, навколишнє середовище;
- проектування та технологія;
- організація та накладні витрати;
- трудові ресурси;
- планування та складання бюджету реалізації проекту;
- фінансовий аналіз та оцінка ефективності інвестицій.

Інвестиційні проекти, які не відповідають визначеній структурі розділів і показників бізнес-плану, до розгляду міжнародними фінансовими організаціями і окремими банками не приймаються. При

розробці таких інвестиційних проектів має бути використана розроблена UNIDO спеціальна комп'ютерна програма COMFAR.

### 5.3. Оцінка ефективності інвестиційних проектів

Метою управління капітальними інвестиціями є вибір найефективніших інвестиційних проектів і забезпечення реалізації окремих інвестиційних програм. Особлива увага приділяється вибору інвестиційних проектів, що здійснюється на основі оцінки їх ефективності при забезпеченні послідовності проведення аналізу. Прийняття або відхилення інвестиційного проекту здійснюється після проведення його аналізу за такої послідовності (рис. 5.2).

Ефективність інвестиційних проектів оцінюється на основі таких принципів:

перший – оцінка повернення інвестованого капіталу повинна здійснюватися на основі показника грошового потоку, який формується за рахунок сум чистого прибутку та амортизаційних відрахувань у процесі експлуатації інвестиційних проектів;

другий – обов'язкове приведення до теперішньої вартості як інвестованого капіталу, так і сум грошового потоку;

третій – вибір диференційованої ставки процента (дисконтної ставки) у процесі дисконтування грошового потоку для різних інвестиційних проектів.

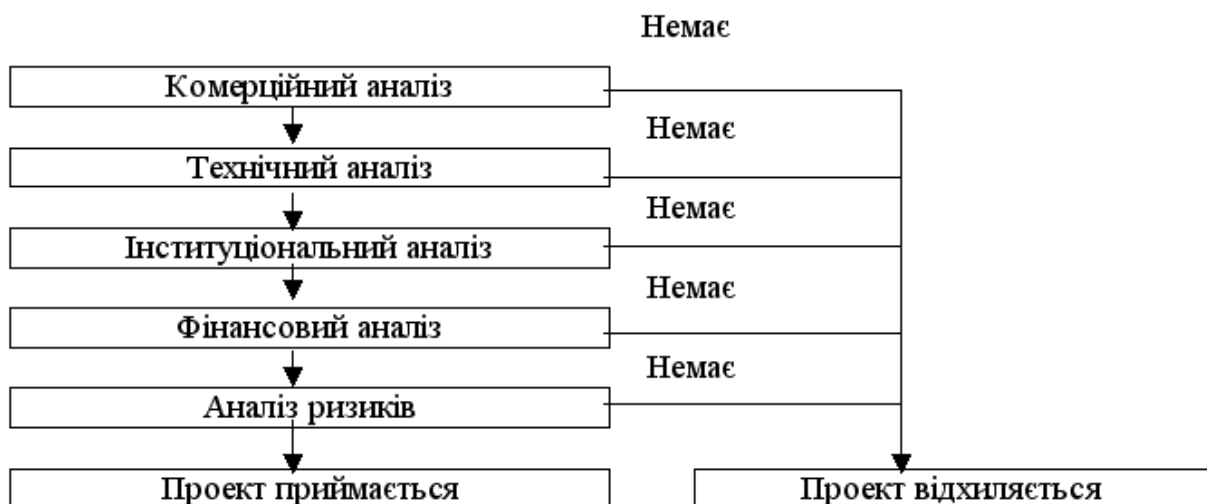


Рис. 5.2. Послідовність аналізу інвестиційного проекту

У процесі прийняття інвестиційних рішень щодо реалізації окремих з альтернативних проектів вирішальну роль відіграє оцінка їхньої ефективності. З метою отримання результатів такої оцінки за кожним з проектів, що розглядаються, має бути проведено відповідний фінансовий аналіз. У процесі такого аналізу зіставляють між собою ефект та витрати за

кожним проектом, що розглядається, з урахуванням рівня інвестиційних ризиків за ними.

Існує значна кількість показників і методів визначення ефекту та витрат за інвестиційними проектами різних видів. Використання цих показників і методів передбачає, що в процесі розробки інвестиційного проекту вже проведено необхідні технологічні, маркетингові, організаційні та інші дослідження і складено капітальний бюджет за ним, який включає всі види необхідних інвестиційних витрат у кожному інтервалі часу. При цьому показники як доходів, так і витрат, які розглядаються в процесі фінансового аналізу інвестиційних проектів, повинні мати безпосереднє відношення до інвестиційного процесу. Для того щоб впевнитись у наявності такого безпосереднього зв'язку, достатньо відповісти лише на таке запитання: “Чи зміняться ці витрати і доходи підприємства внаслідок прийняття інвестиційного рішення за проектом, що розглядається?”

Інвестиційний процес підприємства в цілому і реалізація окремих проектів зокрема характеризуються як надходженням відповідних доходів, так і здійсненням інвестиційних витрат протягом окремих інтервалів часу. Якщо в певному інтервалі часу сума доходів, пов'язаних із реалізацією інвестиційного проекту, перевищує суму інвестиційних витрат, підприємство одержує чистий інвестиційний дохід або “позитивний грошовий потік” (positive cash flows). Якщо ж в окремому інтервалі часу сума інвестиційних витрат більша, ніж сума отриманих доходів, то підприємство має так звані чисті інвестиційні витрати або “відлив грошових коштів” (cash on flay). Уся сукупність позитивних і відливних грошових потоків протягом періоду реалізації інвестиційного проекту має назву “чистий грошовий потік” (net cash flow).

Поняття чистого грошового потоку, яке використовується в фінансовому аналізі інвестиційних проектів, не збігається з визначенням цього терміна у бухгалтерському обліку. За бухгалтерської концепцією цей термін визначається лише як чистий прибуток, отриманий у процесі реалізації інвестиційного проекту, тоді як за концепцією фінансового аналізу до чистого грошового потоку за інвестиційним проектом відносять як чистий прибуток, так і амортизаційні відрахування від основних засобів та нематеріальних активів, що використовуються. Таким чином, концепція фінансового аналізу інвестиційних проектів розглядає чистий грошовий потік як загальну суму попередніх витрат, що повертаються інвестору, внаслідок реалізації інвестиційного проекту (в експлуатаційній його фазі).

Однією з базових концепцій теорії фінансового аналізу інвестиційних проектів є оцінка вартості грошей у часі. Вона полягає в тому, що вартість певної суми грошей в інвестиційному процесі є функцією виникнення певних грошових доходів і витрат у часі. Кожна гривня, отримана сьогодні, коштує більше, ніж гривня, яку інвестор може отримати в інвестиційному процесі у будь-якому інтервалі часу наступного періоду. З

цією базовою концепцією пов'язана необхідність проведення у фінансовому аналізі інвестиційних проектів процесів дисконтування (визначення теперішньої вартості) та нарощення (визначення майбутньої вартості грошових потоків у вигляді інвестиційних доходів і витрат).

У практиці фінансового аналізу інвестиційних проектів використовуються насамперед два основних показники оцінки ефективності інвестицій, що базуються на методі дисконтування грошових потоків у часі — “чиста приведена вартість” (net present value, NPV) та “внутрішня норма доходності” (internal rate of return, IRR). Особливості застосування кожного з цих показників оцінки ефективності інвестиційних проектів полягають у наступному.

Показник чистої приведеної вартості дає змогу порівняти між собою теперішню вартість майбутніх доходів від реалізації інвестиційного проекту (у фазі його експлуатації) з інвестиційними витратами, які необхідно здійснити в поточному періоді. Інакше кажучи, чиста приведена вартість являє собою різницю між теперішньою вартістю суми чистого грошового потоку (що визначається згідно з фінансовою концепцією цього терміну) та сумою інвестиційних витрат за проектом. При цьому сума чистого грошового потоку має дисконтуватися до того інтервалу часу, в якому передбачається початок реалізації інвестиційного проекту, а відповідно і здійснення інвестиційних витрат за ним (таке дисконтування має провадитись за постійною ставкою процента, обраною для проведення розрахунків, окремо за кожним інтервалом часу, що передбачається).

Для того, щоб отримати загальну суму чистого грошового потоку у приведеній вартості, необхідно скласти окремі розраховані його суми за різними інтервалами часу протягом усього періоду експлуатаційної фази життєвого циклу інвестиційного проекту. Цей показник розраховується за такими формулами:

$$\text{ЧГП} = \text{ЧГП}_0 + \text{ЧГП}_1 \times a_1 + \text{ЧГП}_2 \times a_2 + \dots + \text{ЧГП}_t \times a_t \quad (5.1)$$

$$\text{або } \text{ЧГП} = \sum_{i=0}^t \frac{\text{ЧГП}_i}{(1+p)^i}, \quad (5.2)$$

де ЧГП — загальна сума приведенного чистого грошового потоку за інвестиційним проектом;

ЧГП<sub>і</sub> — номінальна сума чистого грошового потоку за інвестиційним проектом в окремі інтервали часу його реалізації;

а<sub>і</sub> — коефіцієнт дисконтування суми чистого грошового потоку за інвестиційним проектом, що розглядається;

р — ставка дисконту, обрана для даного інвестиційного проекту (у вигляді десяткового дробу).

Відповідно сума чистої приведеної вартості за інвестиційним проектом розраховується за такою формулою:

$$\text{ЧПВ} = \text{ІВ} - \text{ЧГП}, (8.3)$$

де ЧПВ — сума чистої приведеної вартості за інвестиційним проектом;

ІВ — загальна теперішня вартість інвестиційних витрат за проектом;

ЧГП — загальна сума приведенного чистого грошового потоку за проектом.

Найбільш складним при розрахунках чистої приведеної вартості є визначення ставки дисконту (процента), що індивідуально обирається для кожного інвестиційного проекту, який розглядається, бо ця ставка суттєво впливає на кількісний показник відносної вартості чистого грошового потоку в кожному інтервалі часу. Відповідно до рекомендацій UNIDO “норма дисконту має бути прирівняна до фактичної ставки процента за довгостроковими позиками на ринку капіталу або до ставки процента (вартості капіталу), який сплачується отримувачем позики”. У цьому разі ставка (норма) дисконту, що використовується для розрахунків чистої приведеної вартості, буде відповідати можливому рівню прибутку інвестора, який він міг би отримати на ту ж суму капіталу, за умови вкладення його в будь-якому іншому місці (при цьому допускається, що рівень інвестиційних ризиків для всіх альтернативних варіантів які розглядаються, однаковий). Інакше кажучи, ставка дисконту, яка використовується в цих розрахунках, являє собою мінімальний рівень норми прибутку, нижче якого будь-який інвестор вважав би недоцільним при реалізації інвестиційного проекту.

Але розглянута умова формування ставки дисконту при розрахунках суми чистої приведеної вартості за проектом недостатня. Кожен інвестиційний проект має різний рівень ризику його реалізації (класифікацію інвестиційних проектів за рівнем їхніх ризиків розглянуто в попередньому розділі). Чим вищий рівень інвестиційного ризику за проектом, тим вищим має бути рівень інвестиційного прибутку за ним, а відповідно і ставка дисконту, за якою має розраховуватись сума чистої приведеної вартості.

Таким чином, при розрахунках суми чистої проведеної вартості за окремими інвестиційними проектами ставка дисконту має в кожному разі обиратись індивідуально.

Критерій прийняття інвестиційних рішень на основі розрахованої суми чистої проведеної вартості (за відповідної диференціації ставки дисконту) є однаковим для будь-яких форм реального інвестування і типів інвестиційних проектів. Якщо показник чистої приведеної вартості більший за нуль, інвестиційний проект може бути прийнято до реалізації і навпаки. Позитивне значення показника чистої приведеної вартості в цьому разі означає, що сума теперішньої вартості чистого грошового потоку за інвестиційним проектом перевищує поточну вартість інвестиційних витрат за ним, тобто мети інвестування з фінансових позицій у цьому разі буде досягнуто.

У літературі часто дискутується питання, чи варто приймати до реалізації інвестиційний проект, якщо показник чистої приведеної вартості дорівнює нулю. Таке питання має більше теоретичне, ніж практичне значення, бо в реальній дійсності нульове значення показника чистої приведеної вартості при оцінці інвестиційних проектів трапляється досить рідко. З нашого погляду, процес реального інвестування дуже складний, потребує від інвестора багато зусиль, які не завжди можна оцінити у грошовій формі у складі інвестиційних витрат, тому нульове значення цього показника за інвестиційним проектом є недостатньою формою винагороди за його реалізацію. З метою отримання мінімальної норми інвестиційного прибутку, яку забезпечує нульовий варіант показника чистої приведеної вартості, можна обрати будь-які інші менш клопіткі для інвестора форми інвестування капіталу.

Показник внутрішньої норми доходності також широко використовується в процесі оцінки ефективності окремих інвестиційних проектів. Цей показник характеризує ставку дисконту, за якої дисконтована вартість чистого грошового потоку за інвестиційним проектом дорівнює теперішній вартості інвестиційних витрат за ним. Отже, внутрішня норма доходності являє собою таку ставку дисконту, за якої показник чистої приведеної вартості за інвестиційним проектом набирає нульового значення.

Визначення показника внутрішньої норми доходності на практиці є досить складним процесом, змістом якого є послідовний багатоваріантний вибір різних ставок дисконту з поступовим наближенням до нульового значення чистої приведеної вартості за інвестиційним проектом. З метою спрощення таких розрахунків складено спеціальні фінансові таблиці та комп'ютерні програми, які дають змогу автоматично визначати показник внутрішньої норми доходності при різних значеннях грошових потоків за інвестиційними проектами.

Значення показника внутрішньої норми доходності за конкретним інвестиційним проектом може бути інтерпретоване як рівень чистого грошового потоку, який може бути отримано на інвестований капітал у процесі реалізації цього проекту. Але слід мати на увазі, що одне і те ж значення показника внутрішньої норми доходності може бути отримано за інвестиційними проектами з різною структурою чистого грошового потоку як за обсягом, так і в часі (кількості досліджуваних інтервалів часу реалізації інвестиційних проектів). Тому в процесі фінансового аналізу і розрахунків цього показника завжди мають розглядатись і зіставлятись структура та розподіл у часі дисконтованих чистих грошових потоків за різними інвестиційними проектами — тільки в цьому разі порівняння показників внутрішньої норми доходності за ними буде коректним.

Позитивне інвестиційне рішення про реалізацію проекту на основі показника внутрішньої норми доходності може бути прийнято при умові,

що значення цього показника перевищує ставку дисконту, яка дорівнює мінімальному рівню норми прибутку на ринку капіталу з урахуванням відповідного рівня інвестиційного ризику.

У портфелі методів фінансового аналізу є ще ряд показників оцінки ефективності інвестиційних проектів, які можна розраховувати на основі інформації про грошові потоки, пов'язані із їхньою реалізацією. Найчастіше з цією метою розглядаються показники: “індекс доходності інвестиції” (profitability index; PI); “індекс прибутковості інвестицій” (return on investment; ROI); “період окупності інвестицій” (payback period; PP).

Показник індекс доходності інвестицій потребує для розрахунку ту ж інформацію про дисконтовані грошові потоки, що й показник чистої приведеної вартості. Однак при розрахунках індексу доходності замість знаходження різниці між поточною вартістю інвестиційних витрат і дисконтованою (теперішньою) вартістю майбутнього чистого грошового потоку, пов'язаного з реалізацією інвестиційного проекту, визначається співвідношення цих показників. Загальна формула, за якою ведуться розрахунки індексу доходності за інвестиційним проектом, має такий вигляд:

$$ІДІ = \frac{ЧГП}{ІВ}, \quad (5.4)$$

де ІДІ — індекс доходності за інвестиційним проектом;

ЧГП — загальна сума дисконтованого чистого грошового потоку за інвестиційним проектом;

ІВ — загальна теперішня вартість інвестиційних витрат за проектом.

Критерій прийняття інвестиційних рішень на основі розрахованого індексу доходності однаковий для всіх типів інвестиційних проектів: якщо значення цього показника перевищує одиницю, інвестиційний проект може бути прийнято до реалізації, і навпаки, якщо його значення менше ніж одиниця або дорівнює одиниці, інвестиційний проект має бути відхилений (значення  $PI = 1$  у цьому разі відповідає значенню  $NPV = 0$ , економічний зміст якого було розглянуто раніше).

Показник індекс прибутковості інвестицій розраховується на основі інформації про обсяг інвестованого капіталу і суми чистого прибутку від операційної діяльності в процесі експлуатації інвестиційного проекту. Цей показник визначається звичайно на основі прибутку за один рік, коли інвестиційний проект має експлуатуватись уже на повну потужність. Однак у процесі фінансового аналізу інвестиційних проектів розрахунки цього показника можуть провадитись і для різних ступенів використання виробничих потужностей в окремі роки експлуатації їх. При цьому суму чистого прибутку в окремі роки майбутньої експлуатації інвестиційного проекту має бути відповідно дисконтовано (тобто визначено у теперішній вартості).



Розрахунок індексу прибутковості інвестицій ведеться за такою загальною формулою:

$$III = \frac{ЧП_p}{IB} \times 100, \quad (5.5)$$

де III — індекс прибутковості за інвестиційним проектом, %;

ЧП<sub>p</sub> — річна сума дисконтованого чистого прибутку у фазі експлуатації інвестиційного проекту;

IB — загальна теперішня вартість інвестиційних витрат за проектом.

Використання показника індексу прибутковості для оцінки ефективності інвестиційного проекту має певні недоліки. Перш за все, важко визначити, який рік експлуатації проекту після досягнення ним передбаченої виробничої потужності можна вважати найбільш репрезентативним при розрахунках дисконтованого чистого прибутку (бо звичайно прибуток збільшується кожного року). Крім того, в перші роки експлуатації проекту підприємство використовує певні податкові пільги, тому чистий прибуток у цьому періоді не може бути коректно порівняний із прибутком в умовах нормального його оподаткування. Для усунення цих недоліків пропонується показник річної суми чистого прибутку розраховувати як середньорічний за весь період експлуатаційної фази інвестиційного проекту.

Критерієм прийняття інвестиційних рішень на основі розрахованого показника індексу прибутковості інвестицій може виступати фактичний рівень прибутковості власного капіталу за операційною діяльністю підприємства. Позитивне інвестиційне рішення щодо реалізації інвестиційного проекту може бути прийнято, якщо індекс прибутковості інвестицій буде перевищувати фактичний рівень прибутковості власного капіталу за операційною діяльністю підприємства, і навпаки, якщо індекс прибутковості інвестицій буде нижчим, проект має бути відхилено.

Показник період окупності інвестицій характеризує обсяг часу, необхідного для повного повернення інвестиційних витрат, пов'язаних із реалізацією проекту. При цьому слід нагадати, що, згідно з концепцією фінансового аналізу інвестиційних проектів, це повернення відбувається у формі чистого грошового потоку, який складається із суми як чистого прибутку, так і амортизаційних відрахувань за основними фондами і нематеріальними активами, які використовуються.

Загальна формула, за якою ведуться розрахунки періоду окупності інвестицій, має такий вигляд:

$$ПОІ = \frac{IB}{ЧГП}, \quad (5.6)$$

де ПОІ — період окупності інвестицій за проектом;

IB — загальна теперішня вартість інвестиційних витрат за проектом;

ЧГП — середньорічна сума дисконтованого чистого грошового потоку за інвестиційним проектом.

Показник періоду окупності інвестицій має одну суттєву ваду, на яку слід враховувати в процесі проведення оцінки ефективності інвестиційних проектів. Вона полягає в тому, що на його основі не можна врахувати ті чисті грошові потоки, які буде отримано після повної окупності інвестиційних витрат. Але його перевагою є те, що він чітко визначає, коли підприємство поверне інвестований капітал, що в сучасних умовах жорсткого обмеження вільних грошових коштів має велике значення в процесі оцінки інвестиційної привабливості проекту. Кожне підприємство самостійно визначає критеріальне значення показника періоду окупності для різних типів інвестиційних проектів.

Отже, в процесі фінансового аналізу інвестиційних проектів для оцінки їх ефективності може бути використано значну кількість показників. Однак, роль окремих показників у процесі прийняття інвестиційних рішень щодо реалізації проектів нерівнозначна. Пріоритетним серед розглянутих показників оцінки є показник чистої приведеної вартості, потім — показник внутрішньої норми доходності, а інші оціночні показники слід використовувати в процесі фінансового аналізу інвестиційних проектів лише як допоміжні.

Управління реалізацією інвестиційних проектів здійснюється в розрізі кожного проекту, який включено до інвестиційної програми підприємства і передбачає розробку календарного плану реалізації проекту, а також розробку капітального бюджету.

#### **5.4. Управління джерелами фінансування реальних (капітальних) інвестицій**

Можливості залучення повного обсягу необхідних для реалізації інвестиційних проектів підприємства фінансових коштів є однією з головних передумов прийняття відповідних рішень. Фінансування інвестиційних проектів підприємств, насамперед підприємств виробничого профілю, дістало в останні десятиліття широку міжнародну практику і призвело до створення досить розвиненої мережі організацій, спеціалізованих саме на такому фінансуванні. Ця практика, відома під назвою “проектне фінансування”, створила умови ефективного розвитку підприємств за рахунок інтенсивної інвестиційної діяльності і реалізації капіталомістких інвестиційних проектів галузей виробничої та переробної промисловості, паливно-енергетичного комплексу тощо.

Згідно з потребами практики, отримала відповідний імпульс розвитку і економічна теорія, пов’язана з проектним фінансуванням, окремі положення якої розглядаються в працях багатьох економістів, що ведуть дослідження в цій галузі. Відповідно до цієї теорії фінансування інвестиційних проектів має базуватись на таких основних принципах:

- кваліфікована розробка бізнес-плану (техніко-економічного обґрунтування) інвестиційного проекту;
- орієнтація на співробітництво в реалізації проекту з найбільш зацікавленими і надійними інвесторами;
- попереднє узгодження з потенційними інвесторами основних вимог щодо обґрунтування напрямків і основних показників проекту;
- достатній рівень найважливіших показників оцінки ефективності інвестиційних проектів, у першу чергу, показника чистої приведеної вартості;
- чітке визначення рівня інвестиційних (проектних) ризиків, розподіл їх між учасниками реалізації проекту;
- сприятливий інвестиційний клімат у країні, де має бути реалізовано інвестиційний проект (у разі залучення іноземних інвесторів);
- обов'язкова участь безпосереднього ініціатора інвестиційного проекту у фінансуванні значної його частини.

Відповідно до теорії проектного фінансування, його головною метою є не тільки забезпечення необхідного загального обсягу інвестиційних ресурсів для реалізації проекту, а й оптимізація джерел цього фінансування. Ця оптимізація полягає насамперед у встановленні ефективного співвідношення між власними позиковими джерелами фінансування інвестиційних проектів, а серед власних — внутрішніх і зовнішніх джерел залучення фінансових коштів. Для підприємств державної форми власності певного значення набуває також визначення співвідношення централізованих і децентралізованих фінансових коштів, що залучаються до реалізації інвестиційних проектів. Принципову класифікацію основних джерел фінансування інвестиційних проектів за найважливішими ознаками наведено на рис. 5.4.



Рис. 5.4 Принципова класифікація основних джерел фінансування інвестиційних проектів державних виробничих підприємств

На основі рекомендованої класифікації розглянемо можливості формування інвестиційних ресурсів у розрізі окремих джерел фінансування інвестиційних проектів підприємств на сучасному етапі.

Поділ джерел фінансування інвестиційних проектів державних підприємств на централізовані та децентралізовані, відповідно до діючої в Україні практики формування державного бюджету, має певну цільову спрямованість. Так, за рахунок централізованих джерел фінансується розвиток міжгалузевих і міжрегіональних виробничих програм, будівництво нових капіталомістких підприємств, розв'язання інших особливо важливих завдань згідно з переліком підприємств та об'єктів, включених до програми економічного та соціального розвитку України. Разом із тим, за рахунок децентралізованих джерел має здійснюватись фінансування технічного переозброєння і реконструкції підприємств, розширення діючих виробництв, будівництво об'єктів соціального та природоохоронного призначення на діючих державних виробничих підприємствах.

Згідно з Указом Президента України "Про Основні напрями інвестиційної політики на 1999-2001 роки" прогнозовані обсяги бюджетних інвестицій становлять у цій перспективі 9,9 млрд. грн., в тому числі у 1999 році - 2238 млн. грн.; у 2000 році - 3100 млн. грн. і у 2001 році - 4550 млн. грн. Це свідчить про те, що державна підтримка інвестиційного процесу підприємств державного сектору економіки зростає.

Серед децентралізованих власних джерел фінансових ресурсів, що формуються безпосередньо на підприємствах як державної так і недержавної форми власності і спрямовуються на інвестиції, головне місце посідають прибуток та амортизаційні відрахування.

Прибуток є основним внутрішнім джерелом формування фінансових ресурсів, що забезпечує всі напрямки стратегічного розвитку підприємства. За рахунок прибутку підприємство сплачує податок на прибуток та інші платежі, формує резервний фонд і фонд споживання, накопичує інвестиційні ресурси для виробничого розвитку. Ця остання частина прибутку підприємства спрямовується на фінансування його інвестиційних проектів. Обсяг інвестиційних ресурсів, який формується за рахунок прибутку підприємства, визначається в процесі його розподілу на різні цілі.

Однак, в сучасних умовах кризового розвитку економіки України в цілому і виробничих підприємств зокрема прибуток не відіграє належної ролі у формуванні інвестиційних ресурсів. Більшість підприємств державної і колективної форми власності мають занадто низький рівень рентабельності, а значна частина їх працюють збитково. На більшості виробничих підприємств прибуток не може забезпечити помітного обсягу

фінансування не тільки проектів їхнього розвитку, а навіть й проектів санації їх.

Амортизаційні відрахування від основних засобів і нематеріальних активів, що використовуються підприємствами, є більш сталим джерелом формування інвестиційних ресурсів, особливо на підприємствах із значним обсягом цих активів. При цьому за рахунок використання різних методів амортизації підприємство може регулювати формування амортизаційних потоків. Відповідно до Закону України “Про внесення змін до Закону України “Про оподаткування прибутку””, П(С)БО 1 “Загальні вимоги до фінансової звітності” та П(С)БО 7 “Основні засоби” підприємство самостійно обирає метод лінійної або прискореної амортизації основних засобів.

