

Міністерство освіти і науки України
Національний університет
«Полтавська політехніка імені Юрія Кондратюка»

ННІ фінансів, економіки, управління та права
Кафедра фінансів, банківського бізнесу та оподаткування



КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ

з дисципліни «**Фінансовий менеджмент**»

для студентів та слухачів економічних спеціальностей
усіх форм навчання



Укладач: Л.О. Птащенко, д.е.н., професор

Полтава 2021

ЗМІСТ

Змістовий модуль 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ТА МЕТОДИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Тема 1. Теоретико-методичні засади та механізм фінансового менеджменту.....	3
Тема 2. Системи та методи фінансового менеджменту. Фінансове планування.....	13
Тема 3. Концепція і методичний інструментарій оцінювання вартості грошових активів у часі та з урахуванням фактора інфляції.....	22
Тема 4. Основи управління інвестиційною діяльністю підприємств.....	32
Тема 5. Характеристика та методи оцінювання фінансових інструментів інвестування.....	40

Змістовий модуль 2

СИСТЕМА УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ І КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА.

АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

Тема 6. Управління капіталом підприємства й оптимізація його структури ..	49
Тема 7. Управління оборотними активами підприємства	68
Тема 8. Управління грошовими потоками підприємства.....	81
Тема 9. Управління операційним прибутком	108
Тема 10. Принципи складання й оцінювання фінансової звітності. Фінансова діагностика в системі антикризового фінансового управління	116
РЕКОМЕНДОВАНИЙ СПИСОК ОСНОВНОЇ ТА ДОДАТКОВОЇ ЛІТЕРАТУРИ	131

Тема 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ТА МЕХАНІЗМ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

1.1. Фінансовий менеджмент як специфічна система управління суб'єктами господарювання в умовах ринкової економіки.

1.2. Основні принципи та загальна структура фінансового менеджменту.

1.3. Система фінансового управління на підприємствах: фінансова стратегія, фінансова політика, фінансове планування, фінансовий контроль та контролінг.

1.4. Характеристика окремих складових системи фінансового управління на підприємствах.

1.1. Фінансовий менеджмент як специфічна система управління суб'єктами господарювання в умовах ринкової економіки

В системі управління різними аспектами діяльності будь-якого підприємств в сучасних умовах найскладнішим і відповідальним ланцюгом є управління фінансами. В країнах з ринковою економікою принципи і методи цього управління на межі XIX-XX сторіч сформувались в спеціалізовану галузь знань, яка отримала назву «фінансовий менеджмент».

Фінансовий менеджмент на сучасному етапі включає практично всі напрями управління фінансами підприємства. Ряд проблем фінансового менеджменту за останні роки отримали поглиблений розвиток в нових, відносно самостійних галузях знань – фінансовому аналізі, інвестиційному менеджменті, ризик-менеджменті, антикризовому управлінні підприємством при загрозі банкрутства.

Теорія і практика фінансового менеджменту становлять організаційну цілісність. Природно, фінансовий менеджмент не існує ізольовано від інших економічних дисциплін. Передусім він є складовою загального менеджменту і з нього походить основними категоріями.

Фінансовий менеджмент являє собою систему принципів та методів розробки і реалізації управлінських рішень, пов'язаних з формуванням, розподілом та використанням фінансових ресурсів підприємства і організацією обігу його грошових коштів.

Структурно фінансовий менеджмент включає такі функціональні елементи:

- 1) система прийняття управлінських рішень;
- 2) планування використання короткострокових фінансових ресурсів:
 - незабезпечене короткострокове фінансування;
 - забезпечене короткострокове фінансування;
 - фінансування короткострокової оренди;
- 3) планування використання довгострокових фінансових ресурсів:
 - бюджетування капіталу;
 - довгостроковий кредит і лізинг;
 - випуск звичайних і привілейованих акцій;
 - визначення вартості грошей з урахуванням доходів майбутнього періоду;
- 4) аналіз фінансового ризику;
- 5) прийняття і виконання рішення;

- 6) контроль за виконанням рішення;
- 7) звіт про виконання і розгляд ходу реалізації рішення.