Відповідно до п.26 П(С)БО 7 “Основні засоби” річна сума амортизаційних відрахувань може бути розрахована одним із наступних способів.

1) Прямолінійного списання - виходячи з амортизуємої вартості об'єкта основних засобів і норми амортизації, визначеної виходячи із очікуваного строку корисного використання цього об'єкту. Під амортизуємою вартістю розуміється первісна або переоцінена вартість основних засобів за вирахуванням їх ліквідаційної вартості.

2) Зменшення залишкової вартості - виходячи із залишкової вартості об'єкта на початок звітного року або первісної вартості на дату початку нарахування амортизації і норми амортизації (у відсотках) розрахованої як різниця між одиницею і результатом кореня ступеня кількості років корисного використання об'єкта з частки від результату ділення ліквідаційної вартості об'єкта на його первісну вартість.

3) Прискореного зменшення залишкової вартості - виходячи із залишкової вартості об'єкту на початок звітного періоду або початкової вартості на дату початку нарахування амортизації і річної норми амортизації, розрахованої виходячи із строку корисного використання об'єкту, яка подвоюється.

4) Кумулятивного - виходячи із амортизуємої вартості і кумулятивного коефіцієнта, де в чисельнику - кількість років, які залишаються до кінця строку використання об'єкта основних засобів, а в знаменнику - сума числа років його корисного використання.

5) Виробничого, за яким розраховується місячна сума амортизаційних відрахувань, виходячи з фактичного місячного обсягу продукції (робіт, послуг) і співвідношення амортизуємої вартості і загального обсягу продукції (робіт, послуг), який підприємство розраховує виготовити (виконати) з використанням об'єкта основних засобів.

6) Підприємство може використовувати метод і норми нарахування амортизації основних засобів, що передбачені податковим законодавством

відповідно до ст.8 Закону України “Про оподаткування прибутку підприємств”.

При застосуванні методу нарахування амортизації відповідно до податкового законодавства використовуються такі норми зношування, встановлені у відсотках до балансової вартості кожної з груп основних фондів на кінець звітного періоду:

- для групи 1 (будівельні, споруди, їхні структурні компоненти та передавальні пристрої, в тому числі житлові будинки та частини їх) — 5% на рік;

- для групи 2 (автомобільний транспорт та вузли до нього; меблі; побутові електронні, оптичні, електромеханічні прилади та інструменти, включно з електронно-обчислювальними машинами, іншими машинами для автоматичної обробки інформації, інформаційні системи, телефони, мікрофони та рації; інше конторське обладнання, устаткування та приладдя до нього) — 25% на рік;

- для групи 3 (будь-які інші основні фонди, не включені до груп 1 і 2) — 15% на рік.

При застосуванні методу прискореної амортизації (згідно із податковим законодавством, цей метод може бути застосовано лише щодо основних фондів групи 3) використовуються такі норми амортизації: перший рік експлуатації — 15%; другий рік експлуатації — 30%; третій рік експлуатації — 20%; четвертий рік експлуатації — 15%; п'ятий рік експлуатації — 10%; шостий рік експлуатації — 5%; сьомий рік експлуатації — 5%.

Порівнюючи норми амортизації за різними методами нарахування їх бачимо, що прискорена амортизація основних засобів створює більш сприятливі умови фінансування їхнього оновлення (модернізації). Прискорені методи нарахування амортизації дозволяють на початку використання об'єкту основних засобів нараховувати амортизацію у більших сумах, ніж в кінці строку використання цього об'єкту. А застосування методу прискореної амортизації до 3 групи основних фондів відповідно до податкового законодавства України створює умови для зменшення суми податкових платежів за рахунок прибутку підприємств у перші роки експлуатації основних фондів цієї групи.

Серед зовнішніх власних джерел фінансування інвестиційних проектів підприємств головне місце посідають залучення додаткового акціонерного капіталу та продаж за грошові кошти пакетів акцій.

Залучення додаткового акціонерного капіталу є найбільш поширеною практикою формування власних інвестиційних джерел підприємств, створених у формі акціонерних товариств. При цьому створюються сприятливі умови для повного покриття потреби не тільки у капітальних вкладеннях в основні засоби, а і для фінансування приросту власних обо-

ротних коштів. Механізмом такого залучення власних фінансових ресурсів є додаткова емісія акцій акціонерним товариством, і державним також.

Продаж за грошові кошти пакетів акцій, що належать державі, також дає змогу сформувати певний обсяг інвестиційних ресурсів у грошовій формі. Але це джерело формування фінансових ресурсів має певні межі: по-перше, воно обмежене загальною сумою акціонерного капіталу державних акціонерних товариств; по-друге, продаж частини акцій не повинен призводити до втрати важелів реального управління такими підприємствами з боку державних органів (тобто продаж окремих пакетів акцій, що належать державі, не повинен позначатися на володінні нею контрольним пакетом цих акцій). Відповідно до наказу Фонду Державного майна України, продаж за грошові кошти пакетів акцій, що належать державі, може здійснюватись не тільки на фондових біржах, а й у позабіржовій фондовій торговій системі шляхом проведення аукціонів.

Як перше, так і друге джерела зовнішнього залучення власних фінансових коштів можуть бути використані для реалізації інвестиційних проектів, які мають високу привабливість для інвесторів і можуть мобілізувати достатній обсяг залучення власного капіталу.

Фінансування інвестиційних проектів як державних так і недержавних виробничих підприємств може здійснюватись не лише за рахунок коштів державного бюджету і формування власного капіталу із внутрішніх і зовнішніх джерел, а й шляхом залучення необхідного обсягу позикового капіталу. Основними формами залучення позикових коштів для фінансування інвестиційних проектів підприємств у сучасних умовах виступають банківське кредитування, лізинг та залучення іноземних інвестицій на зворотній основі.

Банківське кредитування інвестиційних проектів є найбільш традиційною формою залучення позикових фінансових ресурсів. Але в сучасних умовах комерційні банки України надають підприємствам в основному короткострокові кредити, в той час як фінансування інвестиційної діяльності потребує використання довгострокових кредитів, які надаються у незначних розмірах під високі процентні ставки.

Перспективи розвитку банківського кредитування інвестиційних проектів пов'язані з подоланням економічної кризи в Україні, істотним зростанням обсягу кредитних ресурсів комерційних банків, правовим врегулюванням багатьох питань іпотечного кредитування (проект закону "Про іпотеку" вже внесено на розгляд Верховної Ради України).

Одним із найпоширеніших джерел фінансування інвестиційних проектів реконструкції і модернізації у світовій практиці є лізинг, він вже набуває певного поширення в Україні. Певним поштовхом до такого поширення став Закон України "Про лізинг", який визначив основні правові умови для застосування цієї форми позикового фінансування інвестиційної діяльності підприємств. Відповідно до цього закону, об'єктом лізингу мо-

же бути будь-яке нерухоме та рухоме майно, яке може бути віднесено до основних засобів (для порівняння слід відзначити, що у світовій практиці об'єкт лізингових відносин значно ширший).

У інвестиційному процесі підприємств можуть використовуватись як фінансовий, так і оперативний види лізингу. Лізингові форми обслуговування інвестиційного процесу мають набути значного поширення в Україні, бо, як свідчить досвід країн із перехідною економікою, вони найбільш ефективні з-поміж позикових форм фінансування інвестиційних проектів.

Найбільш актуальною проблемою для України на сучасному етапі є залучення іноземних інвестицій. У 1998 році іноземні інвестиції надходили в Україну більш як 80 країн світу; безумовними лідерами в цьому напрямку були фірми США, Німеччини та Великобританії. Найпривабливішими для іноземних інвесторів є галузі металообробки, машинобудування харчової промисловості та деякі інші. Але загальна частка іноземних інвестицій у фінансуванні в Україні у 5—6 разів нижча, ніж у країнах Східної Європи в цілому, фінансування же підприємств державної форми власності становить лише 1% від загального їх обсягу.

Розширення обсягу іноземних інвестицій в Україну пов'язане із стабілізацією її політичного й економічного становища, створенням більш сприятливого інвестиційного клімату, розширенням системи гарантій повернення інвестованого капіталу, активізацією взаємовідносин із міжнародними інвестиційними інституціями — Міжнародним банком реконструкції та розвитку, Міжнародною асоціацією розвитку, Міжнародною фінансовою корпорацією, Європейським банком реконструкції та розвитку. Ефективному використанню іноземних інвестицій для забезпечення розвитку державних виробничих підприємств має сприяти створена в 1997 році за указом Президента Палата незалежних експертів з питань іноземних інвестицій.

Джерела фінансових ресурсів, які використовує підприємство для фінансування інвестиційної діяльності обумовлюють форми фінансування інвестицій: самофінансування; фінансування за рахунок позикових коштів; змішане фінансування.

Більшість джерел фінансування інвестицій формуються в процесі фінансової діяльності підприємства, яка призводить до зміни розміру, складу власного та позикового капіталу. До такої діяльності, зокрема, відносять одержання грошових коштів від розміщення акцій та від інших операцій, що зумовлює збільшення власного капіталу, одержання грошових коштів в результаті утворення боргових зобов'язань, що збільшують позиковий капітал (отримання кредиту, випуск облігацій, видачу векселів). Водночас, складовою цієї діяльності є виплата грошових коштів для погашення раніше отриманих позик, виплата дивідендів грошима, викуп раніше випущених підприємством акцій та ін.



На вибір джерел фінансування інвестиційної діяльності впливають такі фактори: вартість залученого капіталу; співвідношення власного і позикового капіталів; рівень ризику.

При управлінні джерелами фінансування капітальних інвестицій визначають їх оптимальну структуру. Розмір джерел фінансування капітальних інвестицій у першу чергу залежить від обсягу і структури інвестиційних витрат, з урахуванням зміни індексу цін після затвердження показників бізнес - плану проекту.

В умовах дефіциту коштів необхідно передбачити узгодження загального обсягу надходження коштів з показниками загального обсягу інвестиційних витрат за періодами виконання робіт та забезпечити рівномірність надходження коштів відповідно до календарного плану здійснення робіт.

Оптимізація джерел фінансування інвестиційних проектів потребує в кожному випадку визначення вартості залучення інвестиційних ресурсів із різних джерел і розрахунку їхньої середньої вартості (середньої вартості капіталу, що залучається). При цьому щодо кожного із джерел фінансування мають бути використані всі резерви мінімізації вартості залучення їх. Ефективною слід вважати таку структуру джерел фінансування інвестиційного проекту, за якої середня вартість капіталу, що залучається значно нижча за внутрішню норму доходності за ним. Таке співвідношення слід вважати найважливішим критерієм можливості реалізації інвестиційного проекту за запропонованою схемою його фінансування.

## **5.5. Управління фінансовими інвестиціями**

Фінансові інвестиції є активною формою ефективного використання тимчасово вільного капіталу. До традиційних активів відносяться акції і облігації. Саме вони є основними інструментами формування капіталу одними підприємствами і напрямками його розміщення для інших.

Акції можуть бути іменними, на пред'явника, привілейованими та простими. Привілейовані акції дають власникові переважне право на одержання дивідендів, а також на пріоритетну участь у розподілі майна акціонерного товариства в разі його ліквідації. Власники привілейованих акцій не мають права брати участь в правлінні акціонерним товариством, якщо інше не передбачено його статутом.

Привілейовані акції можуть випускатися із фіксованими (у процентах до їх номінальної вартості) щорічно виплачуваними дивідендами. Виплата дивідендів здійснюється у розмірі, зазначеному в акції, незалежно від величини одержаного товариством прибутку. Якщо прибуток відповідного року є недостатнім, виплата дивідендів за привілейованими акціями здійснюється з резервного фонду. Якщо розмір дивідендів, що сплачують-

ся акціонерам за простими акціями, перевищує розмір дивідендів за привілейованими акціями, власникам останніх може надаватися доплата до розміру дивідендів, сплачених іншим акціонерам.

За кількістю голосів, що акції надають їхнім власникам на загальних зборах акціонерів, розрізняють так звані одноголосі, багатоголосі та безголосі акції. Певна кількість акцій, що зосереджена в одних руках і забезпечує більшість голосів, має назву контрольного пакета акцій.

Власник акцій формально не вважається власником підприємства. Він не має права вилучати свою частку з виробництва, оскільки та не має самостійного значення.

У разі, коли акціонер з тих чи інших причин захоче позбутися належних йому акцій, він може або повернути їх самому товариству (в акціонерних товариствах закритого типу), або продати на ринку цінних паперів (коли це акції товариства відкритого типу).

До акції може додаватися купонний лист на виплату дивідендів, що містить такі основні дані: порядковий номер купона на виплату дивідендів, порядковий номер акції, за якою виплачуються дивіденди, найменування акціонерного товариства і рік виплати дивідендів.

Облігація – це основний вид боргових зобов'язань, згідно з яким позичальник (емітент) повинен сплатити певну суму кредиторю (власнику) по завершенні визначеного терміну і суму щорічного доходу у вигляді фінансового або плаваючого відсотку. Зміна плаваючого відсотку відбувається згідно з встановленими правилами. Саме тому облігації називають цінними паперами з фіксованим доходом.

Облігації є цінними паперами, які можуть випускати держава, підприємства і іноземні організації на певний, наперед визначений період часу, після цього вони підлягають викупу емітентом за номінальною вартістю. Власник облігацій, будучи кредитором, одержує щорічно (щопіврічно, щоквартально) фіксований відсоток від їх номінальної вартості.

Існують короткострокові (кілька тижнів), середньострокові (1-7 років), довгострокові (до 30 років) і безстрокові облігації.

На відміну від акцій, за облігаціями гарантується сплата відсотку у встановлений строк, але його розмір, як правило нижчий від дивідендів.

Надійність облігації залежить від декількох причин. Найбільш надійна облігація для інвестора – це державна, короткострокова, іменна, серійного погашення з плаваючим відсотком, яка забезпечена матеріальним носієм. Зміна будь-якого з цих факторів призведе до зниження надійності облігації. Для інвестора ненадійними є облігації низькоприбуткові і з правом відзиву. Отже, вибір типу певного цінного паперу є фінансовим рішенням, що визначає економічні умови майбутньої діяльності підприємства.

Особливу увагу потрібно приділяти методам оцінки реальної вартості окремих видів фінансових вкладень. Вартість, що визначається сумою доходів, які цінні папери можуть принести їх власникові.

Вартість цінних паперів - вартість, як і будь-яких інших товарів в умовах ринку, визначається за попитом на них та їх пропозицією. Котирування цінних паперів на біржі дозволяє визначати їх ринкову ціну (курс акцій, курс облігацій).

Курс акцій – ціна, за якою акції котируються і продаються на фондовій біржі. Виражається в їх абсолютній грошовій вартості або відношенням вартості реалізації до номінальної вартості. Курс акцій прямо залежний від розмірів отримуваних за ними дивідендів і обернено – від норми позикового процента.

Однак перш ніж придбати ті чи інші папери, варто обчислити суму доходів, які вони можуть принести їх власникові, а після зіставлення доходів з ціною, за якою реалізуються цінні папери, приймати рішення про доцільність чи недоцільність їх придбання.

Вартість цінних паперів залежить від трьох чинників: доходів від цінних паперів, темпів зміни доходів, ризику або невпевненості щодо доходів. З них найбільш невизначеним чинником є оцінка ризику, особливо в умовах нестабільності економіки. Під час оцінювання вартості цінних паперів рівень ризику враховує дисконтна відсоткова ставка. Варто пам'ятати, що чим більший ризик, тим непевніші доходи і тим більша відсоткова ставка.

Єдиним теоретичним підходом для оцінювання вартості цінних паперів є такий: вартість цінних паперів визначають як теперішню вартість усіх майбутніх надходжень від них.

Цінні папери з погляду фіксованості доходів поділяються на дві групи:

- цінні папери з фіксованим доходом (твердовідсоткові);
- цінні папери з нефіксованим доходом.

До перших, зокрема, належать облігації та привілейовані акції, до других – прості акції.

Дохідність облігації визначається двома факторами: винагородою за представлений емітенту займ (купонними виплатами) і різницею між ціною погашення і придбання паперу.

Купонні виплати проводяться щорічно або періодично протягом року і виражаються абсолютною величиною або в процентах:

$$D_o = \frac{r \times НВО}{100}, \quad (5.7)$$

де  $D_o$  – абсолютна величина купонного доходу;

НВО – номінальна вартість облігації;

$r$  - річна купонна ставка, %.

Дохідність акції визначається двома факторами: одержанням частини розподіленого прибутку акціонерного товариства (дивідендом) і можливістю продати папір на фондовій біржі за ціною, вищою ціни придбання.

Повний річний дохід від акції у відсотках ( $D_a$ ) обчислюють за формулою:

$$D_a = \frac{CD + (C_p - C_n)}{C_n} \times 100, \quad (5.8)$$

де  $CD$  - дивіденди за рік, грн.;

$C_p$  - курсова ціна акції на момент обчислення, грн.;

$C_n$  - номінальна чи купівельна ціна акції, грн.

У разі, коли акцію придбано після початку фінансового (календарного) року або продано до його закінчення, тобто коли дохід від акції розраховується не за повний рік, формула коригується на період володіння акцією і має вигляд:

$$D_a = \frac{CD + (C_p - C_n)}{C_n} \times \frac{T}{365} \times 100 \quad (5.9)$$

де  $T$  - час володіння акцією протягом року, днів.

Дохід акціонера від зростання курсової вартості акції може бути реалізований тільки в разі продажу акції за новою, вищою ціною. Він дорівнює приростові капіталу. Це потенційно можливий дохід акціонера. Якщо ж власник не продає акції, то реальний дохід від неї обчислюють за формулою:

$$D_a = \frac{CD}{C_n} \times \frac{T}{365} \times 100 \quad (5.10)$$

Коли для обчислення річного доходу замість номінальної ціни акції враховується її курсова (ринкова) чи купівельна ціна, отриманий показник називається дивідендною віддачею акції.

Оцінка ефективності того чи іншого фінансового інструменту інвестування зводиться до оцінки його реальної вартості, яка забезпечує отримання норми інвестиційного прибутку.

Такими нормами прибутку є:

- проценти за вкладами у статутний капітал;
- проценти на депозитні вклади в комерційних банках;
- проценти за облігаціями й іншими борговими цінними паперами;
- дивіденди за акціями та іншими пайовими цінними паперами.

## 5.6. Методи оцінки ефективності фінансових інвестицій

Оцінку фінансових інвестицій здійснюють аналогічно капітальним, шляхом зіставлення обсягу інвестиційних витрат, з одного боку, із сумою

грошового потоку від здійснення такого інвестування, з іншого. Особливість такого зіставлення полягає в тому, що при фінансових інвестиціях у сумі грошових потоків відсутні амортизаційні відрахування. Отже, необхідно розглянути основні методи оцінки ефективності фінансових інвестицій, зокрема оцінки вартості облігацій та акцій.

Оцінка привілейованих акцій. Власники привілейованих акцій регулярно одержують фіксовані дивіденди від компаній, які випускають акції. Вартість привілейованих акцій можна визначити дисконтуючи суму дивідендів за нескінченний період:

$$ДА = \frac{СД}{1 + \kappa} + \frac{СД}{(1 + \kappa)^2} + \frac{СД}{(1 + \kappa)^3} + \dots + \frac{СД}{(1 + \kappa)^\infty}, \quad (5.11)$$

де ДА – дисконтова на сума доходу від володіння привілейованою акцією;

$\kappa$  – ставка дисконту;

СД – річна сума дивідендів (постійний дивіденд).

Це рівняння можна дати у вигляді формули:

$$ДА = \frac{СД}{\kappa} \quad (5.12)$$

Щоб купити акції тієї чи іншої корпорації, необхідно мати інформацію про її фінансовий стан. Такий аналіз здійснюють на основі таких показників: розмір чистого доходу, який припадає на одну акцію; коефіцієнт виплачуваності; коефіцієнт “ціна-дохід” (прибуток); коефіцієнт рентабельності акціонерного капіталу за чистим доходом.

Розмір чистого доходу, який припадає на одну акцію складає різницю між чистим доходом та виплатами по облігаціях, поділену на кількість акцій, випущених в обіг.

Коефіцієнт виплачуваності дорівнює відношенню суми дивіденду на розмір чистого доходу, який припадає на одну а акцію, помножений на 100%.

Коефіцієнт ”ціна – дохід” (прибуток) встановлює зв’язок між ціною акції та величиною чистого доходу (прибутку) корпорації, який припадає на одну акцію і розраховується як відношення ціни акції на дохід (прибуток) на одну акцію.

Коефіцієнт рентабельності - акціонерного капіталу по чистому доходу – це показник, зворотний коефіцієнту ”ціна – дохід” (прибуток).

Оцінка звичайних акцій з постійним приростом дивідендів. Дивіденди фірми можуть зростати щорічно постійними темпами. Ціну звичайних акцій з постійними темпами приросту дивідендів (особливо характерна така ситуація для країн з інфляційною економікою), причому щорічні темпи приросту розміру дивідендів однакові (що вважається нормальним явищем), можна визначити, якщо дисконтувати майбутні дивіденди за необхідною ставкою доходу:

$$D_A = \frac{CD(1+p)}{1+\kappa} + \frac{CD(1+p)^2}{(1+\kappa)^2} + \frac{CD(1+p)^3}{(1+\kappa)^3} + \dots + \frac{CD(1+p)^\infty}{(1+\kappa)^\infty} \quad (5.13)$$

де  $p$  – щорічний темп приросту дивідендів на акцію.

Але існує спеціальна формула Гордона (професор Майрон Дж. Гордон):

$$D_A = \frac{CD(1+p)}{\kappa - p} \quad (5.14)$$

Оцінка облигацій. До придбання тих чи інших облигацій, інвестору необхідно з'ясувати, яка прибутковість облигації? і чи не за завищену ціну пропонується купити цю облигацію?

Прибутковість облигації розраховується за формулою:

$$r = \frac{I + (H - O) \cdot n}{O},$$

де  $r$  – прибутковість облигації:

$I$  – розмір процента, який сплачується по облигації у грошовому виразі;

$H$  – номінальна вартість облигації;

$O$  – оплачувана вартість облигації;

$n$  – строк, на який продається облигація.

Теперішня вартість облигації обчислюється за такою формулою:

$$P_0 = I * PVIFA + H * PVIF, \quad (5.15)$$

де  $PVIFA$  – процентний фактор теперішньої вартості анюїтету;

$PVIF$  – процентний фактор теперішньої вартості облигації.

## 5.7. Управління формуванням портфеля фінансових інвестицій

Основна мета формування інвестиційного портфеля полягає у забезпеченні реалізації найдохідніших фінансових інвестицій. До основних типів фінансових портфельів відносяться: портфель доходу, портфель росту, агресивний портфель, компромісний портфель, консервативний портфель.

Метою оптимізації портфеля цінних паперів є формування такого портфеля цінних паперів, який би відповідав вимогам підприємства як дохідністю, так і за ризикованістю, що досягається шляхом збільшення кількості цінних паперів в портфелі.

Кожне підприємство, що бажає розмістити вільні кошти на фондовому ринку, має свою шкалу оцінки ризику і дохідності. Висока дохідність для одного підприємства може показатися низькою для другого.

Підприємства вкладають свої капітали в цінні папери з метою отримання прибутків і збереження капіталу від інфляції. Щоб сформувати ефективний інвестиційний портфель цінних паперів, необхідно знати ха-

рактики і значення різних видів цінних паперів, правила їх випуску, обігу, обліку, оподаткування та інші аспекти.

Портфелем цінних паперів називають сукупність усіх цінних паперів, які належать інвестору. При формуванні свого інвестиційного портфеля цінних паперів підприємство повинно забезпечити безпечність вкладення капіталу в цінні папери, задану прибутковість вкладень, зростання капіталу та його ліквідність.

У залежності від поєднання різних вимог до вкладення капіталу в цінні папери розрізняють наступні види портфеля цінних паперів:

- традиційний консервативний портфель;
- ризикований або агресивний портфель;
- комбінований портфель цінних паперів, який поєднує в собі елементи і ризикованого і традиційного портфеля.

Основним принципом оптимізації портфеля цінних паперів є принцип диверсифікації вкладень, тобто складення між безліччю різних за інвестиційними якостями цінних паперів з метою зниження ризику загальних втрат і підвищення сукупної прибутковості.

Ризикований портфель цінних паперів створюється звичайно на строк не менше 6 місяців. Для того, щоб ризик вкладення в такий портфель міг компенсуватися можливістю отримання високого прибутку, сума вкладення за оцінками західних експертів повинна бути в межах 200–300 тис. гривень.

Комбінований портфель цінних паперів знижує ризик вкладень капіталу, але також вимагає солідних стартових сум вкладення і на довгий період часу (більше 6 місяців).

Традиційний консервативний портфель в класичному вигляді складається з вільних грошових коштів підприємства і короткострокових вкладень у вигляді корпоративних акцій і облігацій та державних цінних паперів.

При формуванні портфеля простих акцій інвестору доводиться долати багато невизначеностей:

- невідомі заздалегідь майбутні фінансові результати емітента;
- невідомі заздалегідь час і величина виплати майбутніх дивідендів за акціями;
- невідомі заздалегідь ступінь ризику при інвестуванні в даний цінні папери.

Для усунення невизначеності при інвестуванні коштів в акції теорія і практика ринкового господарювання виробила визначені підходи до оцінки їх вартості:

- метод капіталізації чистого прибутку;
- метод капіталізації дивідендів;
- метод капіталізації грошових потоків.

Найбільш простою формулою визначення вартості акції є формула капіталізації прибутку:

$$P = \frac{r}{S},$$

де  $P$  – теперішня вартість майбутнього доходу (чистого прибутку на акцію);

$r$  – очікуваний (середній за період) майбутній чистий прибуток на акцію;

$S$  – норма капіталізації або норма ризику.

Вкладення в цінні папери, якими управляють як одним цілим, розглядаються в якості портфеля цінних паперів. Структура портфеля відображає визначене поєднання інтересів інвесторів, а також консолідує в тій чи іншій мірі ризику за деякими цінними паперами. Це дозволяє розглядати портфель як цілісний об'єкт управління, що в свою чергу передбачає наступне:

- визначення задач, які стоять перед портфелем в цілому;
- розробку і реалізацію стратегії і тактики вирішення цих задач.

Тип портфеля – це його узагальнена характеристика з позицій задач, які стоять перед ним, чи видів паперів, які входять в портфель. До цінних паперів, які є об'єктом портфельного інвестування, відносяться:

- акції АТ;
- державні боргові зобов'язання (облігації, розміщені серед юридичних осіб, облігації місцевих органів влади);
- дохідні цінні папери;
- комерційні папери;
- депозитні сертифікати банків, чеки, ощадні сертифікати банків тощо.

Розрізняють декілька типів портфелів:

- портфель зростання, що орієнтований на акції, а курсова вартість швидко зростає. Мета – приріст капіталу інвесторів. Ось чому власникам портфеля дивіденди можуть виплачуватись в невеликому розмірі чи зовсім не виплачуватись;
- портфель доходу, метою якого є отримання високих поточних доходів. Відношення стабільно виплачуваного відсотка та курсової вартості цінних паперів, які входять в цей портфель, вище ринкового. Відповідно їх курсова вартість зростає повільніше;
- портфель ризикового капіталу – портфель, що складається переважно з цінних паперів молодих компаній агресивного типу, які обрали стратегію швидкого розширення;
- збалансований портфель, що складається частково із цінних з швидко-зростаючим курсом, частково з високодохідних цінних паперів. В цьому портфелі можуть знаходитися і високоризикові цінні папери, мета – приріст капіталу і отримання високого доходу,



відповідно до чого і загальні ризику будуть збалансованими. Такий тип портфеля частіше обирають інвестиційні фонди, оскільки він точно відповідає меті їх діяльності;

- · спеціалізований портфель, за яким цінні папери об'єднані не за загальним цільовим, а за більш особистими критеріями (вид ризику, вид цінних паперів, галузева чи регіональна належність), наприклад:
  - 1) портфель стабільного капіталу і доходу (однорідні портфелі, коротко– і середньострокових депозитних сертифікатів);
  - 2) портфель короткострокових фондів (такий портфель характерний для взаємних фондів грошового ринку);
  - 3) портфель середньо– та довгострокових фондів з фіксованим доходом (сформований, як правило, з облігацій);
  - 4) регіональний чи галузевий портфель;
  - 5) портфель іноземних цінних паперів;

Тип портфеля не є чимось постійним, він змінюється в залежності від стану ринку і відповідних змін цілей інвесторів.

З урахуванням української специфіки система цілей портфеля може бути представлена наступним чином:

- · збереження і приріст капіталу;
- · придбання цінних паперів, які за умовами обігу можуть замінювати готівку;
- · доступ через придбання цінних паперів до дефіцитних продуктів і послуг, майнових і немайнових прав;
- · розширення сфери впливу і перерозподілу власності, створення холдінгових та ланцюгових структур;
- · спекулятивна гра на коливаннях курсів;
- · дохідні цілі (зондування ринку, страхування від надмірних ризиків і т. ін.).

Для кваліфікованого управління портфелем необхідно керуватися відповідною портфельною стратегією, яка визначається:

- · типом і цілями портфеля;
- · станом ринку, його активністю, динамікою відсоткової ставки та курсовою вартістю цінних паперів;
- · діючими законодавчими пільгами та обмеженнями;
- · загальноекономічним станом (у тому числі такими факторами як фази економічних циклів, рівень інфляції);
- · необхідністю підтримувати рівень ліквідності та мінімізацію ризиків;
- · типом стратегії (коротко–, середньо– та довгостроковість).

Одним з основних способів зменшення ризику портфельних інвестицій є диверсифікація портфеля – таке комбінування його елементів,

при якому досягається мінімізація ризику при збереженні можливого доходу.

Диверсифікація заснована на розбіжностях в коливаннях доходів та цін на об'єкти інвестування. Очікувана норма доходу з портфеля інвестицій представляє собою середньозважену величину по кожній окремій групі інвестицій, які входять в цей портфель. Ця величина, яку визначають символом  $K_p$ , розраховується наступним чином:

$$K_p = \sum_{i=1}^n x_i K_i,$$

де  $K_p$  – очікувана норма доходу по всіх групах інвестицій;

$x_i$  – частка всієї групи, інвестована в капітал;

$K_i$  – очікувана норма доходу за капіталом;

$n$  – номер капіталу в інвестиційному портфелі.

Ризик для портфеля інвестицій вимірюється середнім квадратичним відхиленням розподілу доходів. Ця величина розраховується за наступною формулою:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n (K_{pi} - \bar{K}_p)^2 x_i P_i},$$

де  $K_{pi}$  – дохід за портфелем інвестицій при  $i$ -тому стані економіки;

$K_p$  – очікувана норма доходу за портфелем інвестицій;

$P_i$  – ймовірність настання  $i$ -того стану економіки.

Для формування диверсифікованого портфеля слід враховувати коефіцієнт кореляції між складовими його цінних паперів. При підборі цінних паперів таким чином, щоб їх доходність коливалась в протифазі ( $K_{кор} = -1$ ) теоретично можливо сформувати портфель з нульовим ризиком.

## **ТЕМА 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

6.1. Поняття грошового потоку як категорії фінансового менеджменту.

6.2. Об'єктивна необхідність управління грошовими потоками та принципи її здійснення.

6.3. Структурування грошових потоків суб'єкта господарювання.

6.4. Основні показники кількісної оцінки грошових потоків суб'єкта господарювання.

6.5. Прогнозування та планування грошових потоків підприємства як основа моделі управління грошовими потоками.

6.6. Оцінка ефективності моделі управління грошовими потоками.

### **6.1. Поняття грошового потоку як категорії фінансового менеджменту**

Сучасна теорія корпоративних фінансів розглядає грошовий потік як стійку сукупність розподілених у часі фактів надходження або вибуття грошових коштів та їх еквівалентів, що генеруються суб'єктом господарювання в результаті здійснення його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, таким чином, грошовий потік можна представити як сукупність послідовних подій, які пов'язані із відособленим та логічно завершеним фактом зміни власника грошових коштів з приводу виконання договірних зобов'язань між суб'єктами господарювання, іншими економічними агентами (державою, домогосподарствами, міжнародними організаціями). З іншого боку, грошові потоки, генеровані суб'єктом господарювання протягом певного періоду, що аналізується, формують також грошовий потік, який надалі ми будемо називати сукупним грошовим потоком підприємства.

Виникнення та формування грошового потоку при здійсненні фінансово-господарської діяльності підприємства є результатом цілеспрямованого прояву сукупності фінансово-економічних відносин та має певні ознаки, основними серед яких необхідно вважати наступні:

1) рух грошових коштів відбувається в результаті виконання певної угоди між двома суб'єктами господарювання, оформленої належним чином;

2) грошові потоки, що генеруються суб'єктом господарювання, мають виключно фінансовий характер, адже їх результатом є формування,

розподіл, перерозподіл чи споживання фондів грошових коштів (у нашому випадку, фондів грошових коштів суб'єкта господарювання);

3) грошові потоки визначають порядок та особливості реалізації інших фінансових відносин, що формують фінанси підприємства, у тому числі, формування фінансових результатів, забезпечення ліквідності та платоспроможності і т.д.

Коротко зупинимося на дослідженні основних (базових) функціонально-організаційних характеристик грошових потоків, які генеруються суб'єктом господарювання в результаті здійснення його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності.

Так, грошовий потік представляється як комплексна категорія із власною структурною характеристикою, яка включає в себе сукупність окремих складових елементів. Серед таких складових грошового потоку можна розглядати такі елементи як:

1) причина формування грошового потоку - визначає як джерело формування грошового потоку (господарська операція суб'єкта господарювання або їх сукупність, виконання якої пов'язано із відповідним формуванням руху грошових коштів), так і фактори формування грошового потоку;

2) форма узгодження грошового потоку - фінансове -математична процедура ідентифікації та структурування грошового потоку, забезпечення його співставності, а також групування та зведення грошових потоків з метою формування інформаційної бази для аналізу руху грошових коштів, наприклад розрахунку Cash Flow від основної діяльності, Free Cash Flow тощо;

3) напрямок руху грошових коштів-форма впливу грошового потоку на фінансове положення суб'єкта господарювання та основні фінансові показники його діяльності, зокрема, зменшення абсолютної величини грошових коштів та їх еквівалентів у розпорядженні, або ж їх збільшення; (4) кількісна оцінка грошового потоку передбачає ідентифікацію абсолютної величини руху грошових коштів в рамках як одного грошового потоку, так і сукупності грошових потоків, зокрема, шляхом кількісної оцінки абсолютної величини сальдо руху грошових коштів.

Базовою формою структурування грошових потоків є виділення вхідних (CashInflows) та вихідних (CashOutflows) грошових потоків. Необхідність виокремлення як вхідного, так вихідного грошових потоків як окремого виду пояснюється, окрім функціонально-організаційних його особливостей, ще й методологічними потребами інформаційного забезпечення фінансового аналізу та управління грошовими потоками суб'єкта господарювання.

Вхідний грошовий потік являється складовою частиною сукупного грошового потоку суб'єкта господарювання в результаті здійснення його основної, інвестиційної та фінансової діяльності. при цьому, грошовий

потік класифікується як вхідний за умови, коли рух коштів в рамках такого грошового потоку призводить до збільшення абсолютної величини грошових коштів та їх еквівалентів, що знаходяться у розпорядженні суб'єкта господарювання на певний момент часу. У якості прикладу вхідних грошових потоків підприємства можна згадати такі:

- 1) надходження виручки від реалізації товарів, робіт та послуг,
- 2) отримання банківського кредиту,
- 3) отримання безповоротної фінансової допомоги,
- 4) надходження від емісії корпоративних облігацій та інші.

Крім того, необхідно відмітити, що вхідний грошовий потік забезпечує виконання сукупності функцій, у тому числі:

- формування фінансових ресурсів суб'єкта господарювання - грошових коштів, збільшення ліквідності та платоспроможності підприємства;
- фінансове забезпечення вихідних грошових потоків;
- виконання зобов'язань між суб'єктами господарювання в рамках господарських договорів тощо.

У свою чергу, вихідний грошовий потік також являється складовою частиною сукупного грошового потоку суб'єкта господарювання в результаті здійснення його основної, інвестиційної та фінансової діяльності, грошовий потік класифікується як вихідний за такою ознакою - рух коштів в рамках даного грошового потоку призводить до зменшення абсолютної величини грошових коштів та їх еквівалентів, які знаходяться у розпорядженні суб'єкта господарювання на певний момент часу. У якості прикладу вихідних грошових потоків підприємства можна згадати такі:

- 1) оплата рахунків постачальників,
- 2) погашення банківського кредиту,
- 3) виплати дивідендів власникам корпоративних прав,
- 4) викуп корпоративних облігацій,
- 5) фінансування придбання основних засобів та інші.

Крім того, необхідно відмітити, що вихідний грошовий потік забезпечує виконання сукупності функцій, у тому числі:

- фінансування потреби підприємства у капіталі на основі грошових коштів, сформованих у рамках вхідних грошових потоків;
- забезпечення виконання поточних зобов'язань підприємства;
- виконання зобов'язань між суб'єктами господарювання в рамках господарських договорів тощо.

Належна структурування сукупності грошових потоків, які генерує підприємство у результаті основної, інвестиційної та фінансової діяльності, а також ефективний аналіз та управління останніми не можливе без проведення кількісної оцінки таких грошових потоків. При цьому ключовою кількісною характеристикою грошового потоку як об'єкта фінансового менеджменту є оцінка його абсолютної величини з метою інформаційного та методологічного забезпечення фінансового аналізу та

управління грошовими потоками суб'єкта господарювання. Можна розрізнити ряд напрямків кількісної оцінки грошового потоку:

1) оцінка грошового потоку як одиничного факту руху грошових коштів;

2) узагальнююча оцінка грошових потоків - руху грошових коштів, об'єднаних спільною функціонально-організаційною характеристикою.

Абсолютна величина грошового потоку як одиничного факту руху грошових коштів має незначне практичне застосування, однак і особливих складнощів щодо її кількісної оцінки не виникає - достатньо проаналізувати первинний документ, який засвідчує проведення фінансово-господарської операції та, відповідно, містить усю необхідну інформацію. Основне її призначення - це інформаційне забезпечення управлінського фінансового обліку, а також формування основи розрахунку часткових та узагальнюючих показників руху грошових коштів з метою їх послідуєчого аналізу.

Значно більше інформаційне навантаження несуть узагальнюючі показники руху грошових коштів суб'єкта господарювання шляхом формування зведених показників грошових потоків (наприклад, грошовий потік від основної діяльності, Free Cash Flow та інші), кількісна оцінка таких показників реалізується як аналіз структури сукупності грошових потоків підприємства за наступним алгоритмом:

- узгодження грошових потоків суб'єкта господарювання, що передбачає проведення, перш за все, вибірки необхідних для подальшої оцінки грошових потоків за обраним критерієм групування;
- визначення абсолютної величини окремих грошових потоків, про що згадувалося вище;
- ідентифікація форми впливу грошового потоку на фінансове положення суб'єкта господарювання, перш за все, класифікація грошового потоку як вхідного або вихідного;
- математичний розрахунок кількісної оцінки абсолютної величини грошового потоку.

Із використанням поданого вище алгоритму здійснюється розрахунок більшості фінансових показників та коефіцієнтів, що використовуються для аналізу, планування та управління, а також оцінки ефективності моделі управління грошовими потоками суб'єкта господарювання, які генеруються в результаті здійснення ним основної, інвестиційної та фінансової діяльності.

## **6.2. Управління грошовими потоками підприємств**

Фінансове забезпечення покриття потреби підприємства у капіталі, а також дотримання своєчасності виконання поточних зобов'язань суб'єкта господарювання залежить від його можливості та спроможності формува-

ти у визначений момент часу необхідний фонд грошових коштів із заданою абсолютною величиною, кількісним вираженням такої характеристики підприємства є рівень його ліквідності (як можливість швидкого формування фонду грошових коштів без значних фінансових втрат) та платоспроможності (як можливість своєчасного та повного погашення зобов'язань).

Із вище сказаного випливає, що підтримання належного рівня платоспроможності та ліквідності суб'єкта господарювання досягається шляхом відповідної організації руху грошових потоків у часі та просторі - управлінням грошовими потоками підприємства. Сукупність методів та форм, що використовуються суб'єктом господарювання для організації руху грошових коштів у часі та просторі відповідно до визначених критеріїв та цілей, будемо називати модель управління грошовими потоками підприємства.

Організація моделі управління грошовими потоками здійснюється із дотриманням сукупності певних принципів, основними з яких є наступні:

- інформаційна достовірність, яка передбачає своєчасне та повне представлення фінансової інформації, структурованої відповідно до потреб моделі;
- збалансованість - обґрунтоване використання для потреб управління грошовими потоками критеріїв та методів групування, зведення та узагальнення грошових потоків суб'єкта господарювання;
- ефективність - визначення оптимального рівня розподілу грошових коштів у просторі та часі з метою мінімізації витрат на досягнення необхідного ефекту (наприклад, підтримання визначеного рівня ліквідності);
- та інші принципи, які визначаються специфікою умов господарювання конкретного підприємства.

Структурування грошових потоків відповідно до обраного критерію чи їх групи є об'єктивною необхідністю організації аналізу грошових потоків та забезпечення ефективності моделі управління останніми. таке структурування дозволяє досягти наступних ефектів:

1) нівелювання впливу функціонально організаційних особливостей окремого грошового потоку за рахунок формування цільової вибірки із сукупності грошових потоків;

2) спрощення та зменшення обсягів інформаційної бази за рахунок використання зведених показників (як загальних, так і часткових).

Основним критерієм, відповідно до якого здійснюється структурування грошових потоків суб'єкта господарювання, є джерело формування таких грошових потоків, в основу даного критерію покладений принцип ідентифікації сукупності господарських операцій відповідно до їх функціонально-організаційного навантаження. Зважаючи, що джерело формування грошового потоку є ключовим у сукупності критеріїв, що ви-

користовуються при організації управління грошовими потоками, розглянемо його більш докладно.

Для потреб управління фінансами прийнято виділяти окремі види діяльності суб'єкта господарювання які формуються як класифікаційні сукупності господарських операцій із аналогічними функціонально - організаційними характеристиками, відповідно до П(С)БО, що враховує світову практику, господарську діяльність підприємств для потреб організації обліку, а також формування та представлення публічної фінансової звітності прийнято поділяти на три види:

- основна діяльність (Operating activity);
- інвестиційна діяльність (Investing activity);
- фінансова діяльність (Financing activity).

Слід відмітити, що приведене вище групування господарських операцій по видам діяльності є основним (і обов'язковим для формування публічної фінансової звітності), однак не єдино можливим.

Національні положення (стандарти) бухгалтерського обліку ідентифікують операційну діяльність (Operating activity) суб'єкта господарювання як основну діяльність, а також будь-які інші види діяльності, які не можуть бути віднесені до інвестиційної або фінансової діяльності. У зв'язку з цим, у фінансовій літературі на позначення операційної діяльності досить часто вживають основна діяльність. Не зважаючи на присутність явної неточності, такий підхід є досить раціональним і з ним можна погодитися. Загалом, операційну, або ж основну, діяльність суб'єкта господарювання необхідно представляти як сукупність господарських операцій, реалізація яких безпосередньо пов'язана із здійсненням тих видів підприємницької діяльності, що передбачені положеннями статутних документів такого суб'єкта. Типовими прикладами даних операцій можуть бути:

- 1) закупівля сировини та матеріалів;
- 2) виплата заробітної плати працівникам;
- 3) сплата податків та інших обов'язкових платежів до бюджету та позабюджетних фондів;
- 4) реалізація виробленої продукції і т.д.

Важливою кількісною характеристикою господарської діяльності суб'єкта господарювання є розрахунок та оцінка абсолютної величини грошового потоку, який генерується в рамках операційної діяльності (Operating Cash Flow). При цьому необхідно згадати механізм кількісної оцінки абсолютної величини грошових потоків, а також розрахунку сальдових показників. величини операційного грошового потоку є основою для розрахунку як сукупного грошового потоку суб'єкта господарювання, так і більшості фінансових показників та коефіцієнтів, що використовуються при управлінні грошовими потоками.



Слід наголосити, що грошовий потік від операційної діяльності суб'єкта господарювання має розглядатися як основне джерело фінансового забезпечення його господарської діяльності у наступні періоди, тому, однією із ключових характеристик ефективно функціонуючого підприємства є наявність протягом тривалого періоду часу позитивного операційного грошового потоку (Operating Cash Flow) із відносно стабільною абсолютною величиною, при цьому високий рівень абсолютної величини операційного Cash Flow має розглядатися як позитивне явище.

У свою чергу, національні положення (стандарти) бухгалтерського обліку ідентифікують інвестиційну діяльність (investing activity) суб'єкта господарювання як сукупність операцій з придбання та продажу довгострокових (необоротних) активів, а також короткострокових (поточних) фінансових інвестицій, які не є еквівалентами грошових коштів. Іншими словами, операції в межах здійснення інвестиційної діяльності суб'єкта господарювання призводять до зміни, як правило, абсолютної величини або ж структури першого розділу активу балансу підприємства - необоротних активів. Типовими прикладами таких операцій можуть бути:

- 1) придбання та введення в експлуатацію виробничого обладнання;
- 2) придбання ринкових цінних паперів і, відповідно, отримання пасивного чи активного доходу;
- 3) придбання нематеріальних активів;
- 4) реалізація об'єктів основних фондів і т.д.

Розрахунок та оцінка абсолютної величини грошового потоку, який генерується в рамках здійснення інвестиційної діяльності, також є важливою кількісною характеристикою господарської діяльності суб'єкта господарювання, при цьому необхідно згадати механізм кількісної оцінки абсолютної величини грошових потоків, а також розрахунку сальдових показників. Величини інвестиційного грошового потоку є складовою моделі розрахунку як сукупного грошового потоку суб'єкта господарювання, так і ряду фінансових показників та коефіцієнтів, що використовуються при управлінні грошовими потоками суб'єкта господарювання.

На відміну від операційної діяльності, інвестиційна діяльність суб'єкта господарювання не є основним джерелом формування його фінансових ресурсів і, відповідно, розглядається як обслуговуюча по відношенню до передбаченої статутними документами діяльності, тому абсолютна величина інвестиційного грошового потоку (Investing Cashflow), як правило, незначна. У випадку ж реалізації підприємством певного проекту (наприклад, модернізації обладнання) формується значний негативний інвестиційний Cash Flow.

Фінансову ж діяльність (Financing activity) підприємств національні положення (стандарти) бухгалтерського обліку класифікують як сукупність операцій, які призводять до зміни величини та (або) складу

власного та позикового капіталу. Іншими словами, фінансова діяльність спрямована на кількісну та/або якісну зміну його пасивів. Типовими прикладами таких господарських операцій підприємств, які включаються до фінансової діяльності, можуть бути:

- 1) емісія корпоративних прав (акції);
- 2) виплата дивідендів;
- 3) отримання банківського кредиту та його погашення;
- 4) лізингове фінансування придбання основних засобів,
- 5) отримання безповоротної фінансової допомоги і т.д.

Важливою кількісною характеристикою господарської діяльності суб'єкта господарювання є розрахунок та оцінка абсолютної величини грошового потоку, який генерується в рамках фінансової діяльності, при цьому необхідно згадати механізм кількісної оцінки абсолютної величини грошових потоків, а також розрахунку сальдових показників. Величини фінансового грошового потоку (finance Cash Flow) є основою для розрахунку як сукупного грошового потоку суб'єкта господарювання, так і більшості фінансових показників та коефіцієнтів, що використовуються при управлінні грошовими потоками суб'єкта господарювання.

Слід відмітити, що грошовий потік від фінансової діяльності суб'єкта господарювання має розглядатися як корегуючий механізм формування фінансового забезпечення потреби підприємства у капіталі для фінансування операційної та інвестиційної діяльності, при цьому, у якості сигналу щодо формування передумов потенційної фінансової кризи на підприємстві можна розглядати наявність значного за абсолютною величиною позитивного фінансового Cash Flow протягом відносно тривалого періоду часу - загроза втрати платоспроможності суб'єкта господарювання. Так, перманентність формування позитивного фінансового Cash Flow свідчить про значну частку зовнішнього (перш за все, позикового) фінансування, що ставить питання про спроможність підприємства забезпечити формування у майбутньому необхідної абсолютної величини операційного грошового потоку - забезпечити джерело погашення таких фінансових зобов'язань.

Важливим показником структурування грошових потоків суб'єкта господарювання є чистий сукупний грошовий потік (Cash Flow) суб'єкта господарювання, що представляє собою зміну абсолютної величини грошових коштів, які знаходяться у розпорядженні підприємства, за певний період часу, така зміна грошової позиції суб'єкта господарювання еквівалентна арифметичній сумі грошових потоків від його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, кількісна оцінка абсолютної величини яких і є основою для розрахунку чистого сукупного грошового потоку підприємства. Розрахунок величини грошового потоку може здійснюватися за одним із двох представлених нижче алгоритмів.

По - перше - прямий метод розрахунку операційного (інвестиційного чи фінансового) грошового потоку, який передбачає аналіз кожної окремої господарської операції, ідентифікацію грошового потоку, який генерується в межах такої операції, та визначання напрямку руху грошових коштів (вхідний грошовий потік або ж вихідний грошовий потік). Отримані абсолютні величин окремих грошових потоків формують цільовий показник у наступному порядку:

$$CashFlow = \sum_{i=1}^n ICF_i - \sum_{j=1}^m OCF_j, \quad (6.1)$$

$CashFlow$  - грошовий потік, що оціється;  $ICF_i$  - і-ий вхідний грошовий потік (CashInFlows);  $OCF_j$  - j- вихідний грошовий потік (CashOutFlows).

По-друге - непрямий метод розрахунку грошового потоку, перш за все, операційного. Операційний грошовий потік суб'єкта господарювання відповідно до непрямого методу визначається як арифметична сума чистого прибутку підприємства, нарахованої протягом періоду амортизації та приросту абсолютної величини забезпечень:

$$CashFlow = NI + D + \Delta S, \quad (6.2)$$

де  $CashFlow$  - операційний грошовий потік суб'єкта господарювання;  $NI$  - чистий прибуток суб'єкта господарювання за період, що аналізується (NetIncome);  $D$  - нарахована протягом періоду амортизація (Depreciation);  $\Delta S$  - приріст абсолютної величини забезпечень наступних втрат та платежів суб'єкта господарювання.

Прогнозування та планування є ключовим елементом фінансового менеджменту, забезпечуючи адекватність моделі управління фінансами суб'єкта господарювання потребам мінливого ринкового середовища та її ефективність. Таке твердження абсолютно справедливе і для моделі управління грошовими потоками підприємства, що дає нам право виділити окреме питання для розгляду базових положень організації прогнозування та планування грошових потоків суб'єкта господарювання в результаті його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності. Даний напрямок фінансового менеджменту (а саме, планування та прогнозування грошових потоків) включає наступні проблемні питання, зокрема:

- 1) визначення та обґрунтування основних цілей та завдань планування та прогнозування грошових потоків суб'єкта господарювання;
- 2) визначення критеріїв прийняття управлінських фінансових рішень щодо прогнозування та планування грошових потоків, які генеруються суб'єктом господарювання у рамках здійснення його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності;

3) аналіз основних складових елементів моделі планування та прогнозування руху грошових коштів в результаті здійснення господарських операцій суб'єктом господарювання;

4) визначення поняття та особливостей використання бюджетування для планування та прогнозування грошових потоків;

5) дослідження процедури формування та аналіз основної фінансової інформації Звіту про рух грошових коштів (Cash Flow Statement), у тому числі - аналіз первинної фінансової інформації формування Звіту та зміст основних його статей.