Така структура фінансового менеджменту орієнтована на його сприйняття з точки зору управлінських рішень.

У процесі організації фінансового менеджменту здійснюються планування, прогнозування, регулювання, координація, стимулювання, контроль та аналіз.

1.2. Основні принципи та загальна структура фінансового менеджменту.

Ефективне управління фінансовою діяльністю підприємства забезпечується реалізацією принципів, основними з яких є (рис. 1.1):

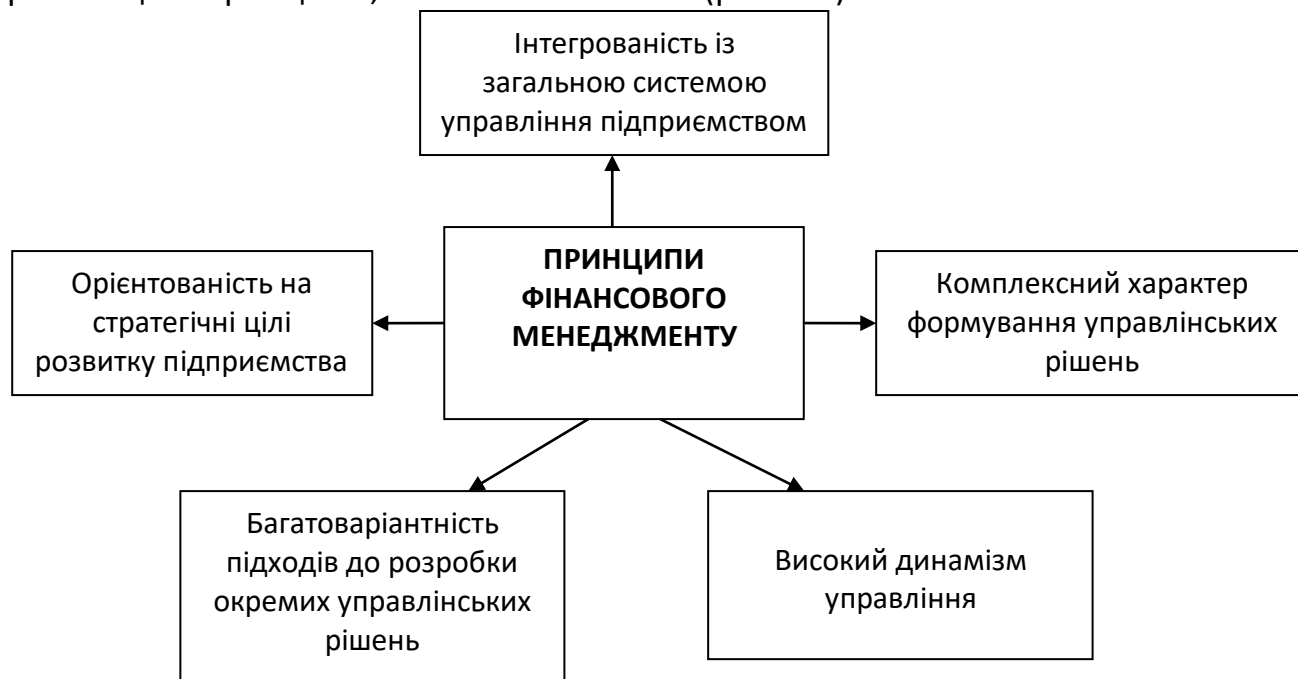


Рис. 1.1. Основні принципи фінансового менеджменту

1. Інтегрованість із загальною системою управління підприємством. В якій би галузі діяльності підприємства не приймалось управлінське рішення, воно безпосередньо або опосередковано впливає на формування грошових потоків та результати фінансової діяльності. Фінансовий менеджмент безпосередньо пов'язаний з виробничим менеджментом, інноваційним менеджментом, менеджментом персоналу та деякими іншими функціями менеджменту. Це визначає необхідність органічної інтегрованості фінансового менеджменту з загальною системою управління підприємством.