Основою на сукупності функціонально-організаційних особливостей та базових характеристик грошових потоків, можна визначити сукупність взаємопов'язаних цілей управління останніми в частині планування та прогнозування. Зокрема, до таких основних цілей планування та прогнозування руху грошових коштів можна віднести наступні:

- своєчасність та достовірність інформаційного забезпечення управління фінансами суб'єкта господарювання, у тому числі, зведення, обробка та узагальнення первинної фінансової інформації щодо руху грошових коштів;
- забезпечення ефективності використання грошових коштів суб'єкта господарювання через оптимальний їх розподіл у часі та просторі;
- підтримання прийняттого рівня ліквідності та платоспроможності суб'єкта господарювання, а також попередження формування чи розвитку фінансової кризи;
- забезпечення своєчасності та повноти покриття потреби підприємства у капіталі для фінансування поточних грошових зобов'язань в рамках операційної, інвестиційної чи фінансової діяльності;
- підтримання адекватного балансу між формування резерву ліквідності (вільних грошових коштів та їх еквівалентів) та втраченими альтернативними можливостями тощо.

Визначена вище сукупність цілей прогнозування та планування грошових потоків конкретизуються у відповідності із індивідуальними потребами суб'єкта господарювання та управління його фінансами. Загалом, адекватна ідентифікація та обґрунтування цілей і завдань планування та прогнозування грошових потоків є вихідним етапом формування самої моделі управління грошовими потоками суб'єкта господарювання.

Досягнення визначених індивідуальними потребами підприємства цілей управління грошовими потоками забезпечується їх конкретизацією та визначенням проміжних (поточних) завдань, наприклад, сукупність таких завдань може мати наступний вигляд:

- визначення початкового резерву ліквідності;
- визначення та ідентифікація господарських операцій, виконання яких передбачено у плановому періоді;

- оцінка абсолютної величини руху грошових коштів в результаті практичної реалізації таких операцій;
- проведення узгодження грошових потоків та оцінка їх основних (базових) параметрів;
- кількісна оцінка сальдо руху грошових коштів (сукупного грошового потоку суб'єкта господарювання) у плановому періоді;
- визначення очікуваного резерву ліквідності суб'єкта господарювання на кінець планового періоду та порівняння його із рівнем цільового показника;
- визначення переліку напрямків мобілізації грошових коштів (вхідних грошових потоків) для підтримання цільового рівня ліквідності суб'єкта господарювання.

Поряд із визначенням цілей та конкретизацією завдань прогнозування та планування грошових потоків суб'єкта господарювання, останній має відповідати певним критеріям, дотримання яких має забезпечити адекватність та ефективність моделі управління грошовими потоками, до функціонально-організаційних особливостей прогнозування та планування грошових потоків, формалізація фінансово-математичної реалізації яких забезпечується шляхом висунення та дотримання сукупності критеріїв, застосування яких забезпечується наступними правилами:

- прогнозування та планування руху грошових коштів у плановому періоді здійснюється на основі системи цільових фінансових показників та коефіцієнтів відповідно до системи цілей та завдань моделі управління грошовими потоками суб'єкта господарювання;
- вхідна первинна інформація щодо руху грошових коштів від фінансової, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства, що використовується моделлю управління грошовими потоками, має бути повною та достовірною;
- цільові показники прогнозування та планування руху грошових коштів (як і вхідна первинна інформація) повинні бути приведені до співставних одиниць виміру, що забезпечує можливість їх адекватної математичної та аналітичної обробки, а також формування тренду їх зміни;
- кожен із сукупності фінансових показників та коефіцієнтів, яка використовується моделлю прогнозування та планування грошових потоків з метою фінансово-математичного моделювання цільових параметрів грошових потоків, має бути максимально інформативним;
- обґрунтування вибору методів статистичного, математичного та аналітичного моделювання з метою адекватної консолідації вхідних первинних інформаційних ресурсів та подальшої ідентифікації на їх основі цільового параметрів модель управління грошовими потоками суб'єкта господарювання;

- формування якісних та кількісних параметрів грошових потоків суб'єкта господарювання у плановому періоді на основі визначення сукупності цільових фінансових показників як результуючих по відношенню до усталеної сукупності відособлених фінансових показників, які характеризують окремі сторони руху грошових коштів підприємства, що генеруються в результаті здійснення останнім операційної, інвестиційної та фінансової діяльності;
- забезпечення здатності системи цільових параметрів руху грошових коштів підприємства у плановому періоді до проведення моніторингу, контролю з метою ідентифікації рівня виконання плану, відхилень планових показників та проведення корегування кількісних та якісних параметрів грошових потоків;
- забезпечення приведеності цільових параметрів грошових потоків у плановому періоді для можливості їх подальшого використання моделлю управління грошовими потоками суб'єкта господарювання.

Модель управління грошовими потоками суб'єкта господарювання у частині їх прогнозування та планування передбачає, окрім визначення та обґрунтування цілей та завдань управління, використання ряду фінансово-математичних методів, які, наряду із критеріями прогнозування та планування руху грошових коштів, забезпечують методологічну основу такої моделі управління.

Метод прогнозування (планування) грошових потоків - сукупність конкретних методик, способів та прийомів визначення якісних характеристик та проведення кількісної оцінки основних параметрів руху грошових коштів суб'єкта господарювання у плановому періоді.

У сучасній фінансовій літературі до основних методів, які можуть використовуватися при прогнозуванні та плануванні грошовими потоками підприємства належать наступні:

- 1) нормативний метод;
- 2) розрахунково-аналітичний метод;
- 3) метод оптимізації фінансових рішень;
- 4) фінансово-математичне моделювання.

Розглянемо кожен із наведених вище методів більш детально.

В основі нормативного методу лежить система фінансових норм та техніко-економічних нормативів, що описують процедуру формування грошових потоків суб'єкта господарювання, а також характеризують джерела їх формування та фінансового забезпечення. Слід зазначити, що згадані норми та нормативи можуть бути розділені за категоріями джерел формування грошових потоків, видів господарських операцій, що генерують рух грошових коштів, строків виникнення та формування грошових потоків тощо.

Прогнозування та планування грошових потоків підприємства на основі нормативного методу є досить простим, даний метод не потребує

також значних витрат трудових ресурсів і може бути застосований на підприємствах незалежно від їх організаційно - правової форми, розмірів та сфери діяльності. Але, все ж таки, спектр його використання обмежений через методологічні його особливості та обмеження. Так, застосування нормативного методу оцінки прогнозних та планових величин руху грошових коштів підприємства можливе лише у випадку можливості встановлення абсолютних та відносних нормативів для організації окремих видів грошових потоків, які можуть бути виражені у кількісній формі.

Сутність розрахунково-аналітичного методу для оцінки прогнозних та планових величин руху грошових коштів підприємства полягає у тому, що на основі фінансово-економічних характеристик грошових потоків за попередні періоди, які приймаються за базові, та індексів його зміни у плановому періоді відповідно до зміни інших показників операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єкта господарювання розрахунків розраховується цільова (прогнозна або планова) величина руху грошових коштів підприємства.

Розрахунково-аналітичний метод застосовується у якості доповнення до нормативного і дозволяє формулювати цільові показники та орієнтири при формуванні стратегії управління грошовими потоками суб'єкта господарювання. Слід відзначити, що використання розрахунково-аналітичного супроводжується певним суб'єктивізмом, адже аналіз і прийняття управлінських фінансових рішень базується на проведенні експертної оцінки базових параметрів руху грошових коштів в результаті здійснення сукупності тих чи інших господарських операцій, основу якої, звичайно, складає особиста думка експертів.

Сутність методу оптимізації фінансових рішень щодо управління грошовими потоками полягає у розробці кількох сценаріїв з метою вибору найбільш оптимального варіанту за визначених та фіксованих інших умовах. У межах методу оптимізації фінансових рішень при визначенні окремих параметрів руху грошових потоків логічним та доцільним бачиться широке використання інших методів та прийомів фінансового менеджменту. Розробка стратегії та тактики, а також обґрунтування окремих параметрів руху грошових потоків суб'єкта господарювання у плановому періоді може здійснюватися, базуючись на різних критеріях здійснення оптимізації параметрів та показників моделі грошових розрахунків на підприємстві, так, враховуючи специфіку фінансово-господарської діяльності в умовах ринкової економіки, при прогнозуванні та плануванні грошових потоків суб'єкта господарювання, а також визначенні та обґрунтуванні розрахункових операцій на основі використання методу оптимізації планових рішень доцільно, на нашу думку, використання наступних критеріїв оптимізації фінансових рішень та реалізації моделі управління грошовими потоками:

- максимізація вартості капіталу підприємства; мінімізації накладних витрат;
- скорочення строку імобілізації фінансових ресурсів у сферу обігу;
- максимізація використання ефекту фінансового лівериджу;
- максимізація абсолютної суми прибутку підприємства та максимізація прибутку на одиницю вкладеного капіталу;
- максимізація рентабельності власного капіталу;
- мінімізація тривалості обороту капіталу, тобто прискорення оборотності капіталу;
- мінімізація податкових зобов'язань тощо.

З іншого боку, широке розповсюдження кількісних методів математики, статистики та економетрії в теорії та практиці управління фінансами відбулося в останні десятиріччя, а також колосальний ривок у інформаційній сфері та розповсюдженість персональних комп'ютерів дозволив задіяти кількісні прийоми, що до того використовувалися тільки у фізиці, паралельно адаптувавши методологічний апарат кількісного аналізу до потреб та специфіки фінансово - економічних процесів та моделей.

Що ж стосується фінансово-математичного моделювання як метода управління грошовими потоками у частині їх прогнозування та планування, то його сутність полягає у тому, що даний метод дозволяє здійснити кількісну оцінку взаємозв'язків між окремими фінансовими показниками та факторами, що впливають на них. цей взаємозв'язок виражається через фінансово-математичну модель, що являє собою максимально наближену до реального життя математичну інтерпретацію фінансових процесів (у нашому випадку - руху грошових коштів суб'єкта господарювання в результаті здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності), тобто опис факторів, що характеризують структуру та основні закономірності формування грошових потоків через математичні символи та прийоми - рівняння, нерівності, функції, таблиці, графіки і т.п. До основних методів проведення кількісного аналізу у процесі моделювання прогнозних та планових параметрів грошових потоків суб'єкта господарювання можна віднести наступні:

- теорія проценту та часова вартість грошей; це дозволяє здійснювати порівняння вартості відділених у часі грошових потоків на підприємстві, використовуючи значення теперішньої чи майбутньої вартості грошей, визначеної на основі дисконтування чи компаундування;
- диференційне та інтегральне числення; цей метод дозволяє, з одного боку, визначити швидкість зміни одного фактора моделі відповідно до зміни другого фактора, а з іншого боку, провести оптимізацію цільової функції через пошук її екстремумів - максимуму та мінімуму;



- теорія ймовірності та статистичні виводи; дозволяє оцінити величину ймовірності настання певної події, на основі оцінювання чи перевірки гіпотези визначити достовірність побудованого на основі минулих періодів тренду зміни величини параметра;
- регресивний аналіз; дозволяє оцінити взаємозв'язок між залежним параметром і одним із незалежних змінних (фактором);
- аналіз часових рядів; дозволяє побудувати та оцінити однофакторний стохастичний процес, тобто стохастичний процес, члени якого знаходяться у функціональній залежності від однієї змінної, що досліджується;
- метод Монте-Карло; є одним із варіантів чисельних методів і являє собою процес знаходження рішень через імітацію випадкових процесів (модель являє собою середнє значення, знайдене на основі здійснення багатократних розрахунків математичної моделі);
- оптимізація рішень на основі математичного програмування;
- багатовимірний аналіз: аналіз головних компонент та факторний аналіз; дозволяє провести аналіз багатфакторних моделей шляхом оцінки взаємозв'язку між внутрішніми параметрами моделі.

### **6.3. Основи бюджетування грошових потоків**

Узагальнення інформації щодо прогнозних та планових величин руху грошових коштів суб'єкта господарювання в результаті здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності та співставлення із іншими плановими значеннями фінансовими показниками господарської діяльності у плановому періоді досягається здійснення у рамках операційного фінансового планування бюджетування грошових потоків. Організація бюджетування грошових потоків є органічною складовою та ключовим етапом моделі управління грошовими потоками та спрямований на вирішення наступних завдань:

1) визначення у розрізі простору та часу потреби підприємства у капіталі для фінансування господарських операцій у рамках операційної, інвестиційної та фінансової діяльності у плановому періоді - прогнозного значення абсолютної величини сукупного та часткових вихідних грошових потоків;

2) визначення у розрізі простору та часу джерел покриття потреби підприємства у капіталі та їх обсягів - прогнозного значення абсолютної величини сукупного та часткових вихідних грошових потоків.

Для вирішення визначених завдань формується система бюджетів та фінансових планів, яка відображає визначені прогнозні величини та планові значення руху грошових коштів суб'єкта господарювання у плановому періоді. У свою чергу, основою формування системи бюджетів у рамках моделі управління грошовими потоками та здійснення оперативного

фінансового планування є бюджетування грошових потоків, для здійснення якого може використовуватися один із наступних методів:

- традиційне бюджетування (traditional budgeting);
- нуль-базис бюджетування (zero-base budgeting — ZBB).

#### **6.4. Звіт про рух грошових коштів на підприємстві**

Звіт про рух грошових коштів суб'єкта господарювання є складовим елементом публічної фінансової звітності, регулярно оприлюднення якої є обов'язковими для усіх підприємств України і має на меті відобразити зміну грошових коштів суб'єкта господарювання протягом звітного періоду - їх надходження та вибуття. Звіт про рух грошових коштів суб'єкта господарювання регламентується положенням (стандартом) бухгалтерського обліку №4 і являється національним аналогом Cash Flow Statement - форми публічної фінансової звітності, що складається суб'єктами господарювання відповідно до International Accounting Standards (IAS) №7 або Generally Accepted Accounting Principles (GAAP). При цьому вважається, що основною метою формування Звіту про рух грошових коштів як частини публічної фінансової звітності являється необхідність представлення третім особам повної, правдивої та неупередженої фінансової інформації щодо діяльності суб'єкта господарювання протягом звітного періоду.

Однак, поряд із вище означеними, Звіт про рух грошових коштів використовується і для потреб прогнозування та планування грошових потоків. За такому випадку даний документ слід розглядати не як форму публічної фінансової звітності, а як внутрішній фінансовий документ, що забезпечує зведення та узагальнення фінансових даних щодо основних бюджетів підприємства та формування прогнозного (планового) Звіту про рух грошових коштів, що відображає очікувану зміну величини грошових коштів суб'єкта господарювання в результаті надходження або вибуття грошових ресурсів при здійсненні операційної, інвестиційної та фінансової діяльності.

Суттєвою для адекватного сприйняття ролі та завдань формування, аналізу, прогнозування та планування Звіту про рух грошових коштів в рамках моделі управління грошовими потоками суб'єкта господарювання являється необхідність:

- 1) визначення адекватної інформаційної бази формування Звіту про рух грошових коштів;
- 2) ефективного структурування Звіту про рух грошових коштів та визначення сутнісного навантаження кожної статті такого Звіту.

Адекватність як складання, так і аналізу звіту про рух грошових коштів залежить від чіткості розуміння суті фінансової інформації, відображеної по окремих статтях звіту про рух грошових коштів суб'єкта господарювання. При цьому можна виділити ряд ключовими статей звіту, аналіз

яких дозволяє робити узагальнюючий висновки із прийнятним рівнем достовірності. До таких елементів можна віднести наступні:

- прибуток від звичайної діяльності до оподаткування - відображає величину тієї додаткової вартості, що заробив суб'єкт господарювання протягом звітного періоду і визначається як операційний прибуток до оподаткування (у ряді країн, на даному етапі використовується операційний прибуток до сплати податків, але після виплати винагороди та гонорарів менеджерам вищої ланки); має бути еквівалентна величині рядка 170 (175) Звіту про фінансові результати;
- корегування на негрошові елементи - використовується для забезпечення врахування впливу на величину Cash Flow суб'єкта господарювання не грошових статей, наприклад, амортизація не змінює величини грошових потоків, однак впливає на величину грошового потоку; серед таких статей можна також згадати зміну залишків дебіторської (кредиторської) заборгованості, придбання (реалізація) запасів, основних засобів і т. д.;
- надзвичайні події - визначає зміну касових залишків суб'єкта господарювання в наслідок грошових потоків від господарських операцій та подій, що мають надзвичайних характер; відокремлення грошового потоку від надзвичайних подій пов'язано із необхідністю виокремлення фактів зміни касових залишків суб'єкта господарювання, що мають нетиповий характер для підприємства для потреб адекватної фінансового положення суб'єкта господарювання, визначення основних факторів його формування, а також прогнозування грошових потоків суб'єкта господарювання у планових періодах тощо;
- рух грошових коштів у наслідок фінансової діяльності - визначає використання та обслуговування суб'єктом господарювання зовнішніх джерел фінансування потреби у капіталі.

Необхідно застерегти від типових помилок аналізу і прогнозування грошових потоків підприємств, поперше, інформація, представлена у звіті про рух грошових коштів, являє собою інформацію виключно ретроспективного характеру, що дозволяє однозначно ідентифікувати фінансове положення суб'єкта господарювання виключно на дату балансу (дату складання звіту про рух грошових коштів). По-друге, будь-які висновки або ж узагальнення мають носити виключно ймовірнісний характер, оскільки минулі події не обов'язково відбудуться у майбутньому.

**Оцінка ефективності управління грошовими потоками** являється складовим елементом моделі управління грошовими потоками підприємства як на етапі кількісної та якісної оцінки результатів (досягнення поставлених цілей), так і на етапі прогнозування та планування грошових потоків, а також корегування планових показників відповідно до зміни зовнішнього та внутрішнього середовища здійснення підприємницької діяльності суб'єктом господарювання.

Можна виділити наступні завдання, що можуть ставитися перед фінансовим менеджером підприємства при проведенні оцінки ефективності моделі управління грошовими потоками, зокрема:

1) ретроспективний аналіз результатів фінансово-господарської діяльності підприємства та визначення основних факторів формування його фінансових результатів;

2) дослідження особливостей формування тенденцій та розвитку трендів фінансування (перш за все, самофінансування) суб'єкта господарювання та рівень їх узгодженості із фінансовою його стратегією;

3) визначення оптимальних параметрів та показників фінансового плану підприємства, у тому числі стратегічного та оперативного;

4) оцінка обґрунтованості прогнозних показників руху грошових коштів суб'єкта господарювання та інших планових фінансових показників та рівня їх впливу на формування фінансових результатів підприємства;

5) визначення форм та методів впливу фінансового менеджменту підприємства на основні параметри його грошових потоків з метою забезпечення цільового рівня прибутковості за прийняттого рівня ліквідності та платоспроможності суб'єкта господарювання та інші завдання, що впливають із фінансової та корпоративної стратегії.

Оцінка ефективності моделі управління грошовими потоками, незалежно від того, чи це кількісна оцінка, чи якісна, передбачає співвідношення фактичного рівня цільових фінансових показників, що сформувалися в результаті реалізації визначених моделлю механізмів та технологій управління грошовими потоками підприємства, із плановими або прогнозними величинами, крім того, просте математичне порівняння фактичних та планових величини цільових показників руху грошових коштів має співвідноситися із відповідною системою обґрунтованих критеріїв оцінки ефективності моделі, відповідно до яких і визначається рівень ефективності моделі, при цьому, у якості таких критеріїв можуть використовуватися як кількісні орієнтири (абсолютні та/або відносні величини), так і якісні характеристики.

Практика функціонування моделей управління грошовими потоками на тому чи іншому підприємства визначає специфічну сукупність критеріїв оцінки її ефективності, оскільки умови та особливості фінансово-господарської діяльності таких підприємств суттєво відрізняються. Однак, можна говорити про існування певної кількості узагальнених критеріїв, перш за все, якісних характеристик, до таких критеріїв відносяться, зокрема, наступні:

- стабільність грошових потоків суб'єкта господарювання, перш за все, операційного грошового потоку;
- формування чіткої та стабільної тенденції протягом тривалого періоду часу зростання абсолютної величини Free Cash Flow;

- узгодженість та значний рівень кореляції між формування інвестиційного Cash Flow та фінансового Cash Flow;
- підтримання за рахунок формування достатньої абсолютної величини операційного Cash Flow прийняттого рівня коефіцієнта забезпечення боргу як одного із показників кредитоспроможності підприємства;
- обґрунтованість цільових фінансових показників, що визначаються у фінансовому плані;
- та інші критерії, доцільність та обґрунтованість застосування яких впливає із положень фінансової та корпоративної стратегії суб'єкта господарювання.

Важливою складовою моделі управління грошовими потоками являються форми виконання тих чи інших управлінських фінансових рішень щодо грошових потоків суб'єкта господарювання, що генеруються в результаті здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності. Під такими формами необхідно розуміти методи, механізми та технології прогнозування, планування, формування, перенаправлення та оцінки грошових потоків суб'єкта господарювання. Незважаючи на той факт, що грошові потоки суб'єкта формуються в результаті виконання договірних зобов'язань між підприємством та його дебіторами і кредиторами, можна виділити сукупність напрямків використання форм управління грошовими потоками, що характеризуються спільними особливостями реалізації:

- управління грошовими розрахунками суб'єкта господарювання, що передбачає формування такої моделі грошових розрахунків на підприємстві, за якої виконання грошових зобов'язань між сторонами договірних відносин реалізується із використанням найбільш зручних форм безготівкових платежів з позицій компромісу комерційних інтересів учасників таких відносин;
- управління дебіторською заборгованістю підприємства, що передбачає забезпечення розумного та обґрунтованого компромісу між швидкістю надходження виручки від реалізації продукції (а також своєчасністю інкасації дебіторської заборгованості) та стимулювання платоспроможного попиту на продукції підприємства шляхом надання відстрочки оплати рахунків;
- управління кредиторською заборгованістю суб'єкта господарювання, що передбачає дотримання компромісу між обґрунтованою потребою суб'єкта господарювання в отриманні відстрочки оплати рахунків постачальників (інших кредиторів) та своєчасністю та повнотою використання своїх грошових зобов'язань.

Виокремлення функціонально організаційного блоку управління грошовими розрахунками суб'єкта господарювання в цілісній системі моделі управління грошовими потоками пов'язано із сукупність причин, серед яких можна виділити наступні моменти, зокрема:

- грошові розрахунки є об'єктивною необхідністю функціонування підприємств в умовах ринкової економіки;
- грошові розрахунки є складовою фінансів підприємства та безпосередньо пов'язані із провадженням його фінансовогосподарської діяльності, а отже є об'єктом управління з боку фінансового менеджменту;
- грошові розрахунки опосередковують виконання договірних та недоговірних зобов'язань між економічними агентами, формуючи при цьому ті чи інші види грошові потоки та визначаючи рівень поточної ліквідності;
- наявність сукупності різних форм та видів грошових розрахунків формує поле для оптимізації здійснення грошових розрахунків у часі та просторі з метою управління грошовими потоками суб'єкта господарювання;
- реалізація певної моделі управління грошовими розрахунками суб'єкта господарювання визначає особливості формування дебіторської та кредиторської заборгованості суб'єкта господарювання і, відповідно, безпосередньо пов'язана із управлінням такою заборгованістю тощо.

Ряд принципів та правил організації та управління фінансовими відносинами на підприємстві мають специфічний характер, однак значна їх частина впливає із принципів організації фінансів підприємств взагалі, так, серед принципів фінансів підприємств, які визначають критичні характеристики моделі управління грошовими розрахунками, прийнято віділяти наступні їх види:

- господарський розрахунок - прийняття управлінських фінансових рішень виходячи із їх економічної доцільності для функціонування суб'єкта господарювання;
- окупність - покриття витрат підприємства за рахунок його доходів;
- мінімізація оподаткування - визначення та використання законодавче дозволених напрямків та методів зменшення витрат підприємства на сплату податків та абсолютної величини податку на прибуток суб'єкта господарювання;
- самостійність прийняття управлінських рішень тощо.

Суттєвим фактором моделі грошових розрахунків є рівень її впливу на формування абсолютної величини та напрямку грошових потоків, а, отже, необхідність узгодження основних параметрів грошових розрахунків їх потребами моделі управління грошовими потоками суб'єкта господарювання. Серед основних напрямків такого узгодження можна виділити наступні:

- 1) розподіл у часі абсолютної величини грошового потоку;

2) взаємоузгодження абсолютних величин вхідних та вихідних грошових потоків суб'єкта господарювання з позицій максимального покриття потреби підприємства у капіталі за рахунок внутрішніх джерел фінансових ресурсів (перш за все, вхідних грошових потоків від операційної діяльності);

3) забезпечення своєчасності та повноти формування грошового потоку (як з позицій інкасації виручки від реалізації та дебіторської заборгованості, так і фінансування грошових та фінансових зобов'язань підприємства) тощо.

Асиміляція впливу визначених факторів моделі грошових розрахунків забезпечується виконанням фінансово-математичної процедури, яка включає у себе наступну сукупність послідовних ітерацій:

- визначенням кількісного впливу управлінських рішень щодо грошових розрахунків на формування грошового потоку суб'єкта господарювання;
- порівняння отриманої величини із її цільовим значенням (прогнозними або плановими характеристиками) грошового потоку;
- визначення порядку приведення впливу форми грошових розрахунків до прийнятного результату шляхом корегування параметрів грошових розрахунків по конкретному випадку;
- виконання грошових розрахунків та контролінг формування грошового потоку суб'єкта господарювання;
- формування на основі ретроспективного аналізу грошових розрахунків (наслідків впливу форми грошових розрахунків на грошові потоки) інформаційної бази фінансового менеджменту, у тому числі, і для потреб управління грошовими розрахунками як функціонально-організаційного блоку моделі управління грошовими потоками суб'єкта господарювання.

Оптимізація грошових розрахунків як напрямок управління грошовими потоками суб'єкта господарювання тісно переплітається із формування, обігом та погашенням дебіторської та кредиторської заборгованості.

Дебіторська заборгованість являється наслідком (продуктом) реалізації моделі грошових розрахунків в системі управління грошовими потоками, однак управління такою заборгованістю характеризується дещо іншими принципами та технологіями здійснення, що дозволяє виокремити управління дебіторською заборгованістю як окремий функціонально-організаційний блок управління грошовими потоками суб'єкта господарювання, загалом, модель управління дебіторською заборгованістю суб'єкта господарювання включає використання сукупності фінансово-математичних методів, які виступають методологічним базисом процесу управління, відповідно, метод управління дебіторською заборгованістю можна визначити як сукупність конкретних методик, технологій, способів та прийомів обґрунтування управлінських фінансових рішень щодо зміни

абсолютної величини або оптимізації структури дебіторської заборгованості, а також форм їх виконання.

Модель управління дебіторською заборгованістю включає наступні складові елементи:

1) статичний аналіз фінансової інформації щодо дебіторської заборгованості суб'єкта господарювання, інтерпретація значень основних фінансових показників та коефіцієнтів, що використовуються для такого аналізу;

2) динамічний (трендовий) аналіз та оцінка тенденцій розвитку ситуації із погашенням контрагентами дебіторської заборгованості; (

3) обґрунтування оптимального терміну надання відстрочки оплати рахунків покупцями;

4) рефінансування дебіторської заборгованості підприємства (використання обліку векселів, факторингу та форфейтингу боргових вимог підприємства до третіх осіб для покриття поточної потреби у капіталі);

5) контроль простроченої дебіторської заборгованості та попередження формування безнадійної заборгованості тощо.

У свою чергу, кредиторська заборгованість також являється продуктом грошових розрахунків суб'єкта господарювання із його контрагентами, і управління нею базується на специфічних принципах та методологічних засадах, що дозволяє виокремити ще функціональне організаційний блок управління грошовими потоками суб'єкта господарювання - управління кредиторською заборгованістю підприємства. Модель управління кредиторською заборгованістю суб'єкта господарювання формується як сукупність окремих фінансово-математичних методів, які виступають методологічним базисом процесу управління, - сукупність конкретних методик, технологій, способів та прийомів обґрунтування управлінських фінансових рішень щодо зміни абсолютної величини або оптимізації структури кредиторської заборгованості, а також форм їх виконання, відповідно, модель управління кредиторською заборгованістю включає наступні складові елементи:

1) статичний та динамічний аналіз формування та погашення кредиторської заборгованості суб'єкта господарювання та її впливу на величину його грошових потоків;

2) обґрунтування доцільності отримання відстрочки оплати рахунків постачальників, а також оптимального терміну такої відстрочки;

3) попередження формування прострочена кредиторської заборгованості та забезпечення, за необхідності, пролонгації кредиторської заборгованості тощо.



## **ТЕМА 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

7.1. Ризики у фінансово-господарській діяльності підприємств

7.2. Основи формування моделі управління фінансовими ризиками підприємств

7.3. Основні методи нейтралізації фінансових ризиків у підприємницькій діяльності підприємств

### **7.1. Ризики у фінансово-господарській діяльності підприємств**

Адекватність та ефективність моделі фінансового менеджменту на підприємстві потребам ринкового середовища передбачає органічну інтеграцію до структури такої моделі функціонально-організаційного блоку, на який буде покладено завдання управління сукупністю ризиків, що виникають у процесі здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єктом господарювання, при цьому управління такими ризиками спрямоване, перш за все, на забезпечення стабільності фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання, а також підтримання належного рівня його конкурентоспроможності у короткостроковій та довгостроковій перспективах, досягнення таких цілей можливе за умови виконання наступних вимог, зокрема: (1) належне обґрунтування управлінських фінансових рішень та оцінка рівня ризику, який пов'язаний із виконанням таких рішень, (2) визначення та аналізу взаємозв'язку між ідентифікованим ризиком та іншими параметрами фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання, (3) обґрунтування доцільності прийняття ризику та розрахунок максимальної величини утримання ризику, (4) пошук методів нейтралізації ризику та оцінки їх ефективності для кожної окремої господарської операції та/або їх сукупності і, нарешті, (5) забезпечення уникнення, покриття або ж перерозподілу ризиків підприємницької діяльності суб'єкта господарювання у просторі та часі.

Зважаючи на той факт, що джерелом усієї сукупності ризиків, що формуються в результаті здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єктом господарювання, являється будь-яке управлінське фінансове рішення щодо тієї чи іншої господарської операції, яка здійснюється в рамках згаданих вище напрямків діяльності підприємства, управління ризиками є об'єктивною необхідністю та обов'язковою умовою ефективності моделі фінансового менеджменту на підприємстві. У свою чергу, ефективність та результативність моделі управління фінансовими ризиками підприємства в ринкових умовах господарювання безпосередньо залежить від рівня адекватності фінансово-математичного, інформаційно-методологічного, а також нормативно-правового забезпечення такої моделі. при цьому, у якості забезпечення потреб моделі управління фінансови-

ми ризиками необхідно розуміти сукупність інформаційних каналів, механізмів та форм первинного зведення, узагальнення та обробки фінансової інформації з метою покриття потреб виявлення, ідентифікації, оцінки та нейтралізації фінансових ризиків в операційній, інвестиційній та фінансовій діяльності суб'єкта господарювання.

Здійснення підприємницької діяльності, при цьому не залежно, чи здійснюються господарські операції суб'єкта господарювання в рамках операційної, або інвестиційної, або ж фінансової діяльності нерозривно пов'язано із таким явищем як невизначеність, тобто неможливості спрогнозувати майбутність наслідки здійснення тієї чи іншої господарської операції із 100-відсотковою достовірністю. Однак це не є підставою для відмови від зорієнтованих на перспективу напрямків управління фінансами підприємств, при цьому слід чітко усвідомлювати, що, наприклад, планування та прогнозування є об'єктивною необхідністю побудови ефективної моделі фінансового менеджменту на підприємстві, оскільки наявність ефекту невизначеності та її вплив на формування сценарію фінансово-господарської діяльності підприємства не означає, що суб'єктам господарювання не доцільно здійснювати її планування та прогнозування на майбутні періоди.

Невизначеність при здійсненні господарських операцій суб'єктом господарювання в раках операційної, інвестиційної та фінансової діяльності свідчить про наявність ймовірності відхилення кінцевого результату від очікуваної величини, при цьому таке відхилення може мати як позитивний, так і негативний ефект. У свою чергу, ймовірність виникнення будь-яких відхилень, незалежно від того, позитивні чи негативні це відхилення, від очікуваного рівня фінансових показників прийнято визначати як ризик, що дозволяє стверджувати, що невизначеність, притаманна реалізації тих чи інших господарських операцій суб'єкта господарювання, формує його сукупний ризик, який, у свою чергу, складається із сукупності окремих видів ризиків.

Існування невизначеності при прийнятті управлінських фінансових рішень, а також ризику, що пов'язаний із їх виконанням, постає об'єктивна проблема формування адекватної системи виявлення, ідентифікації, оцінки та нейтралізації відповідних ризиків реалізації операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єкта господарювання - моделі управління ризиками (Risk Management Model), у тому числі фінансовими. У той же час, ефективність моделі управління ризиками суб'єкта господарювання передбачає чітке усвідомлення основних функціонально-організаційних питань, пов'язаних із практичним провадженням такої моделі, у тому числі:

класифікація основних ризиків підприємства, пов'язаних із здійсненням його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності;  
структурування сукупного ризику суб'єкта господарювання;

ідентифікація основних фінансово-математичних моделей та методів кількісної оцінки рівня ризику, а також обґрунтування доцільності використання окремих фінансових показників та коефіцієнтів для аналізу конкретного виду ризику суб'єкта господарювання;

визначення та зведення основних критеріїв прийняття управлінських фінансових рішень в умовах невизначеності тощо.

Об'єктивна необхідність дослідження та вивчення сукупного ризику суб'єкта господарювання пояснюється тим фактом, що будь-яка операційна, інвестиційна та фінансова діяльність такого суб'єкта господарювання у ринковому середовищі здійснюється виключно в умовах загрози формування негативних фінансових результатів - збитків, це, у свою чергу, дозволяє говорити про існування своєрідних центрів формування ризиків (аналогічно до центрів витрат суб'єкта господарювання - див. Тема 5), на основі яких можна структурувати три узагальнюючі рівні (напрямки) центрів формування ризику.

Центр формування ризику - системоутворююча сукупність факторів формування ризиків суб'єкта господарювання при здійсненні господарських операцій в рамках операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, їх якісних характеристик, також визначення основних їх кількісних параметрів.

Формування класифікаційних ознак на основі наведеного вище структурування ризиків суб'єкта господарювання дозволяє виділити у структурі сукупного ризику наступні основні його види (групи):

операційних ризик (operating risk), формування якого притаманне господарським операціям які реалізуються в межах операційної діяльності суб'єкта господарювання;

інвестиційний ризик (investing risk), формування якого притаманне господарським операціям, які реалізуються в межах інвестиційної діяльності суб'єкта господарювання;

фінансовий ризик (financing risk), формування якого притаманне господарським операціям які реалізуються в межах фінансової діяльності суб'єкта господарювання.

відповідно, сукупний ризик суб'єкта господарювання відповідатиме сумарній величині ризиків по кожному центру (напрямку) їх формування - операційного, інвестиційного та фінансового ризиків.

так, операційні ризики формуються як наслідок прийняття управлінських рішень, пов'язаних із здійсненням основних діяльності, у тому числі господарські операції у виробничій сфері, постачанні сировини та збуті готової продукції.

У свою чергу, інвестиційний ризик отримання збитків формується при здійсненні системоутворюючої сукупності господарських операцій з придбання та продажу довгострокових (необоротних) активів, а також ко-

роткострокових (поточних) фінансових інвестицій, які не є еквівалентами грошових коштів - інвестиційної діяльності.

Фінансовий ризик суб'єкта господарювання пов'язаний із управлінськими рішеннями щодо покриття потреби підприємства у капіталі для фінансування операційної та інвестиційної діяльності. Таким чином, фінансовий ризик безпосередньо пов'язаний із формуванням структури капіталу підприємства.

Слід наголосити, що ризик, пов'язаний із будь-якими управлінськими фінансовими рішеннями зводиться, переважно, до кількісної оцінки впливу невизначеності на фінансування суб'єкта господарювання - покриття його потреби у капіталі, таким чином можна говорити, що сукупність ризиків з достатнім рівнем достовірності можна звести системи фінансових ризиків, що дозволяє нам надалі використовувати паралельно такі терміти як модель управління ризиками та модель управління фінансовими ризиками як поняття із однорідним функціонально-організаційним навантаженням.

Формування моделі управління ризиками суб'єкта господарювання, забезпечення її адекватності та ефективності передбачає використання у якості функціонально-організаційного блоку системи методів кількісної оцінки ризиків суб'єкта господарювання. Слід відмітити, що використання фінансово-математичних методів кількісної оцінки ризиків суб'єкта господарювання тісно пов'язано із системою показників та факторів, що визначають параметри реалізації моделі управління ризиками.

У сучасній практиці корпоративних фінансів для кількісної оцінки сукупного ризику та окремих його складових можуть використовуватися ціла сукупність різноманітних фінансово-математичних моделей, найбільш розповсюдженими серед яких є наступні:

середнє квадратичне відхилення або дисперсія очікуваної величини цільового показника -

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n - 1}}$$

$\sigma$  - середнє квадратичне відхилення або абсолютна величини ризику;

$\sigma^2$  - дисперсія;

$X_i$  - абсолютне значення цільового показника в  $i$ -ому періоді;

$\bar{X}$  - очікувана величина цільового показника (розраховується як математичне очікування абсолютних значень цільових показників за  $n$  періодів);

$n$  - кількість періодів, що аналізуються і передують плановому.

Для кількісної оцінки ризиків, пов'язаних із активами, що мають активний ринок обігу, наприклад, цінні папери, може використовуватися коефіцієнт  $\beta$  (модель шарпа (Sharpe) або CAPM) -

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_j, R_m)}{\sigma_m^2}$$

$\beta$  - коефіцієнт  $\beta$  - використовується у якості кількісної оцінки системного (ринкового) ризику (market risk);

$\text{cov}(R_j, R_m)$  - коваріація між  $R_j$  та  $R_m$ ;

$R_j$  - очікувана величина цільового показника для  $j$ -ого активу;

$R_m$  - очікувана величина цільового показника для ринку даного активу;

$\sigma_m^2$  - дисперсія.

Обґрунтування, прийняття та виконання управлінських фінансових рішень в рамках моделі управління ризиками суб'єкта господарювання має відповідати певним критеріям, що корелюють із відповідними цілями фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання, зафіксованими у його статутних документах, а також його корпоративній та фінансовій стратегіям, так, перш ніж структурувати базові критерії прийняття управлінських фінансових рішень в умовах невизначеності, доцільно нагадати основні цілі підприємницької діяльності, яким підпорядкована операційна, Інвестиційна та фінансова діяльність суб'єкта господарювання, зокрема:

- максимізація добробуту власників (shareholder value maximization);
- максимізація ринкової вартості підприємства (firm value maximization);
- підтримання конкурентоспроможності суб'єкта господарювання у короткостроковому та довгостроковому періодах;
- забезпечення належного рівня ліквідності та платоспроможності суб'єкта господарювання з метою попередження фінансової неспроможності підприємства;
- підтримання цільового рівня рентабельності (прибутковості) фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання;
- підтримання Інвестиційної привабливості підприємства тощо.

Паралельно, необхідно визначити функціонально-організаційне навантаження поняття критерію прийняття управлінських фінансових рішень в умовах невизначеності - критерій прийняття управлінських фінансових рішень в умовах невизначеності представляє собою обґрунтування причинно-наслідкових зв'язків між складовими елементами процесу прийняття управлінських фінансових рішень з метою забезпечення взаємоузгодженості таких елементів.

Порівнюючи особливості узгодження загальних цілей фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання із умовами невизначеності ринкового середовища, необхідно усвідомлювати, що критерії прийняття управлінських фінансових рішень в умовах невизначеності мають ряд особливостей, у тому числі: (1) сукупність

критерії являється органічною складовою моделі управління ризиками суб'єкта господарювання; (2) порядок застосування критеріїв визначається системою цілей та завдань моделі управління ризиками як функціонально-організаційного блоку фінансового менеджменту господарювання; (3) об'єктом застосування критеріїв являються якісні та кількісні параметри управлінських фінансових рішень тощо.

Виходячи з наведених вище цілей фінансове господарської діяльності підприємства, можна визначити системоутворюючу сукупність базових критеріїв прийняття управлінських фінансових рішень в умовах невизначеності, перш за все:

- мінімізація абсолютної величини ризику суб'єкта господарювання;
- забезпечення співставності рівня ризику та величини цільового показника;
- максимізація абсолютної або відносної величини цільового показника.

## **7.2. Основи формування моделі управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання**

Одним із найважливіших функціональних завдань управління фінансами суб'єкта господарювання являється управління фінансовими ризиками, що забезпечується створенням та реалізацією певної моделі управління ризиками як відокремленого функціонально-організаційного блоку фінансового менеджменту. Слід відмітити, що у сучасній фінансовій літературі такий функціонально-організаційний блок фінансового менеджменту часто називають як ризикменеджмент (Risk Management), однак надалі ми будемо використовувати переважно термін управління фінансовими ризиками, який можна визначити наступним чином:

управління фінансовими ризиками це специфічний функціонально - організаційний блок у структурі моделі фінансового менеджменту на підприємстві, що відповідає за виявлення, ідентифікацію, оцінку та нейтралізацію фінансових ризиків при здійсненні операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, а також сукупного ризику фінансове - господарської діяльності суб'єкта господарювання в ринковому середовищі.

Виходячи з наведеного вище визначення управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання можна обґрунтувати основні положення формування моделі управління фінансовими ризиками, так, на основі новітніх теорій корпоративних фінансів та сучасної практики управління фінансами підприємств прийнято виділяти наступні фактори формування моделі управління фінансовими ризиками, у тому числі:

- структурування моделі управління фінансовими ризиками суб'єкта здійснюється виключно на основі особливостей фінансово-господарської діяльності конкретного підприємства, його статутних

цілей із відповідних врахуванням теоретико-методологічних основ (у тому числі тих, що викладені у даній темі);

- управління ризиками суб'єкта господарювання здійснюється на основі системоутворюючій сукупності кількісних показників (коефіцієнтів) відповідно до системи цілей та завдань моделі управління грошовими потоками суб'єкта господарювання;
- вхідна первинна інформація, необхідна для управління ризиками, має бути повною та достовірною і включати, зокрема, якісні параметрів та кількісні показники, що характеризують основні фактори формування ризиків;
- цільові показники управління фінансовими ризиками (як і вхідна первинна інформація) повинні бути приведені до співставних одиниць виміру, що забезпечує можливість їх адекватної фінансово - математичної та аналітичної обробки, а також формування тренду їх зміни;
- кожен із сукупності фінансових показників та коефіцієнтів, яка використовується моделлю фінансовими ризиками суб'єкта господарювання з метою фінансово-математичного моделювання цільових параметрів, має бути максимально інформативним;
- обов'язкове обґрунтування вибору методів статистичного, математичного та аналітичного моделювання з метою забезпечення адекватності виявлення, ідентифікації, оцінки та нейтралізації фінансових ризиків;
- формування якісних та кількісних параметрів виявлення, ідентифікації та оцінки ризиків суб'єкта господарювання у плановому періоді в рамках здійснення операційної, Інвестиційної та фінансової діяльності відповідно до усталеної сукупності визначених напрямків спостереження, а також обґрунтування на їх основі узагальнюючих показників моделі управління фінансовими ризиками;
- обґрунтування, затвердження, реалізація та контроль за реалізацією методів, форм та технологій нейтралізації виявлених ризиків в рамках здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності.

Таким чином, формування адекватної та ефективної моделі управління ризиками суб'єкта господарювання передбачає вирішення наступної сукупності теоретико-методологічних та функціонально-організаційних проблемних питань, які можна розподілити за наступними напрямками: (1) структура моделі управління ризиком суб'єкта господарювання; (2) характеристика основних факторів, що визначають параметри моделі управління ризиками суб'єкта господарювання; (3) основні кількісні показники, що використовуються в моделі управління ризиками суб'єкта господарювання; (4) особливості використання портфельного аналізу в моделі управління ризиками.

## **1. Структура моделі управління ризиком суб'єкта господарювання**

Структурування моделі управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання здійснюється, як правило, відповідно до основних функціонально-організаційних завдань, що ставляться перед такою моделлю, так, модель управління фінансовими ризиками спрямована на реалізацію наступних завдань, які, у свою чергу, являються взаємоузгодженими послідовними ітераціями в системі управління фінансовими ризиками:

виявлення ризиків - реалізується у формі детального аналізу кожної окремої господарської операції в межах операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єкта господарювання, виявлення альтернативних сценаріїв її розвитку та обґрунтування ймовірності відхилення від планового сценарії з формування відповідних наслідків для підприємства;

ідентифікація ризику - передбачає дослідження сукупності якісних параметрів виявленого ризику, зокрема, джерела його формування, форми, виду і т.д., та факторів їх формування;

оцінка ризиків - здійснюється у формі фінансово - математичного дослідження ідентифікованих ризиків суб'єкта господарювання із використанням відповідних кількісних методів з метою встановлення абсолютних та відносних величин, що характеризують базові кількісні параметри такого ризику на основі усталеної сукупності відповідних показників;

нейтралізація ризиків - здійснюється шляхом прийняття управлінських фінансових рішень щодо реалізації превентивних заходів фінансового, організаційного або правового характеру з метою забезпечення ефективності господарської операції суб'єкта господарювання, і може включати, зокрема, уникнення ризику, страхування, диверсифікація та хеджування.

## **2. Характеристика основних факторів, що визначають параметри моделі управління ризиками суб'єкта господарювання**

Як вже згадувалося раніше, сукупний ризик суб'єкта господарювання включає в себе сукупність різних ризиків, які можна об'єднати у наступні групи: операційні ризики; інвестиційні ризики; фінансові ризики.

відповідно, фактори, що визначають базові характеристики ризиків будь відрізнятися в рамках визначених напрямків (центрів) ризиків.

так, операційні ризики суб'єкта господарювання формуються під впливом наступних факторів, зокрема (див. теми 3, 5 та 6): (1) тривалість операційного, виробничого та фінансового циклів та взаємозв'язок між ними; (2) особливості постачання сировини, конкурентна позиція підприємства на ринку ресурсів; (3) модель грошових розрахунків; (4) особливості формування та обігу дебіторської та кредиторської заборгованості суб'єкта господарювання та ряд інших, негативний вплив визначених факторів як форма ризику в операційній діяльності визначає, перш за все, формування фінансових результатів діяльності підприємства, оскільки безпосередньо впливає на формування абсолютної величини та



структури витрат підприємства, а також розподіл у часі та просторі формування його доходів (наприклад, узгодження таких факторів як створення готової продукції, її відвантаження та оплата покупцями).

У свою чергу, інвестиційні ризики суб'єкта господарювання визначаються рівнем та особливостями впливу таких факторів як (1) зміна реальної (ринкової) вартості капітальних активів; (2) резерв ліквідності суб'єкта господарювання; (3) платоспроможність; (4) окупність довгострокових інвестицій (як капітальних, так і фінансових); (5) втрата контролю над аффілійованими та асоційованими підприємствами та ряд інших, врахування інвестиційних ризиків передбачає аналіз впливу на фінансове положення суб'єкта господарювання та його фінансові результати (прибуток) особливостей фінансування основних фондів, здійснення портфельного та прямого фінансового інвестування, а також формування нематеріальних активів (фінансування розробки новітніх технологій, їх впровадження та інші).

Фінансові ризики підприємства включають вплив сукупності фінансових показників, що визначають особливості здійснення фінансової діяльності, зокрема: (1) фінансовий ліверидж, (2) зміна кредитних ставок, (3) особливості залучення, (4) обслуговування та (5) погашення зобов'язань суб'єкта господарювання, що визначає абсолютний рівень та структуру вихідних грошових потоків по фінансовій діяльності та їх вплив на формування фінансових результатів суб'єкта господарювання, добробуту акціонерів (власників) та ринкової вартості підприємства, крім того, у структурі фінансових ризиків можна виокремити ризик, пов'язаний із (6) загрозою втрати контролю над підприємством (загроза ворожого поглинання), отже, втратою контролю за його грошовими потоками.

### **3. Основні кількісні показники, що використовуються в моделі управління ризиками суб'єкта господарювання**

Ідентифікація та оцінка фінансових ризиків у структурі моделі управління ризиками потребує формування відповідної системи показників, що уможлиблювала б як дослідження якісних характеристик фінансових ризиків, так і їх кількісну оцінку. Як вже згадувалося раніше, для кількісної оцінки фінансових ризиків прийнято використовувати показники варіації, перш за все, середнє квадратичне відхилення (див. формула [09.1.01]), або ж коефіцієнт (див. формула [09.1.02]). Однак, для розрахунку згаданих показників рівня ризику, а також дослідження та оцінки інших характеристик фінансових ризиків можуть використовуватися наступні показники, коефіцієнти та кількісні моделі:

очікувана величина цільового показника (як правило, очікувана доходність або прибутковість активу) розраховується на основі фактичних величин цільового показника за минулі періоди шляхом розрахунку математичного очікування на основі наступної формули (кількісно математич-

не очікування величини цільового дорівнює середній арифметичній фактичних величин за попередні періоди):

$$\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^n X_i}{n}$$

$\bar{X}$  - очікувана величина цільового показника;

$X_i$  - абсолютне значення цільового показника в  $i$ - ому періоді;

$n$  - кількість періодів, що аналізуються і передують плановому.

Коваріація між окремими господарськими операціями, ризиками або ж факторами їх формування використовується для встановлення причинно - наслідкового зв'язку між окремими об'єктами процесу прийняття управлінських рішень та його кількісної оцінки:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_j, R_m)}{\sigma_m^2}$$

$\beta$  - очікувана величина цільового показника  $x$  (розраховується як математичне очікування абсолютних значень цільових показників за  $n$  попередніх періодів ;

$\text{cov}(R_j, R_m)$  - коваріація між цільовими показниками  $X$  та  $Y$ ;

Коефіцієнт кореляції між окремими цільовими показниками, наприклад. господарськими операціями, окремими видами ризиків або ж факторами їх формування; коефіцієнт кореляції використовується (подібно до коваріації) для встановлення взаємозалежності між цільовими показниками і розраховується за наступною формулою:

$$\rho_{x,y} = \frac{\text{cov}_{x,y}}{\sigma_x * \sigma_y}$$

$\rho_{x,y}$  - коефіцієнт кореляції між цільовими показниками  $X$  та  $Y$ ;

$\text{cov}_{x,y}$  - коваріація між цільовими показниками  $X$  та  $Y$ ;

$\sigma_x$  - середнє квадратичне відхилення для цільового показника  $X$ ;

$\sigma_y$  - середнє квадратичне відхилення для цільового показника  $Y$ .

Крім цього, для потреб моделі управління ризиками поряд із синтетичними (розрахунковими) коефіцієнтами можуть використовуватися окремі первинні показники, що характеризують операційну, інвестиційну та фінансову діяльність суб'єкта господарювання. серед таких показників можна відмітити наступні:

- чистий прибуток (Net income);
- абсолютна величина грошових потоків (Cash Flow)

- приведена теперішня вартість (Net Present Value) грошових потоків;
- поточний курс корпоративних прав підприємства (Share Price);
- прибуток до виплати відсотків та сплати податків (earnings before interests and tax);
- та інші показники, виходячи із потреб аналізу конкретного виду ризику.

#### **4. Особливості використання портфельного аналізу в моделі управління ризиками.**

Важливе місце в інструментарії управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання посідає портфельний аналіз (portfolio analysis), що має ряд функціональних організаційних модифікацій і може використовуватися як для виявлення, ідентифікації, оцінки, так і для вибору та обґрунтування методів нейтралізації конкретного ризику. Серед найбільш розповсюджених у сучасній фінансово-економічній літературі є наступні модифікації портфельного аналізу:

аналіз портфеля цінних паперів або інших ринкових активів (тобто активів, що володіють активним ринком їх вторинного обігу) - використовується для узгодження базових характеристик портфеля, як правило, рівня його доходності та ризику шляхом диверсифікації; на даний момент існує значна кількість теоретичних моделей для аналізу портфеля активів (слід відмітити, що подавляюча їх більшість розроблялася для цінних паперів, однак може вільно застосовуватися для інших активів) - формування оптимального портфеля інвестицій (модель Марковіца), модель Шарпа та інші;

управління ризиками на основі портфельного аналізу у формі портфельних матриць, зокрема: (1) матриця Бостонської консалтингової групи (портфель позиціонування суб'єкта господарювання на цільовому ринку „зростання - частка ринку”) та (2) матриця Мак-кінзі (McKinzie) (портфель позиціонування суб'єкта господарювання на цільовому ринку „привабливість - конкурентні переваги”).