2. Комплексний характер формування управлінських рішень. Всі управлінські рішення щодо формування, розподілу та використання фінансових ресурсів і організації грошового обігу підприємства тісним чином взаємопов'язані і прямо або опосередковано впливають на результати його фінансової діяльності. Фінансовий менеджмент повинен розглядатися як комплексна система управління, яка забезпечує розробку взаємозалежних управлінських рішень, кожне з яких здійснює свій внесок в загальну результативність фінансової діяльності підприємства.

3. Високий динамізм управління. Навіть найефективніше управлінське рішення не завжди можуть бути використані повторно на наступних етапах фінансової діяльності. Перш за все, це пов'язано з високою динамікою факторів зовнішнього середовища на етапі переходу до ринкової економіки, і насамперед – зі змінами кон'юнктури фінансового ринку. Змінюються також і внутрішні умови функціонування підприємства, особливо на етапах переходу до наступних стадій життєвого циклу. Тому фінансовому менеджменту повинен бути притаманний високий динамізм, який би враховував зміни факторів внутрішнього середовища, ресурсного потенціалу, форм організації виробничої та фінансової діяльності, фінансового стану та інших параметрів функціонування підприємства.

4. Багатоваріантність підходів до розробки окремих управлінських рішень. Реалізація цього принципу передбачає, що підготовка кожного управлінського рішення в сфері формування та використання фінансових ресурсів і організації грошового обігу повинна враховувати альтернативні можливості дій. За наявності альтернативних проектів управлінських рішень їх вибір для реалізації повинен ґрунтуватися на системі критеріїв, які визначають фінансову ідеологію, стратегію або конкретну фінансову політику підприємства. Система таких критеріїв визначається самим підприємством.

5. Орієнтованість на стратегічні цілі розвитку підприємства. Якими б ефективними не здавались ті чи інші управлінські рішення в сфері фінансової діяльності в поточному періоді, вони повинні бути відхилені, якщо вступають в протиріччя з місією підприємства, стратегічними напрямками його розвитку, підривають економічну базу формування високих розмірів власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел в майбутньому періоді.

Ефективний фінансовий менеджмент, організований з урахуванням викладених принципів, дозволить сформувати ресурсний потенціал високих темпів приросту виробничої діяльності підприємства, забезпечити стабільне зростання власного капіталу, суттєво підвищити його конкурентну позицію на товарному та фінансовому ринках, забезпечити економічний розвиток в стратегічній перспективі.

В процесі організації фінансового менеджменту здійснюються планування, прогнозування, регулювання, координація, стимулювання, контроль та аналіз. В цілому процес управління складається з наступних етапів (рис. 1.2).

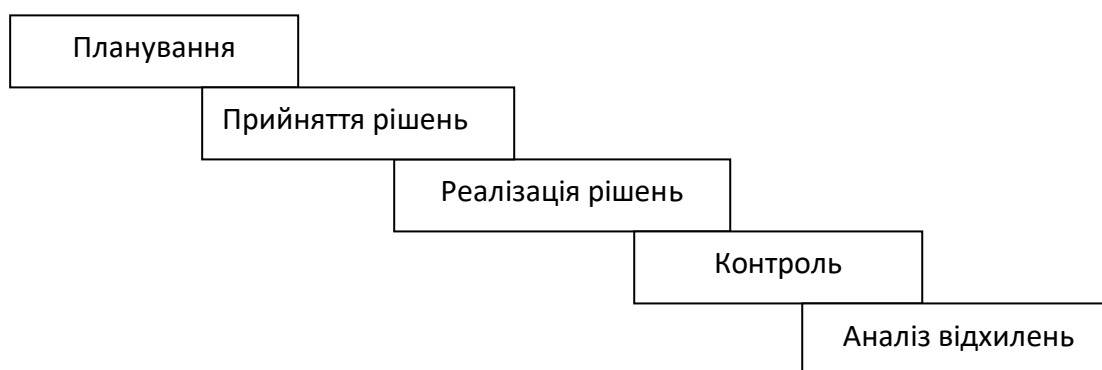


Рис. 1.2. Схема етапів процесу управління

Розглянемо структурно-логічну схему фінансового менеджменту (рис. 1.3):