Слід відмітити, що портфельний аналіз може використовуватися для ідентифікації та оцінки як якісних характеристик ризику в рамках операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єкта господарювання (аналіз портфельних матриць), так і кількісних параметрів відповідних груп ризиків (аналіз цільового портфеля), крім того, функціонально-організаційні особливості портфельного аналізу дозволяють використовувати його для взаємоузгодженого одночасного аналізу різних видів фінансових ризиків, у тому числі, у випадку необхідності поєднання тих ризиків, що піддаються кількісній оцінці, та ризиків, що не можуть бути оцінені кількісно.

### **7.3. Основні методи нейтралізації фінансових ризиків у підприємницькій діяльності підприємств**

Дане питання, присвячене нейтралізації ризиків як завершаючому етапу у структурі моделі управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання, визначає теоретико-методологічні та практичні основи управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання на стадії їх нейтралізації. Загалом, вивчення теоретиків методологічні та практичні основи управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання на стадії їх нейтралізації передбачає опрацювання сукупності проблемних питань, які можна об'єднати в наступні узагальнюючі групи, зокрема: (1) визначення поняття нейтралізації ризику та аналіз явища толерантності; (2) обґрунтування базових цілей нейтралізації ризику, а також встановлення фінансове - правових наслідків такої нейтралізації; обґрунтування якісних та кількісних параметрів реалізації стратегії уникнення ризику; використання страхування для нейтралізації фінансових ризиків суб'єкта господарювання; аналіз критеріїв диверсифікації та її вплив на величину фінансових ризиків, що утримуються суб'єктом господарювання; особливості обґрунтування та реалізації стратегій хеджування фінансових ризиків на основі похідних цінних паперів.

Нейтралізація фінансових ризиків як функціональне організаційний елемент моделі управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання представляє собою фінансово-математичну технологію обґрунтування, прийняття, виконання та контролю здійснюється управлінських фінансових рішень щодо реалізації превентивних заходів фінансового, організаційного або правового характеру з метою забезпечення співставності результативності господарської операції суб'єкта господарювання із відповідним рівнем фінансового ризику, нейтралізація фінансових ризиків здійснюється на основі відповідної стратегії суб'єкта господарювання, що представляє собою функціонально-організаційну форму реалізації превентивних заходів по відношенню до фінансових ризиків такого суб'єкта господарювання.

Загалом, у сукупності основних стратегій нейтралізації фінансових ризиків, що найбільш часто використовуються у сучасній практиці корпоративних фінансів, прийнято виділити дві альтернативні її форми - (1) стратегія уникнення ризику та (2) стратегія утримання ризику. Будь-яка стратегія нейтралізації фінансових ризиків суб'єкта господарювання включає в себе принаймні один (або кілька) методів нейтралізації ризиків як сукупність конкретних фінансово-математичних методик, технологій, способів та прийомів обґрунтування управлінських фінансових рішень щодо реалізації превентивних заходів фінансового, організаційного або

правового характеру з метою забезпечення співставності результативності господарської операції суб'єкта господарювання із відповідним рівнем фінансового ризику. Загалом, у сукупності таких методів нейтралізації фінансових ризиків можна виділити кілька основних, у тому числі:

- страхування фінансових ризиків;
- диверсифікація фінансових ризиків;
- хеджування фінансових ризиків на основі похідних цінних паперів.

Визначаючи особливості стратегії утримання фінансових ризиків, постає питання щодо рівня фінансового ризику, який приймається на утримання суб'єктом господарювання, а також доцільність такого утримання. Для дослідження даної проблеми у сучасній теорії корпоративних фінансів використовуються поняття толерантності ризику як форма виміру (якісного або кількісного) співвідношення між рівнем цільового показника (як правило, величини прибутку) та рівнем фінансового ризику, що пов'язаний із його досягненням. Для кількісної оцінки толерантності ризику суб'єкта господарювання може використовуватися наступна модель:

$$\tau = \frac{2 * (\bar{X} - X_{ff}) * \sigma_x^2}{(\bar{X} - X_{ff})^2}$$

$\tau$  - кількісна оцінка толерантності ризику суб'єкта господарювання;

$\bar{X}$  - очікувана величина цільового показника  $X$  (розраховується як математичне очікування абсолютних значень цільових показників за попередніх періодів);

$X_{ff}$  - безризикове абсолютне значення цільового показника  $x$ ;

$\sigma_x^2$  - дисперсія цільового показника  $X$ .

## **2. Основні цілі нейтралізації ризику.**

Управління фінансовими ризиками на етапі їх нейтралізації передбачає, як вже визначалося раніше, реалізується як системоутворююча сукупність управлінських фінансових рішень превентивного характеру для зменшення або нівелювання потенційних негативних наслідків, ймовірність настання яких визначається ризиком. відповідно, можна стверджувати, що нейтралізація ризиків має здійснюватися із дотриманням сукупності певних критеріїв та принципів, серед яких необхідно виділити такі як (1) інформаційна достовірність, яка передбачає своєчасне та пене представлення фінансової інформації, необхідної для адекватної нейтралізації фінансового ризику; (2) адекватність як форма обґрунтованого використання методу нейтралізації фінансового ризику відповідно до його базових характеристик для; (3) ефективність нейтралізації ризику шляхом максимального попередження (мінімізації) потенційних негативних наслідків, ймовірність настання яких визначається фінансовим ризиком, у просторі та часі (наприклад, попередження збитків або збільшення витрат суб'єкта господарювання) та (4) інші принципи, які

визначаються специфікою моделі управління фінансовими ризиками та основними цілями фінансового менеджменту.

Таким чином, на основі визначених вище принципів та критеріїв нейтралізації фінансових ризиків можна обґрунтувати основні цілі та завдання такої нейтралізації, що є типовими для моделі управління фінансовими ризиками підприємств в умовах невизначеності ринкового середовища. такі цілі і завдання можуть передбачати досягнення наступних ефектів, у тому числі:

- розробка та обґрунтування загальної стратегії нейтралізації фінансових ризиків, а також стратегії нейтралізації конкретного виду ризику, у тому числі (1) стратегія уникнення ризику та (2) стратегія утримання ризику (страхування фінансових ризиків; диверсифікація фінансових ризиків; хеджування фінансових ризиків);
- інформаційне та методологічне забезпечення прийняття управлінських фінансових рішень в рамках інших функціонально - організаційних блоків [наприклад, управління грошовими потоками або фінансове планування ], у тому числі шляхом розробки альтернативних сценаріїв розвитку підприємства та оцінки ймовірності їх виконання;
- координація та інтеграція із антикризовим фінансовими управлінням суб'єктом господарювання з метод попередження неплатоспроможності, формування фінансової кризи та банкрутства суб'єкта господарювання та ряд інших.

Методологічним забезпеченням виконання визначених вище завдань нейтралізації фінансових ризиків на рівні фінансове - математичних моделей виступає сукупність специфічних методів та систем, основні з яких розглядаються у наступних питаннях теми.

Забезпечення нейтралізації фінансових ризиків суб'єкта господарювання на основі стратегії уникнення ризику передбачає прийняття управлінських фінансових рішень на основі порівняльного аналізу фінансово-математичних моделей альтернативних сценаріїв (наприклад, різних варіантів здійснення окремої господарської операції) з метою визначення безризикового сценарію із наступним прийняттям його у якості основного. Однак слід відмітити, що існування безризикового сценарію здійснення тієї чи іншої господарської операції в умовах невизначеності ринкового середовища виглядає досить проблематичним, у зв'язку з чим прийнято говорити про відносну безризиковість. Так, наприклад, у якості безризикових активів на ринку цінних паперів прийнято вважати державні цінні папери.

Зважаючи на вище викладене, для підприємств управління фінансовими ризиками на основі стратегії уникнення пропонується здійснювати за наступною схемою, що являє собою сукупність послідовно здійснюваних ітерацій:

1. визначення, обґрунтування та затвердження максимально прийняттого рівня фінансового ризику суб'єкта господарювання -  $R_m$  (існування безризикових альтернативних сценаріїв, як вже відзначалося, є проблематичним);

2. зведення кількісних оцінок рівня фінансового ризику п альтернативних сценаріїв, що розглядаються  $R_i$ , і з  $[1; n]$ ;

3. співставлення рівня фінансового ризику по  $i$ -му альтернативному сценарію із максимально прийнятною величиною фінансового ризику  $R_m$ ;

4. відхилення альтернативних сценаріїв, рівень фінансового ризику для яких перевищує максимально прийнятну його величину;

5. вибір із решти альтернативних сценаріїв варіант із найменшим рівнем фінансового ризику.

Загалом, для оцінки інвестиційної привабливості окремої господарської операції з позицій її ризиковості на основі стратегії уникнення фінансових ризиків можна використати наступну фінансово-математичну модель:

$Risk > R_m$  господарська операція є інвестиційне непривабливою, оскільки фінансовий  $r$ -к  $R$  ризик, що вона генерує, -  $Risk$  - перевищує максимально прийнятний рівень ризику для суб'єкта господарювання  $R$ .

$Risk = R_m$  з позицій ризиковості господарська операція є інвестиційно нейтральною, оскільки фінансовий ризик, що вона генерує, -  $Risk$  - ідентичний  $m$  максимально прийнятний рівень ризику для суб'єкта господарювання  $R_m$ , а остаточне управлінське рішення залежить від інших факторів.

$Risk < R_m$  господарська операція є інвестиційне привабливою, оскільки фінансовий  $Risk < R$  ризик, що вона генерує, -  $Risk$  - менший за максимально прийнятним рівень ризику для суб'єкта господарювання  $R$ .

Прийняття суб'єктом господарювання певної величини фінансового ризику на утримання як форми нейтралізації таких ризиків ставить проблему попередження ймовірних негативних наслідків для операційної, інвестиційної та фінансової діяльності такого суб'єкта господарювання - реалізації активної стратегії нейтралізації фінансових ризиків, так, активна стратегія нейтралізації фінансових ризиків на противагу пасивній стратегії (стратегії уникнення ризиків) реалізується на основі сукупності спеціальних методів та фінансових технологій, зокрема: диверсифікація фінансових ризиків; хеджування фінансових ризиків та, безпосередньо, страхування фінансових ризиків, в межах чого можна виділити (1) самострахування та (2) комерційного страхування (страхування фінансових ризиків із залученням страхових компаній).

під самострахування слід розуміти створення певних фондів коштів з метою фінансового покриття потенційних збитків (а також негативних фінансових результатів, додаткових витрат фінансових, матеріальних та інших ресурсів) суб'єкта господарювання - страхового відшкодування. Для

цього абсолютна величина фінансових ресурсів для покриття фінансових ризиків, прийнятих на утримання безпосередньо суб'єктом господарювання, розподіляється у просторі та часі і за рахунок певних відрахувань створюється спеціалізований фонд (або кілька фондів) коштів. Типовими варіантами таких фондів коштів є (1) резервний капітал як складова власного капіталу підприємства (див. 1-ий розділ балансу); (2) забезпечення наступних витрат та платежів (див. 2-ий розділ балансу); (3) резервні фонди. Розглянемо їх більш докладно.

Резервний капітал підприємства представляється як одна з форм створення фонду, цільовим призначенням якого є покриття можливих у майбутньому потенційних збитків від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства, викликані дією сукупності об'єктивних та суб'єктивних факторів. відповідно до чинного законодавства України (див. Стаття 14 Закону України „про господарські товариства“), формування резервного капіталу є обов'язковим для усіх видів господарських товариств, при цьому джерелом його створення визначено чистий прибуток суб'єкта підприємницької діяльності. Особливості формування та використання резервного капіталу визначається суб'єкта господарювання визначається його статутними документами із врахування відповідних обмежень, зафіксованих у нормативне правових актів України, так, розмір резервного капіталу господарського товариства повинен складати не менше 25% статутного капіталу і має формуватися за рахунок щорічних відрахувань від чистого прибутку підприємства у розмірі не менше 5% його абсолютної величини. Загалом, як вже зазначалося вище, резервний капітал має виключно цільовий характер і може використовуватися для наступних цілей, зокрема: (1) покриття збитків від господарської діяльності; (2) виплата боргів при ліквідації підприємства; (3) виплата дивідендів по корпоративних правах; (4) інші цілі, визначені статутними документами та нормативно-правовими актами.

Аналогічно за функціонально-організаційним навантаженням до резервного капіталу суб'єкт господарювання може створювати резервні фонди спеціального призначення у грошовій та матеріальній формі, наприклад, підприємства створюють резерви під дебіторську заборгованість для попередження негативного впливу у випадку непогашення контрагентом своїх грошових зобов'язань (грошовий резервний фонд) або формування резервного залишку сировини на складі для забезпечення безперервності виробничого процесу (матеріальний або натуральний резервний фонд). дозволяється (див. національні стандарти бухгалтерського обліку) також формування спеціалізованих резервних фондів для забезпечення виконання фінансових зобов'язань перед третіми особами - Розділ 2 Балансу „Забезпечення наступних витрат та платежів.“ так, підприємство може створювати, зокрема, такі спеціалізовані резервні фонди, зокрема: (1) резервний фонд по гарантійним зобов'язанням; (2) резервний фонд виплат персо-



налу; (3) резервний фонд по додатковому пенсійному забезпеченні; (4) резервний фонд на здійснення реструктуризації; (5) резервний фонд по обтяжливими та крупними контрактами та інші.

На відміну від самострахування, коли джерелом формування фінансових ресурсів для покриття потенційних збитків являються виключно внутрішні ресурси суб'єкта господарювання, страхування фінансових ризиків із залученням страхової компанії передбачає передачу всього фінансового ризику суб'єкта господарювання або його частини за певну плату (страхову премію) на утримання спеціалізованої фінансової установи - страхової компанії. За такого варіанту джерелом покриття збитків суб'єкта господарювання в результаті настання несприятливих умов (страхового випадку) являють фінансові ресурси страхової компанії. Загалом, на ринку страхових послуг пропонуються такі види страхування фінансових ризиків: (1) страхування кредитів (товарних, експортних тощо); (2) страхування інноваційних ризиків; (3) страхування депозитних ризиків; (4) страхування відповідальності; (5) страхування на випадок не досягнення планового рівня рентабельності та інші (див. курс „Страхові послуги“).

Особливим напрямком управління фінансовими ризиками (у частині їх нейтралізації), прийнятих суб'єктом господарювання на утримання, являється диверсифікація фінансових ризиків (financial risks diversification) - фінансово-математична модель оптимізації прийняття управлінських фінансових рішень з метою зменшення сукупного фінансового ризику за рахунок його усереднення між складовими, що характеризуються різним рівнем фінансового ризику. Загалом, під диверсифікацією необхідно розуміти специфічну фінансово-математичну технологію обґрунтування управлінських фінансових рішень щодо розподілу сукупного ризику суб'єкта господарювання шляхом розширення сукупності носіїв такого ризику. Слід відмітити, що нейтралізація фінансових ризиків на основі диверсифікації тісно пов'язана із портфельним аналізом (portfolio analysis), при цьому може використовуватися як для диверсифікації фінансових ризиків, що пов'язані з конкретними активами (наприклад, цінні папери), так і ризиків, носіями яких є господарські операції (наприклад, джерела позикового фінансування), таким чином, можна говорити про наступні форми диверсифікації: (1) диверсифікацію активів; (2) диверсифікація джерел капіталу; (3) диверсифікація продукції; (4) диверсифікація боргових зобов'язань; (5) диверсифікація фінансових вкладень та інші.

У сучасній практиці корпоративних фінансів використовуються два основні критерії диверсифікації - фінансово-математична форма узгодження рівня фінансового ризику суб'єкта господарювання та абсолютної величини цільового показника. У випадку використання в процесі диверсифікації фінансових ризиків прибутковості (рентабельності) як

цільового показника можна обґрунтування наступні критерії (обмеження оптимізації):

по-перше, максимізація рентабельності (цільового показника диверсифікації) за фіксованого максимального рівня фінансового ризику –

$$\begin{cases} f(R) \Rightarrow \max \\ \bar{\sigma} \leq \sigma_t \end{cases}$$

$f(R)$  - функція цільового показника;

$\bar{\sigma}$  - усереднене значення фінансового ризику, отримане в результаті диверсифікації;

$\sigma_t$  - максимальний рівень фінансового ризику, рівень якого прийнятний для суб'єкта господарювання в даних конкретних умовах;

по - друге, мінімізація рівня фінансового ризику за фіксованого мінімального рівня рентабельності (цільового показника) –

$$\begin{cases} \bar{\sigma} \Rightarrow \min \\ f(R) \geq R_t \end{cases}$$

$f(R)$ - функція цільового показника;

$\bar{\sigma}$  - усереднене значення фінансового ризику, отримане в результаті диверсифікації;

$R_t$  - мінімально прийнятний рівень рентабельності (цільового показника), що прийнятний для суб'єкта господарювання в даних конкретних умовах.

## 6. Стратегія хеджування ризиків.

Одним із напрямків нейтралізації фінансових ризиків являється активна стратегія нейтралізації із використанням похідних цінних паперів - хеджування фінансових ризиків (risk hedging). У сучасній практиці корпоративних фінансів похідні фінансові інструменти (derivatives) використовуються для страхування ризиків, що пов'язані із потенційною зміною цін на певні активи, зокрема, іноземної валюти, сировини та матеріалів і т.

Механізм хеджування фінансових ризиків зміни цін на базові активи полягає в обґрунтуванні управлінських фінансових рішень щодо стратегії здійснення зустрічних торгових операцій з купівлі - продажу базових активів на основі сукупності похідних фінансових інструментів. До основних таких інструментів прийнято відносити наступні:

форвардні контракти (forwards);

ф'ючерсні контракти (futures);

опціони (options);

своп - контракти (swaps);

варанти (varants)

та деякі інші .

Аналізуючи особливості формування стратегій хеджування фінансових ризиків на основі згаданих вище похідних цінних паперів, необхідно наголосити на наявності функціонально-організаційних відмінностей у порядку використання похідних інструментів для цілей нейтралізації ризиків зміни цін на базові активи та отримання спекулятивного прибутку. відповідно, ідентифікація та структурування господарських операцій суб'єкта господарювання із похідними цінними паперами як складових елементів стратегії хеджування передбачає дотримання певних ознак та критеріїв, у тому числі:

по-перше, ідентифікація носія фінансового ризику - базового активу, по відношенню до якого існує достатньо високий рівень ймовірності зміни масштабу цін, що, відповідно, формує загрозу негативного впливу на фінансове - господарську діяльність суб'єкта господарювання і, відповідно, вимагає її нейтралізації (хеджування);

по-друге, обґрунтування типу інструмента хеджування ідентифікованого фінансового та однозначне визначення ринкової позиції по відношенню до такого інструменту;

по-третє, оцінка адекватності абсолютної величини хеджу та її достатності для попередження (або покриття) потенційних збитків суб'єкта господарювання в результаті зміни масштабу цін на базові активи.

відповідно, невідповідність особливостей використання похідного фінансового інструментів визначеним критеріям дозволяє ідентифікувати його як спекулятивний.

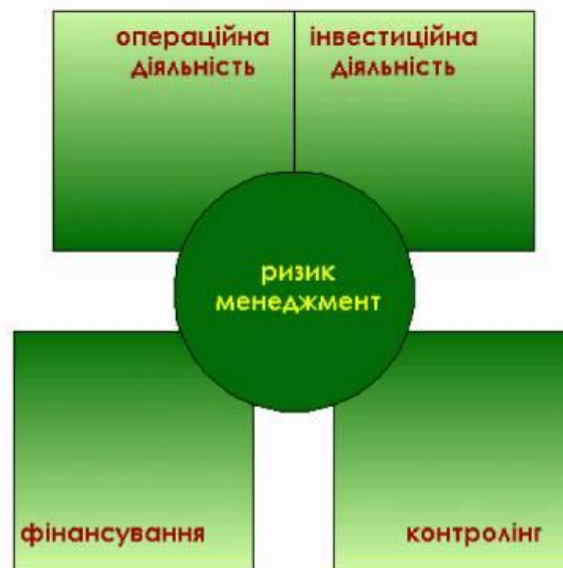


Рис. 7.1. позиціонування моделі управління фінансовими ризиками здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єктами господарювання у структурі управління його фінансами (фінансового менеджменту).

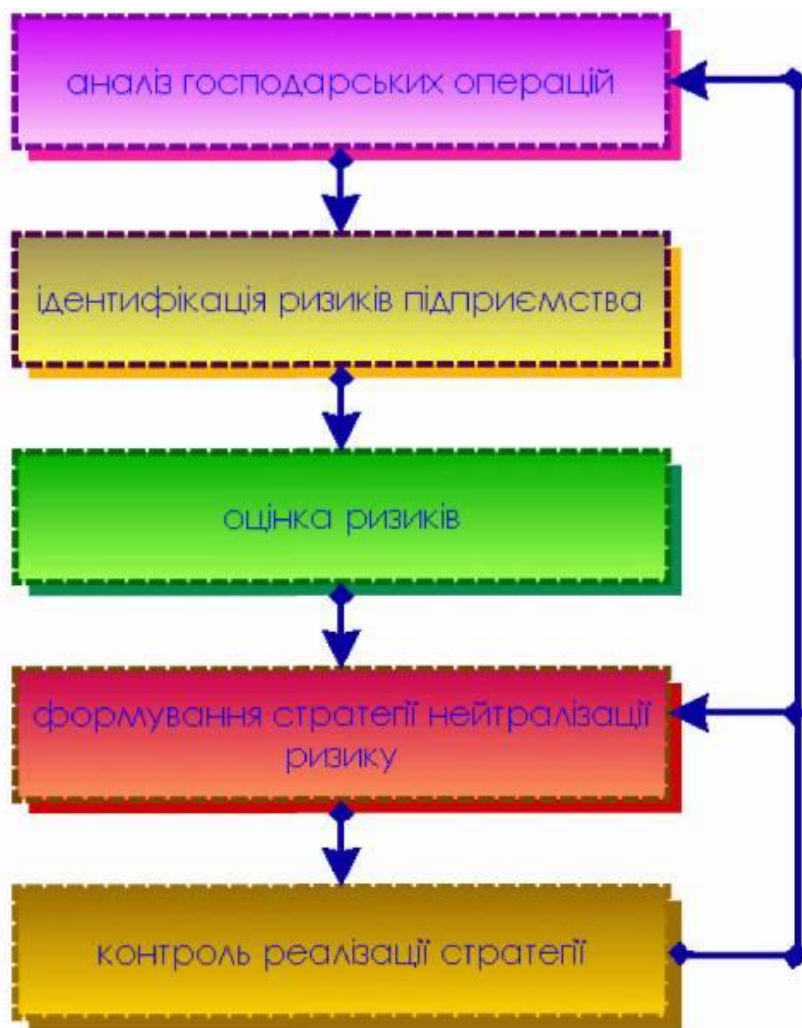


Рис. 7.2. Фундаментальні завдання моделі управління фінансовими ризиками здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єктами господарювання.

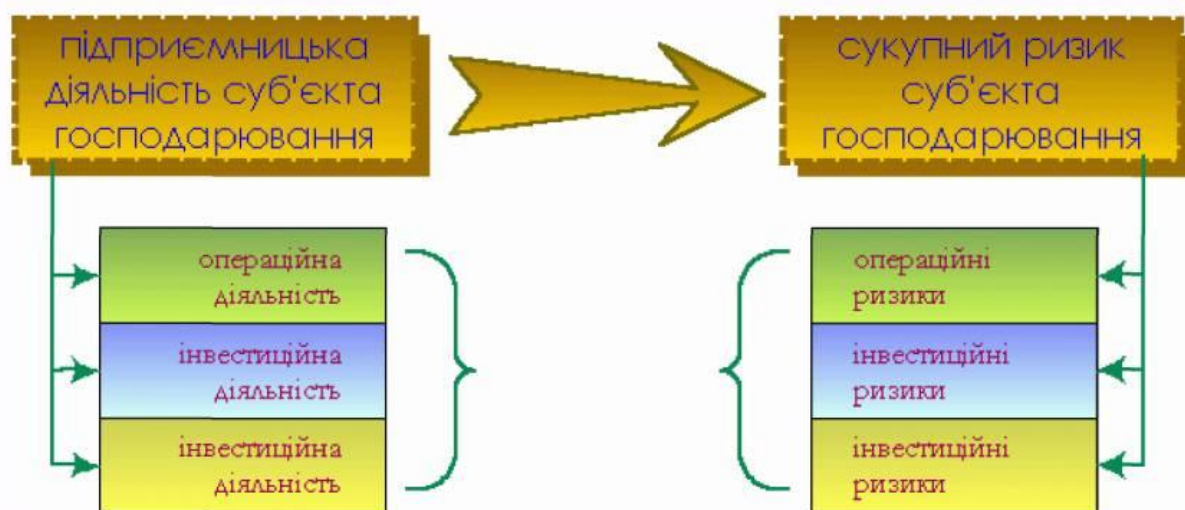


Рис. 7.3. Базові напрямки структурування сукупного ризику суб'єкта господарювання,

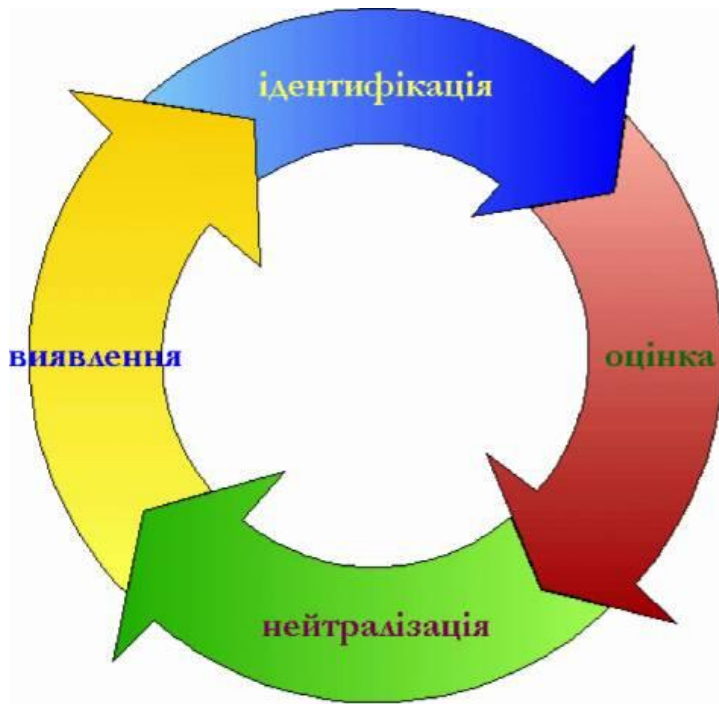


Рис. 7.4. Типова базова структура моделі управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання.



Рис. 7.5. Фактори, які впливають на рівень сукупного ризику суб'єкта господарювання.

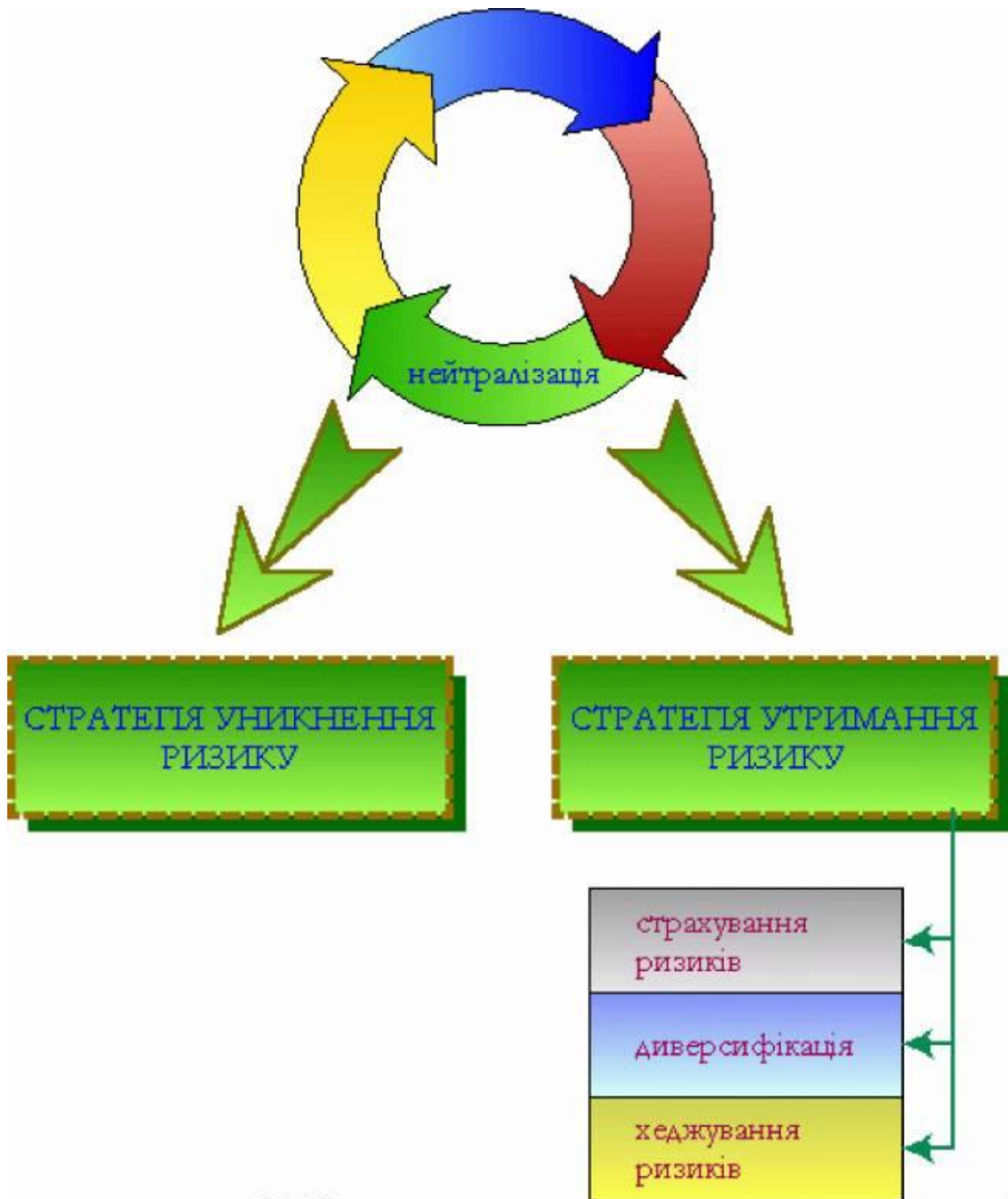


Рис. 7.6. Базова модель структурування основних методів нейтралізації фінансових ризиків суб'єкта господарювання в системі управління фінансовими ризиками.

## **ТЕМА 8. ОСНОВИ АНТИКРИЗОВОГО ФІНАНСОВОГО УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВАМИ**

- 8.1. Сутність та основні завдання антикризового фінансового управління підприємством
- 8.2. Система раннього попередження та реагування
- 8.3. Прогнозування банкрутства підприємства
- 8.4. Управління фінансовою санацією підприємства
- 8.5. Фінансова санація в ході провадження справи про банкрутство
- 8.6. Реструктуризація підприємства в системі антикризового фінансового управління

### **8.1. Сутність та основні завдання антикризового фінансового управління підприємством**

Необхідність оволодіння основами антикризового фінансового управління зумовлена тим, що в умовах ринкової економіки підприємства здійснюють свою фінансово-господарську діяльність знаходячись під постійним впливом несприятливих внутрішніх та зовнішніх чинників, які можуть призвести до фінансової кризи та банкрутства. Перш ніж перейти до вивчення питань, пов'язаних з антикризовим фінансовим менеджментом, слід розглянути сутність та причини виникнення фінансової кризи на підприємстві.

Під фінансовою кризою розуміють фазу розбалансованої діяльності підприємства та обмежених можливостей впливу його керівництва на фінансові відносини, що виникають на цьому підприємстві. На практиці з кризою, як правило, ідентифікується загроза неплатоспроможності та банкрутства підприємства, діяльність його в неприбутковій зоні або відсутність у підприємства потенціалу для успішного функціонування. З позиції фінансового менеджменту кризовий стан суб'єкта господарювання полягає в його неспроможності здійснювати фінансове забезпечення поточної виробничої діяльності. Фінансову кризу на підприємстві характеризують за трьома параметрами: джерела (фактори) виникнення; вид кризи; стадія розвитку кризи. Ідентифікація вказаних ознак дозволяє правильно визначити діагноз фінансової неспроможності підприємства та підібрати найбільш ефективний каталог антикризових заходів.

Для підтримання фінансової рівноваги, забезпечення стабільної ліквідності, платоспроможності та прибутковості фінансовий менеджмент повинен організувати фінансове господарство на підприємстві таким чином, щоб операційна, інвестиційна та фінансова діяльність здійснювалися з врахуванням вимог політики антикризового фінансового управління.

В чому ж полягає антикризове фінансове управління? В загальному вигляді - це система прийомів та методів управління фінансами спрямована на попередження фінансової кризи та банкрутства підприємства. Антикризовий фінансовий менеджмент у значній мірі повинен спиратися на функціональний та методологічний інструментарій контролінгу, а також враховувати вимоги Закону “Про відновлення платоспроможності боржника або оголошення його банкрутом”, який визначає механізм фінансової санації та банкрутства підприємств. Антикризове фінансове управління підприємством можна розглядати в двох ракурсах:

по-перше, - це система профілактичних заходів, спрямованих на попередження фінансової кризи: постійний аналіз сильних та слабких сторін підприємства, прогнозування банкрутства, управління ризиками (мінімізація та нейтралізація), впровадження системи попереджувальних заходів тощо;

по-друге, - це система управління фінансами, спрямована на виведення підприємства з кризи, в тому числі шляхом проведення санації чи реструктуризації суб'єкта господарювання.

Враховуючи ту обставину, що одним із головних факторів виникнення фінансової кризи та неефективності заходів щодо оздоровлення багатьох вітчизняних підприємств є низький рівень менеджменту і фінансового менеджменту зокрема, елементи системи антикризового управління доцільно запроваджувати як на підприємствах, які є порівняно благополучними і функціонують успішно, так і на тих, які опинилися у фінансовій кризі. У першому випадку, основне завдання системи полягає в недопущенні фінансової кризи, а в другому - подолання фінансової кризи, тобто фінансове оздоровлення підприємства.

## **8.2. Система раннього попередження та реагування (СРПР)**

Типовою для багатьох підприємств є проблема неефективного управління ризиками (запізніле їх ідентифікування та нейтралізація) та швидкого виявлення і використання додаткових шансів покращення діяльності. Наслідком чого може бути зменшення потенціалу розвитку та фінансова криза. З метою своєчасної ідентифікації чинників, які сигналізують про той чи інший напрямок розвитку окремих показників, внутрішніх та зовнішніх параметрів діяльності підприємства, вжиття превентивних заходів в рамках антикризового фінансового управління підприємством доцільно впроваджувати систему раннього попередження та реагування (СРПР).

Система раннього попередження та реагування - це особлива інформаційна система, яка сигналізує керівництву про потенційні ризики та шанси, які можуть насуватися на підприємство як із зовнішнього, так із внутрішнього середовища. Згідно із найновішими підходами до побудови



системи контролінгу на підприємстві, в СРПР інтегруються елементи як стратегічного так і оперативного контролінгу. Сама ж СРПР повинна логічно вписуватися в систему планування та контролю.

Система виявляє та аналізує інформацію про приховані обставини, настання яких може призвести до виникнення загрози для підприємства чи до втрати потенційних шансів. Першочерговим завданням системи раннього попередження є своєчасне виявлення ознак кризи на підприємстві, тобто прогнозування можливого банкрутства. З іншого боку, за допомогою вказаної системи виявляються додаткові шанси для суб'єкта господарювання. На базі системи раннього попередження та реагування будується система управління ризиками, яка включає в себе ідентифікацію ризиків; їх оцінку та нейтралізацію.

Процес створення системи раннього попередження може складатися з таких етапів:

1. Визначення сфер спостереження - визначення об'єктів внутрішньої та зовнішньої діагностики. До основних сфер спостереження в рамках внутрішньої діагностики належать: фінансова, виробнича, збутова, організаційна. Зовнішня діагностика побудована на аналізі ситуації на ринку (клієнти, конкуренти, кон'юнктура), макроекономічної ситуації в країні та економіко-правових умов діяльності підприємства.

2. Вибір індикаторів раннього попередження, які можуть вказувати на розвиток того чи іншого негативного процесу.

3. Розрахунок граничних значень індикаторів та безпечних інтервалів їх зміни. В ході даного етапу розраховується, наприклад, зона безпеки, тобто позитивна різниця між фактичною виручкою від реалізації та виручкою від реалізації, що відповідає точці беззбитковості; величина продуктивності праці, яка забезпечує конкурентоспроможність підприємства; рівень фінансових показників, достатній для підтримки стабільної ліквідності та платоспроможності суб'єкта господарювання; розрахунок частки ринку, необхідної для забезпечення планового рівня рентабельності тощо.

4. Формування конкретних аналітичних завдань для аналітичних центрів. До таких завдань можуть належати прогнозування банкрутства підприємства, SWOT-аналіз, бенчмаркінг тощо.

5. Формування інформаційних каналів: забезпечення інформаційного зв'язку між джерелами інформації та системою раннього реагування, між системою та її користувачами - керівниками всіх рівнів.

6. Узагальнення одержаних аналітичних висновків та підготовка пропозиції і рекомендації щодо розвитку сильних сторін та нейтралізації слабких, що є основою розробки проектів управлінських рішень.

Розрізняють дві підсистеми СРПР: система, орієнтована на внутрішні параметри діяльності підприємства та система, орієнтована на зовнішнє середовище. Предметом дослідження останньої є завчасне прогнозування

загроз, перш за все зі сторони контрагентів, держави, конкурентів тощо. Яскравим прикладом застосування даної підсистеми СРПР є проведення банківськими працівниками аналізу підприємств-позичальників в рамках оцінки їх кредитоспроможності. Внутрішньоорієнтована підсистема СРПР спрямована на ідентифікацію ризиків та шансів, які криються всередині підприємства. В своєму розвитку дана підсистема пройшла три покоління. Системи першого покоління були зорієнтовані в основному на ідентифікацію наслідків дії тих чи інших факторів; другого - на визначення симптомів; третього - на виявлення першопричин.

Найскладнішим завданням, яке слід вирішити в процесі організації системи раннього попередження та реагування є підбір індикаторів раннього попередження та визначення критеріїв їх інтерпретації. В науково-практичній літературі здебільшого вирізняють наступні блоки індикаторів:

- загальноекономічні - індикатори, які дозволяють своєчасно виявити зміни в тенденціях розвитку кон'юнктури економіки в цілому (використовуються результати досліджень відповідних науково-дослідних економічних та соціологічних інститутів);
- ринкові індикатори - дозволяють виявити тенденції на ринках, на яких здійснює свою діяльність підприємство;
- технологічні індикатори - дають інформацію щодо появи на ринку нових продуктів, методів, процесів тощо;
- соціальні - демографічна ситуація в країні, вартість робочої сили, рівень мінімальної заробітної плати тощо;
- політичні - індикатори впливу на діяльність підприємств, які мають політичну природу, зокрема, тенденції в економічному законодавстві, політика протекціонізму тощо;
- внутрішні індикатори - система показників, які розраховуються на базі внутрішнього (управлінського) обліку та звітності.

Комбінація показників, які слугують внутрішніми індикаторами раннього попередження підбирається з урахуванням можливостей прогнозування на їх основі фінансового стану підприємства та загрози банкрутства. Згідно з найновішими розробками у сфері фінансового контролінгу, в якості ключового внутрішнього індикатора раннього попередження рекомендується використовувати показник Free Cash-flow. Цей показник є результатом руху грошових коштів у рамках операційної та інвестиційної діяльності і оперативно сигналізує про проблеми в сфері збуту, виробництва, управління оборотними активами тощо.

### **8.3. Прогнозування банкрутства підприємства**

Одним із найважливіших інструментів системи раннього попередження та методом прогнозування банкрутства підприємств є дискриміна-

нтний аналіз. В теорії і практиці здебільшого розрізняють однофакторний та багатофакторний дискримінантний аналіз.

В основі однофакторного (одновимірного) аналізу покладене сепаратне дослідження окремих показників (які є складовою певної системи показників) та класифікація підприємств за принципом дихотомії. Віднесення підприємства до категорії “хворих” чи “здорових” здійснюється у розрізі окремих показників у відповідності до емпірично побудованої шкали граничних значень досліджуваного показника. Наприклад, згідно зі шкалою значень показника рентабельності активів, граничне значення цього показника складає 2%. Це означає, що підприємства, в яких рентабельність активів  $>2\%$  за цим критерієм вважаються “здоровими”, якщо ж значення цього показника  $<2\%$ , то підприємство відноситься до групи підприємств, яким загрожує фінансова криза.

Загальний висновок про якість фінансового стану підприємства робиться на основі аналізу відповідності кожного із показників, які включені в спеціально підібрану систему, їх граничним значенням. Найбільш відомими моделями однофакторного дискримінантного аналізу є системи показників Бівера та Вайбеля.

В основі досліджень американського економіста В. Бівера покладено 30 найбільш часто вживаних у фінансовому аналізі показників. За ознакою однорідності ці показники були згруповані в шість груп. Із кожної групи Бівер вибрав по одному, найбільш типовому, показнику, які й склали його систему прогнозування:

1. Відношення Cash Flow до позичкового капіталу.
2. Відношення чистого прибутку до валюти балансу.
3. Відношення позичкового капіталу до валюти балансу.
4. Відношення оборотних активів до поточних зобов'язань (показник покриття).
5. Відношення робочого капіталу до валюти балансу.
6. Відношення різниці між очікуваними грошовими надходженнями та поточними зобов'язаннями до витрат підприємства (без амортизації).

З використанням матеріалів аналізу 79 фінансово неспроможних і такого ж числа фінансово-спроможних підприємств Бівер розробив шкалу граничних значень для кожного із приведених показників для американських підприємств.

У німецькомовній економічній літературі досить поширеною є система показників Вайбеля. В основі досліджень, здійснених П. Вайбелем протягом 1960-1971 років покладено аналітичні матеріали по 72 швейцарських підприємствах будівельної, металургійної, легкої та годинникової галузей виробництва, половина з яких була у фінансовій кризі. Класифікацію підприємств за цією системою пропонується здійснювати з використанням таких показників:

- Відношення позичкового капіталу до валюти балансу.

- Відношення оборотних активів до поточних зобов'язань (показник покриття).
- Відношення Cash Flow до поточних (короткострокових) зобов'язань.
- Відношення різниці між очікуваними грошовими надходженнями та поточними зобов'язаннями до витрат підприємства (без амортизації).
- Відношення середнього залишку кредиторської заборгованості до вартості закупок помножене на 365.
- Відношення середніх залишків виробничих запасів до величини витрат на сировину (матеріали) помножене на 365.

Для кожного із приведених показників Вайбель побудував відповідні шкали у вигляді діаграм, в яких показана динаміка значень показників протягом п'яти років перед настанням у однієї з груп досліджуваних підприємств фінансової неспроможності. У разі, якщо значення усіх шести показників аналізованого підприємства знаходяться в безпечній зоні відповідної шкали, то цьому суб'єкту господарювання не загрожує банкрутство. Якщо ж значення більше трьох показників наближається до зони "хворих" підприємств, то аналізоване підприємство вважається таким, якому загрожує банкрутство. Щодо підприємств, у яких менше трьох показників знаходяться у критичній зоні Вайбель рекомендує проводити додатковий аналіз.

Головним суперечливим моментом однофакторного дискримінантного аналізу є те, що значення окремих показників може свідчити про позитивний розвиток підприємства, а інших - про незадовільний. Така ситуація унеможлиблює об'єктивне прогнозування банкрутства. Одним із шляхів вирішення цієї проблеми є застосування багатофакторного дискримінантного аналізу. В процесі аналізу підбирається ряд показників, для кожного з яких визначається вага в так званій "дискримінантній функції". В загальному вигляді, алгоритм лінійної багатофакторної дискримінантної функції можна представити в такій формі:

$$Z = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + a_3x_3 + \dots + a_nx_n,$$

$a_1, a_2, a_3, \dots, a_n$  - коефіцієнти (ваги) дискримінантної функції;  
 $x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$  - показники (змінні) дискримінантної функції.

Величина окремих ваг, характеризує різний вплив окремих показників (змінних), на загальний фінансовий стан підприємства. Віднесення аналізованого підприємства до групи "хворих" чи "здорових" залежить від значення інтегрального показника, який є результатом розв'язку дискримінантної функції, а також від будованої на основі емпіричних даних прямої поділу.

Найбільш відомими моделями прогнозування банкрутства на основі багатофакторного дискримінантного аналізу є тест на банкрутство Тамарі (1964), модель Альтмана (1968), модель Беермана (1976), система показників Бетге-Хуса-Ніхауса (1987), модель Краузе (1993).

Модель прогнозування банкрутства, розроблена американським економістом Е. Альтманом має також назву “розрахунок Z-показника” і є класичною в своїй сфері, оскільки включена до більшості західних підручників присвячених фінансовому прогнозуванню, та оцінці кредитоспроможності підприємств. Побудована Альтманом дискримінантна функція має такий вигляд:

$$Z = 0,012 X_1 + 0,014 X_2 + 0,033 X_3 + 0,006 X_4 + 0,999 X_5$$

Це 5-ти факторна модель, де факторами виступають окремі показники фінансового стану підприємства. Адаптовано до вітчизняних стандартів фінансової звітності, окремі змінні дискримінантної функції мають такий вигляд:

$X_1$  - робочий капітал/ валюта балансу;

$X_2$  - сума нерозподіленого прибутку (непокритого збитку) та резервного капіталу / валюта балансу;

$X_3$  - звичайний прибуток до оподаткування + проценти за кредит / валюта балансу;  $X_4$  - ринкова вартість підприємств (ринкова вартість корпоративних прав) / позичковий капітал;

$X_5$  - чиста виручка від реалізації продукції/ валюта балансу.

Провівши аналіз 33-х пар промислових підприємств з обсягом валюти балансу від 1 до 25 млн. дол. США, Альтман зробив наступний висновок щодо інтерпретації значень Z-показника:

ЗНАЧЕННЯ “Z”	ЙМОВІРНІСТЬ БАНКРУТСТВА
до 1.8 1.81 - 2.67 2.67 і вище	<b>ВИСОКА</b> <b>НЕ МОЖНА ОДНОЗНАЧНО ВИЗНАЧИТИ</b> <b>НИЗЬКА</b>

Цікавим є те, що в дослідженнях Альтмана середнє значення показника Z для фінансово неспроможних підприємств склало - 0,29, а для групи успішно працюючих підприємств + 5,02. За деякими джерелами, точність прогнозування банкрутства за цією моделлю становить: за 5 років до банкрутства - 36%; чотири роки до банкрутства - 29%; 3 роки до банкрутства - 48%; 2 роки до банкрутства - 83%; 1 рік до банкрутства - 95%.

В Німеччині вперше застосував методологію багатофакторного дискримінантного аналізу при дослідженні фінансового стану підприємств у 1976 році К. Беерман. Свої висновки він базував на емпіричному дослідженні 21 пари підприємств, половина з яких були збиткові та знахо-

дилися у фінансовій кризі. Основні характеристики дискримінантної функції Беєрмана наведено в табл. 8.1.

Таблиця 8.1

Параметри дискримінантної функції Беєрмана

Показник	Вага
X1 = Позичковий капітал / валюта балансу	+0,077
X2 = Чистий прибуток / валюта балансу	+0,813
X3 = Чистий прибуток/ позичковий капітал	+0,124
X4 = Чистий прибуток/ чиста виручка від реалізації	-0,105
X5 = Cash-flow / позичковий капітал	-0,063
X6 = Чиста виручка від реалізації / валюта балансу	+0,061
X7 = Запаси / Чиста виручка від реалізації	+0,268
X8 = Сума амортизації/ Вартість основних засобів на кінець періоду	+0,217
X9 = Введені основні засоби/ сума амортизації	+0,012
X10 = Заборгованість за банківськими позиками/ позичковий капітал	+0,165

Одержані значення інтегрального показника Беєрман рекомендує інтерпретувати наступним чином (горизонт прогнозування 1 рік):

$Z > 0,32$  - підприємство знаходиться під загрозою банкрутства;

$0,32 > Z > 0,236$  - неможливо чітко ідентифікувати, потребує додаткового якісного аналізу

$Z < 0,236$  - підприємству не загрожує банкрутство.

Методологія багатofакторного дискримінантного аналізу може використовуватися як службами контролінгу підприємства для своєчасного виявлення симптомів фінансової кризи, так і банками при оцінці кредитоспроможності позичальника. Використання методології багатofакторного дискримінантного аналізу у вітчизняній практиці є досить обмеженим, що зумовлено такими основними чинниками:

по-перше, неможливістю розробки власних, галузевих дискримінантних функцій через відсутність фахівців достатньої кваліфікації;

по-друге, відсутністю достатніх коштів для закупки та адаптації західних методик до вітчизняних умов господарювання;

по-третє, недостатнім рівнем об'єктивності показників, які відображаються підприємствами у фінансовій звітності (проблематика подвійної бухгалтерії).

В той же час, в Україні використовуються численні методики однофакторного дискримінантного аналізу, однак ці методики є безсистемни-

ми, не враховують галузевих особливостей, не містять відповідних “ключів” інтерпретації.

#### **8.4. Управління фінансовою санацією підприємства**

У разі, якщо заходи щодо попередження фінансової кризи на підприємстві не принесли жаданого результату (або вони взагалі не проводилися) і підприємство все ж опинилося у на межі банкрутства, то в арсеналі антикризового управління залишається ще один інструмент, з допомогою якого можна уникнути банкрутства та ліквідації - фінансова санація. Метою фінансової санації є покриття поточних збитків та усунення причин їх виникнення, поновлення або збереження ліквідності та платоспроможності підприємств, скорочення всіх видів заборгованості, покращення структури капіталу та формування фондів фінансових ресурсів, необхідних для проведення санаційних заходів виробничо-технічного характеру.

При організації фінансової санації підприємств розрізняють три основні функціональні блоки:

1. Розробка плану санації.
2. Проведення санаційного аудиту.
3. Менеджмент санації.

Як правило, розробкою санаційної концепції (плану), за дорученням власників чи керівництва підприємства займаються консалтингові фірми у тісному взаємозв'язку із внутрішніми службами контролінгу (якщо вони є на підприємстві). Якщо санація здійснюється в рамках провадження справи про банкрутство, то план санації за дорученням господарського суду розробляє керуючий санацією.

Санаційний аудит проводиться аудиторськими компаніями на замовлення власників підприємства, потенційних санаторів, кредиторів та інших осіб, які можуть взяти участь у фінансуванні санації. Основна його мета полягає в оцінці санаційної спроможності підприємства на основі аналізу фінансового-господарського діяльності та наявної санаційної концепції та плану санації.

Санаційна спроможність - це наявність у підприємства, що знаходиться у фінансовій кризі, фінансових, організаційно-технічних та правових можливостей, які визначають його здатність до успішного проведення фінансової санації. До загальних передумов санаційної спроможності відносять наявність у підприємства ефективної санаційної концепції та потенціалу для майбутньої успішної діяльності, а саме:

- а) стійких позицій на ринку та реальних можливостей збільшення обсягів реалізації;
- б) конкурентних переваг;
- в) виробничого та кадрового потенціалу;
- г) реальної та дієвої санаційної концепції.

Економічними критеріями стійкої санаційної спроможності підприємства є його здатність до забезпечення ліквідності, відновлення прибутковості та одержання конкурентних переваг. Вказані кількісні та якісні величини є тісно взаємопов'язаними між собою. Так, досягнення конкурентних переваг можливе лише за наявності стійкої ліквідності та платоспроможності, в той же час, орієнтація лише на забезпечення ліквідності дає можливість забезпечити життєздатність підприємства лише в короткостроковому періоді. Санаційно спроможним підприємство буде в тому випадку, якщо продисконтована очікувана вартість майбутніх активів (за умови успішної санації) буде більшою за вартість його ліквідаційної маси перед проведенням санації.

Вирішальне значення для успішного проведення фінансового оздоровлення підприємства є організація ефективного менеджменту санації. Сутність менеджменту санації можна розглядати з двох точок зору: з інституційної та з функціональної.

З інституційного боку до менеджменту санації можна віднести всіх фізичних осіб, які уповноважені власниками суб'єкта господарювання чи силою закону провести фінансову санацію підприємства, тобто здійснювати фактичне управління підприємством на період його оздоровлення. Зауважимо, що досить часто на межу банкрутства підприємство доводить саме невміле чи навмисно неправильне управління. Керівництво підприємства, яке привело його до фінансової кризи, як правило, не в змозі ефективно управляти фінансовою санацією. Звідси випливає необхідність заміни керівництва підприємства або передачі повноважень щодо санації третім особам. У Великобританії, наприклад, щорічно з 60 тисяч порушених справ про банкрутство близько 90 відсотків закінчується зміною керівництва.

Загалом, до осіб, які можуть бути носіями менеджменту санації слід віднести контролюючі органи (наприклад департамент банківського нагляду НБУ, страх нагляд тощо), консультанти, аудитори, керуючі санацією, які призначаються відповідно до рішення господарського суду, представники банківських установ чи інших кредиторів, досвідчені менеджери, а також колишнє керівництво підприємства. Вирішення питання з призначенням менеджменту санації належить до числа першочергових заходів в рамках фінансового оздоровлення.

З функціонального боку, менеджмент санації - це система антикризового управління, яка полягає в ефективному використанні фінансового механізму з метою запобігання банкрутства та фінансового оздоровлення підприємства. Функціональні сфери менеджменту санації можна розглядати як окремі фази управлінського циклу, причому в процесі санації підприємства такі цикли перманентно повторюються при досягненні окремих стратегічних чи тактичних цілей.

До функціональних сфер менеджменту санації слід віднести такі:



- а) постановка цілей (загальні завдання та цілі менеджменту санації зображені на рисунку 8.1.);
- б) формування та аналіз проблеми (головна проблема - фінансова криза);
- в) пошук альтернатив, прогнозування та оцінка їх реалізації (підбір та оцінка необхідного каталогу санаційних заходів);
- г) прийняття рішення;
- д) реалізація (проведення конкретних санаційних заходів);
- е) контроль;
- є) аналіз відхилень.

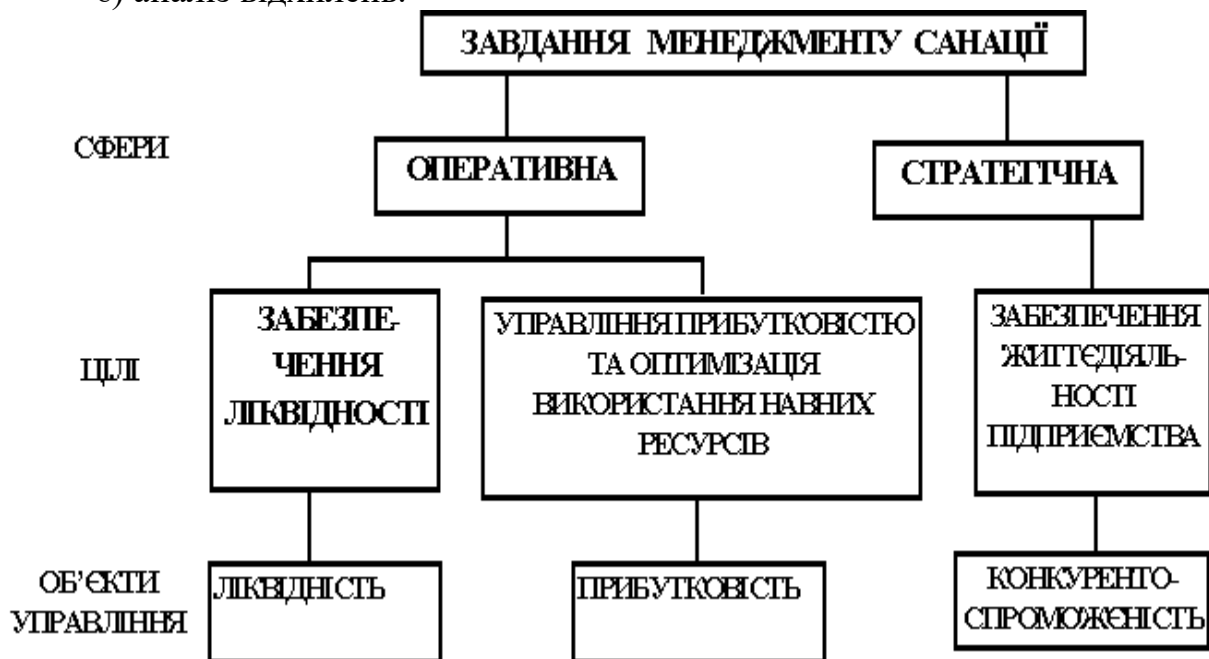


Рис.8.1. Завдання менеджменту фінансової санації підприємства

Основне завдання фінансового менеджменту в ході санації підприємства - правильне визначення потреби у капіталі для проведення санації та мобілізація фінансових джерел санації підприємств. При визначенні конкретних шляхів мобілізації фінансового капіталу слід вивчити порядок визначення потреби в коштах, форми фінансування, правила, якими слід керуватися при формуванні активів та пасивів, методи оптимізації розміру та структури капіталу.

Форми фінансування підприємств класифікуються за джерелами надходження капіталу та за правовим статусом інвесторів. За джерелами мобілізації фінансових ресурсів розрізняють зовнішнє та внутрішнє фінансування; за правовим статусом інвесторів - власний капітал та позичковий капітал.

Сукупний капітал підприємства складається з власного та позичкового капіталу. Таким чином, фінансування санації може здійснюватися за рахунок власних коштів підприємства (самофінансування), фінансових засобів власників, за допомогою кредиторів і, у виключних випадках, шля-

хом одержання державної фінансової підтримки. За формальними ознаками розрізняють два види санації:

а) санація без залучення додаткових фінансових ресурсів на підприємство та

б) санація із залученням нового фінансового капіталу.

В першому випадку санація може здійснюватися в таких формах:

- зменшення номінального капіталу підприємства;
- конверсія власності в борг;
- конверсія боргу у власність;
- пролонгація строків сплати заборгованості;
- добровільне зменшення заборгованості;
- самофінансування.

Санація із залученням нового фінансового капіталу може приймати такі форми:

- альтернативна санація;
- зменшення номінального капіталу з послідуєчим його збільшенням (двоступінчата санація);
- безповоротна фінансова допомога власників;
- безповоротна фінансова допомога персоналу;
- емісія облігацій конверсійного займу;
- залучення додаткових позик.

Детальна характеристика вказаних форм санації наведена в літературних джерелах, рекомендованих до вивчення теми. Ряд авторів виділяють також автономну санацію, яка здійснюється із використанням власних коштів підприємства та капіталу його власників і зовнішню санацію (кошти кредиторів та держави). Окремий вид санації підприємств - це санація з допомогою державної фінансової підтримки. Фінансування державою санаційних заходів може здійснюватися на поворотній або безповоротній основі. В ряді випадків держава може вдаватися до непрямих методів сприяння санації підприємств: податкові пільги, створення особливих умов підприємницької діяльності і т.д.

Досудова санація. Закон “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом” розрізняє поняття “санація” та “досудова санація”. Під санацією розуміються заходи щодо оздоровлення підприємства в рамках провадження справи про банкрутство. Досудова санація - система заходів щодо відновлення платоспроможності боржника, що здійснюються власниками боржника чи менеджментом підприємства, що знаходиться в кризі з метою запобігання його банкрутства та ліквідації шляхом реорганізаційних, організаційно-господарських, управлінських, інвестиційних, технічних, фінансово-економічних, правових заходів в межах діючого законодавства до початку порушення провадження у справі про банкрутство.

При вивченні даного питання слід звернути увагу на те, що фінансове оздоровлення підприємства в досудовому порядку здійснюється з використанням стандартного набору інструментів та заходів, який є в арсеналі антикризового менеджменту. Якщо ж санація проводиться після порушення справи про банкрутство, тобто в судовому порядку, то в цьому разі слід враховувати специфічні вимоги та особливості санаційних процедур, передбачені Законом “Про відновлення платоспроможності боржника або оголошення його банкрутом”.

### **8.5. Фінансова санація в ході провадження справи про банкрутство**

До прийняття нового законодавства про банкрутство, під санацією в більшості випадків розумілося виключно задоволення вимог кредиторів і виконання зобов'язань перед бюджетом та іншими державними цільовими фондами, в тому числі кредитором, що добровільно бере на себе задоволення зазначених вимог та виконання зазначених зобов'язань, тобто із терміном “санація” асоціювався лише інститут переведення боргу. Новим законодавством передбачена можливість реалізації плану фінансової санації після того як проти боржника порушена справа про банкрутство. Головна ідея інституту санації в ході провадження справи про банкрутство полягає у створенні умов для задоволення претензій кредиторів не лише за рахунок проведення ліквідаційних процедур, а й в результаті відновлення успішної фінансово-господарської діяльності боржника чи коштів його правонаступника.

Ухвала про проведення санації боржника приймається Господарським судом за клопотанням комітету кредиторів. До основних передумов прийняття рішення про проведення санації боржника після порушення справи про банкрутство належать такі:

1. Санаційна спроможність боржника, тобто наявність реального плану санації.
2. Наявність реальних можливостей виконання плану, відновлення платоспроможності підприємства-боржника та його успішної виробничо-господарської діяльності.
3. Наявність санатора, який має достатньо фінансових ресурсів для фінансового оздоровлення боржника.

Ініціатива про санацію може походити від потенційного санатора, розпорядника майна, а також від самого підприємства-боржника. У першому випадку, кредитори можуть вийти з клопотанням про проведення санації, якщо після опублікування в засобах масової інформації (офіційному друкованому органі Верховної Ради чи Кабінету Міністрів України) оголошення про порушення справи про банкрутство підприємства надійшли пропозиції від осіб, які бажають задовольнити ви-

моги кредиторів до боржника та виконати його зобов'язання перед бюджетом і цільовими фондами. Натомість указані особи мають право пропонувати свої умови санації чи реструктуризації боржника. Для санатора мотивуючими стимулами до участі в санації можуть бути такі:

- здобуття контролю над підприємством-боржником;
- ефект синергізму, пов'язаний із новими можливостями внутрішньої кооперації, диверсифікації продукції або ринків збуту товарів;
- збереження надійного постачальника сировини та матеріалів чи споживача своєї продукції тощо;
- приватизація підприємства, якщо воно належить до державної форми власності.

З пропозицією про санацію може вийти також розпорядник майна підприємства, який призначається ухвалою господарського суду про порушення провадження у справі про банкрутство з метою забезпечення майнових інтересів кредиторів. З відповідною пропозицією розпорядник майна виходить, якщо в ході виконання своїх функцій він дійшов висновку про наявність у боржника реальних можливостей виходу із фінансової кризи.

У разі, якщо ініціатором санації є боржник, то справа про банкрутство, як правило, також ініціюється боржником. Це робиться в тому випадку, коли підприємство є санаційно спроможним, однак у нього бракує часу для реалізації плану санації. Заява про банкрутство подається з надією отримати відстрочки кредиторів зі сплати заборгованості в ході провадження справи про банкрутство, наприклад, в результаті укладання мирової угоди. Разом із заявою про банкрутство, в даному разі боржник подає в господарський суд план санації та проект мирової угоди.

Одночасно з винесенням ухвали про санацію господарський суд своєю ухвалою призначає керуючого санацією. Керуючим санацією може бути запропоновано особу, яка виконувала повноваження розпорядника майна, або керівник підприємства, якщо на це є згода комітету кредиторів та (або)інвесторів. З дня винесення ухвали про санацію припиняються повноваження керівника боржника, а управління боржником переходить до керуючого санацією, який протягом трьох місяців з дня винесення ухвали зобов'язаний подати комітету кредиторів для схвалення узгоджений план санації (реорганізації). Якщо протягом шести місяців з дня винесення ухвали про санацію в господарський суд не буде подано плану санації боржника, господарський суд має право прийняти рішення про визнання боржника банкрутом і відкриття ліквідаційної процедури. План санації вважається схваленим, якщо за нього на засіданні комітету кредиторів таке рішення було підтримано більш як половиною голосів кредиторів - членів комітету кредиторів.

Господарський суд спеціальною постановою затверджує умови санації підприємства-боржника, які можуть бути у формі:

а) плану реорганізації (як правило, без збереження юридичної особи боржника)

б) плану фінансової санації (зі збереженням юридичної особи боржника)

Як правило, план реорганізації розробляється в тому випадку, якщо фінансування санації здійснюється зовнішнім санатором. Обов'язковими складовими частинами плану реорганізації є :

-умови участі санатора в задоволенні вимог кредиторів;  
-умови та порядок реорганізації юридичної особи боржника;  
-механізм виплати санатором боргу кредиторам (строки, послідовність, форми тощо).

Включення санатора в склад учасників (власників) підприємства може відбуватися такими основними способами:

а) в ході збільшення статутного капіталу боржника, за якого всі або більша частина корпоративних прав нової емісії викупляється санатором;

б) в результаті переуступки частини корпоративних прав на користь санатора власниками підприємства, що підлягає санації;

в) в результаті злиття, поглинання чи приєднання.

План санації зі збереженням статусу юридичної особи має свої особливості. Він у значній мірі базується на мобілізації внутрішніх фінансових резервів боржника та на участі в санації власників підприємства. Для реалізації плану підприємство повинно бути на певний проміжок часу звільнене від обов'язків виконання платіжних зобов'язань перед кредиторами. Цього можна досягти шляхом укладання мирової угоди. План санації в обов'язковому порядку повинен містити таку інформацію:

1. Аналіз причин фінансової кризи;

2. Оцінку фінансового стану боржника до початку санації;

3. Заходи щодо нормалізації фінансового стану боржника (спрямовані на відновлення платоспроможності, ліквідності та прибутковості);

4. Узгоджений з кредиторами порядок відстрочки виконання платіжних зобов'язань;

5. Інформацію про те, наскільки реалізація плану санації покращує шанси задоволення претензій кредиторів у порівнянні з вихідною ситуацією;

6. Порівняльні розрахунки задоволення претензій кредиторів у випадку реалізації плану санації та у разі задоволення вимог шляхом проведення ліквідаційних процедур.

7. Прогнозні показники фінансово-майнового стану боржника в процесі та після реалізації плану санації із вказівкою строків відновлення платоспроможності та погашення претензій кредиторів.

8. Механізми контролю за ходом реалізації плану.

За заявою будь-кого з кредиторів або боржника, господарський суд може відхилити план санації, якщо будуть представленні обґрунтовані докази того, що в результаті прийняття рішення про санацію, становище однієї із зацікавлених сторін буде гіршим, ніж у випадку здійснення ліквідаційних процедур.

Функції нагляду за повнотою виконання плану санації покладаються на арбітражного керуючого (розпорядника майна чи керуючого санацією). Повноваження арбітражного керуючого, членів комітету кредиторів та нагляд господарського суду зберігаються до повного виконання плану санації.

Процедура санації у справах про банкрутство ще не набула в Україні належного поширення й застосовується досить рідко. Досить часто процедуру банкрутства використовують не для відновлення платоспроможності боржника та погашення його заборгованості перед кредиторами та працівниками (із заробітної плати), а для недобросовісного переділу власності (прихована приватизація).

## **8.6. Реструктуризація підприємства в системі антикризового фінансового управління**

Одним із інструментів фінансового оздоровлення підприємств є реструктуризація. Законом України “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом”, іншими нормативно-правовими документами передбачено використання реструктуризації як ефективного засобу відновлення платоспроможності підприємства, який рекомендується включати в план санації.

Реструктуризація підприємства - це здійснення організаційно-господарських, фінансово-економічних, правових, технічних заходів, спрямованих на реорганізацію підприємства, зміну форм власності, управління, організаційно-правової форми, що сприятиме фінансовому оздоровленню підприємства, збільшенню обсягів випуску конкурентноспроможної продукції, підвищенню ефективності виробництва та задоволенню вимог кредиторів. Керуючись даним визначенням можна зробити розмежування між категоріями “реструктуризація підприємства” та “реорганізація”. Поняття “реструктуризація” є більш ширшим, оскільки включає в себе поряд з іншими, заходи, спрямовані на реорганізацію підприємства. Основний зміст реорганізації полягає в повній або частковій зміні власника статутного капіталу даної юридичної особи та в зміні організаційно-правової форми організації бізнесу.

В літературних джерелах, присвячених дослідженню реструктуризації підприємств, в залежності від характеру заходів, які застосовуються, виділяють такі форми реструктуризації:

- Реструктуризація виробництва;

- Реструктуризація активів;
- Фінансова реструктуризація;
- Корпоративна реструктуризація (реорганізація).

Реструктуризація виробництва передбачає внесення змін в організаційній та у виробничо-господарській сфері підприємства з метою підвищення його рентабельності та конкурентоспроможності. В рамках даного виду реструктуризації можуть проводитися такі заходи:

- зміна керівництва підприємства;
- впровадження нових, прогресивних форм та методів управління;
- диверсифікація асортименту продукції;
- покращення якості продукції;
- підвищення ефективності маркетингу;
- зменшення витрат на виробництво;
- скорочення чисельності зайнятих на підприємстві.

Реструктуризація активів включає в себе заходи, результатом яких є зміни в структурі та складі активної сторони балансу. До основних заходів в рамках реструктуризації активів слід віднести такі:

- продаж частини основних засобів;
- продаж зайвого обладнання, запасів сировини та матеріалів тощо;
- продаж окремих підрозділів підприємства;
- зворотній лізинг;
- реалізація окремих видів фінансових вкладень;
- рефінансування дебіторської заборгованості.

Фінансова реструктуризація пов'язана зі зміною структури та розмірів власного та позичкового капіталу, а також зі змінами в інвестиційній діяльності підприємства. До основних заходів в рамках фінансової реструктуризації можна віднести такі:

- реструктуризація заборгованості перед кредиторами;
- одержання додаткових кредитів;
- збільшення статутного капіталу;
- заморожування інвестиційних вкладень;

Зазначимо, що фінансова реструктуризація повинна в обов'язковому порядку супроводжуватися реструктуризацією виробництва, в противному разі, заходи щодо покращення ситуації з фінансування можуть лише відстрочити ліквідацію підприємства на більш пізній період.

Найбільш складним видом реструктуризації є корпоративна реструктуризація. Корпоративна реструктуризація пов'язана з реорганізацією підприємства, її наслідком є повна або часткова зміна власника статутного капіталу, створення нових юридичних осіб та (або) організаційно-правової форми організації бізнесу. До заходів, які проводяться в рамках корпоративної реструктуризації можна віднести наступні:

- часткова або повна приватизація;
- поділ крупних підприємств на частини;

- виділення із крупних підприємств окремих підрозділів;
- виділення із підприємства об'єктів соціальної культури та інших непрофільних підрозділів;
- приєднання чи злиття з іншими, більш потужними підприємствами.

За формальними ознаками розрізняють такі три види реорганізації (рис. 12.2):

1. Реорганізація, яка спрямована на укрупнення підприємства (злиття, приєднання, поглинання);
2. Реорганізація, яка спрямована на подібнення підприємства (поділ, виділення);
3. Реорганізація без змін розмірів підприємства (перетворення).

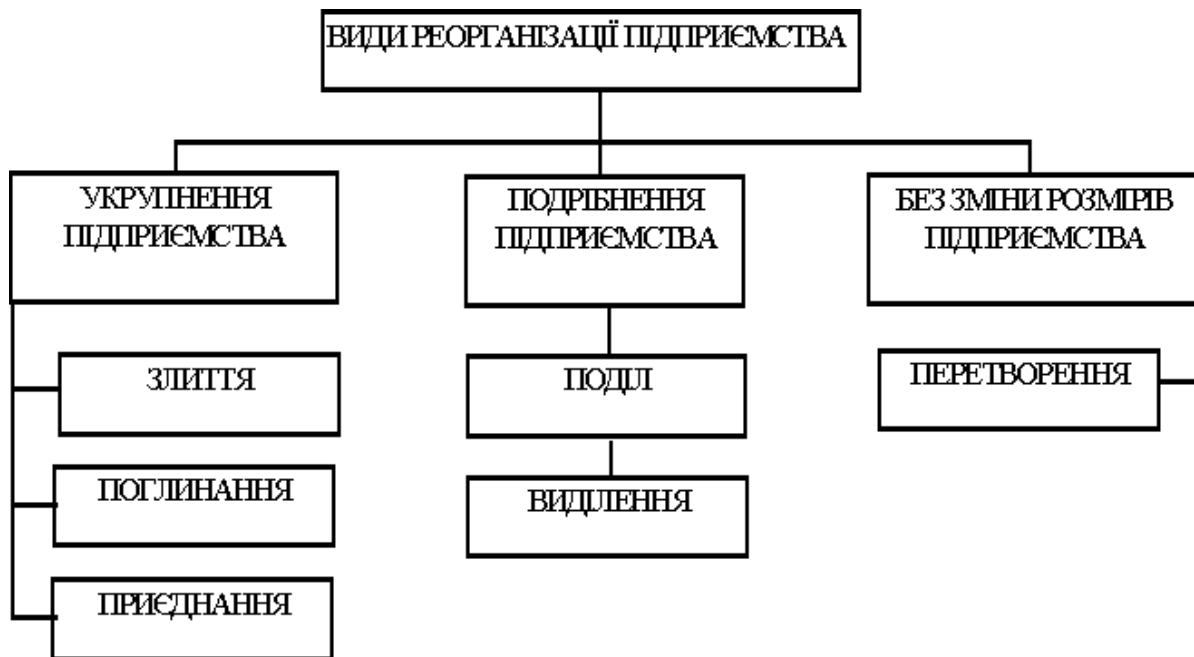


Рис. 8.2. Форми корпоративної реструктуризації підприємств

У разі реорганізації підприємства слід враховувати ряд законодавчих передумов та вимог, а саме:

- порядок державної реєстрації (перереєстрації) та ліквідації підприємств;
- вимоги антимонопольного законодавства;
- вимоги щодо захисту інтересів кредиторів підприємства, його власників, персоналу тощо;
- порядок емісії акцій (у разі реорганізації АТ);
- можливі екологічні, демографічні та інші наслідки.

Реорганізація підприємств, які мають кредиторську заборгованість, повинна здійснюватися з дотриманням вимог щодо переведення боргу, зокрема:

- а) перевід боржником свого боргу на іншу особу допускається лише за згодою кредитора;



б) новий боржник вправі висувати проти вимоги кредитора всі заперечення, оснований на відносинах між кредитором і первісним боржником;

в) порука і встановлена третью особою застава припиняються з переводом боргу, якщо поручитель або заставаодавець не виявив згоди відповідати за нового боржника;

г) уступка вимоги і перевід боргу, оснований на угоді, укладеній у письмовій формі, повинні бути вчинені в простій письмовій формі.

Перед здійсненням санаційної реорганізації необхідно провести поглиблений аналіз фінансово-господарського стану підприємства, що знаходиться в кризі, який повинен базуватися на аналізі основних характеристик діяльності даної юридичної особи. На основі результатів аналізу робиться висновок про санаційну спроможність підприємства та про доцільність його реорганізації. Ефективність реструктуризації забезпечується тими заходами, які покладені в основу плану реструктуризації. В плані слід відобразити переваги вибраних організаційних форм та методів реструктуризації. У разі реорганізації слід показати, які переваги одержить підприємство в результаті зміни організаційно-правової форми, відокремлення окремих структурних підрозділів чи приєднання інших підприємств.

## Література

1. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. – К. % Ника-центр, Эльга, 2001. – 592 с.
2. Фінанси підприємств. Підручник / за ред А.М. Поддєрьогіна. – К.: КНЕУ, 1999, 2000.
3. Фінансовий менеджмент: навчальний посібник: Курс лекцій/ за ред. Проф. Г.Г.Кірейцева. – Житомир: ЖГГІ 2001. – 432 с.
4. Финансовый менеджмент (конспект лекций). – М.: «Издательство Приор», 2002. – 144 с.
5. Бандурка О.М., Коробов М.Я., Орлов П.І., Петрова К.Я. Фінансова діяльність підприємства: Підручник. – К.: Либідь, 1998. – 312 с.
6. Савчук В. Фінансовий менеджмент підприємств. Київ – 2002 р.
7. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. Пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 602 с.
8. Брігкем Е.Ф. Основы фінансового менеджменту. – К., 1997. – 867
1. Белоліпецький В.Г. Финансы фирмы. Курс лекций/ под ред. И.П. Мерзлякова. М. «Инфра-М», 1999 (с. 170-186).
2. Фінанси підприємств. Підручник / за ред. к.е.н.проф. А.М. Поддєрьогіна: К; КНЕУ, 1999 (с.264-283).
3. Савицкая Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятий. Учебное пособие. Минск, М. И.П. «Экоперспектива», 1998. (с.409-410).
4. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента в II томах: К. «Ника-Центр», «Эльга», 1999 (с.476, т.2).
5. Финансовый менеджмент / под ред.акад. Г.Б. Поляка: М. «Финансы», «ЮНИТИ», 1997 (с.277-278).
6. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. Учебное пособие: М. «Финансы и статистика», 1998 (с.411).
8. Ковалев В.В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности: М. «Финансы и статистика», 1998 (с.47-56).
10. Чедвик Л. Основы финансового учета / перевод с английского под ред. В.А. Микрюкова. М. «Банки и биржи», «ЮНИТИ», 1997 (с.17, 193).
11. Маркарьян Э.А., Герасименко Г.П. Финансовый анализ: М. «Приор», 1997 (с.3).
12. Уткин Э.А. Финансовый менеджмент. Учебник для вузов. М. «Зерцало», 1998 (с.206).
13. Джей К.Шим, Джоел Г.Сигел. Финансовый менеджмент. М.: «Филинь», 1996 (с.30-56).