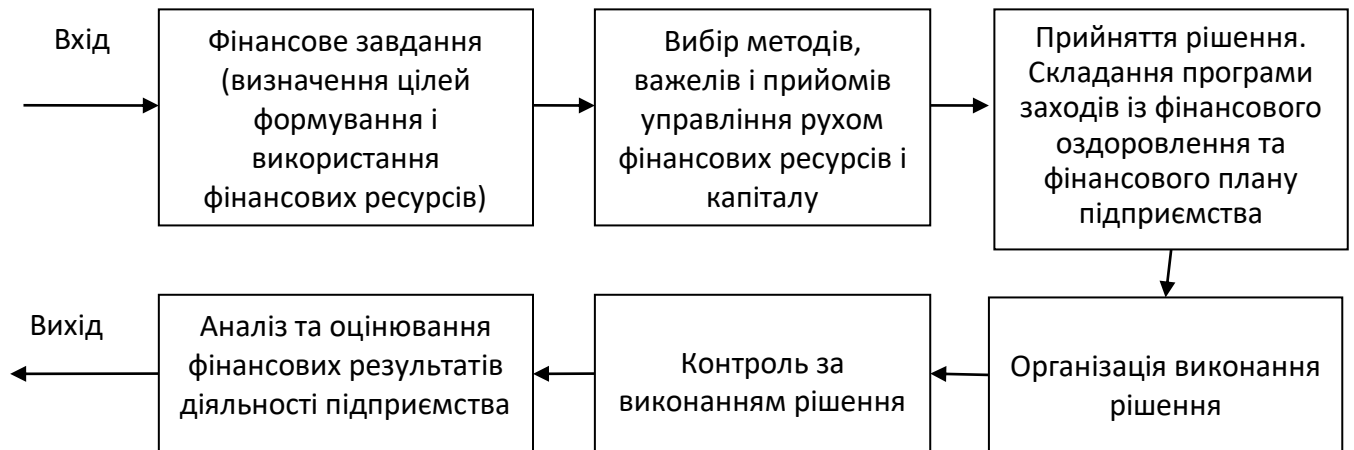


Рис. 1.3. Структурно-логічна схема фінансового менеджменту

Як суб'єкт управління фінансовий менеджмент підприємства включає:

- органи державного управління;
- фінансові й податкові органи;
- власника;
- апарат управління підприємством.

Головною метою фінансового менеджменту є забезпечення максимізації добробуту власників підприємства в поточному та майбутньому періоді. Ця мета конкретно полягає в забезпеченні максимізації ринкової вартості підприємства, що реалізує кінцеві фінансові інтереси його власників. Максимізація ринкової вартості підприємства далеко не завжди автоматично досягається при максимізації його прибутку. Зокрема, одержаний високий по сумі та рівню прибуток може бути повністю використаний на цілі поточного споживання, в результаті чого підприємство залишиться без головного джерела формування власних фінансових ресурсів для розвитку. Крім того, високий рівень прибутку підприємства може досягатися при відповідно високому рівні фінансового ризику та загрози банкрутства в наступному періоді, що також може обумовити зниження його ринкової вартості.

В процесі реалізації своєї головної мети фінансовий менеджмент націлений на вирішення наступних основних задач (табл. 1.1.).

1. Забезпечення формування достатнього обсягу фінансових ресурсів у відповідності до задач розвитку підприємства в майбутньому періоді. Реалізується шляхом визначення загальної потреби у фінансових ресурсах підприємства на майбутній період, максимізації обсягу залучення власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел, визначення доцільності формування власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел, управління залучення запозичених фінансових коштів, оптимізація структури джерел формування ресурсного фінансового потенціалу.

Таблиця 1.1.

*Система основних задач, націлених на реалізацію
головної мети фінансового менеджменту*

Головна мета фінансового менеджменту	Основні задачі фінансового менеджменту, направлені на реалізацію його головної цілі
Забезпечення максимізації добробуту власників підприємства в поточному та майбутньому періоді.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Забезпечення формування достатнього обсягу фінансових ресурсів у відповідності до задач розвитку підприємства в майбутньому періоді. 2. Забезпечення найбільш ефективного використання сформованого обсягу фінансових ресурсів у розрізі основних напрямів діяльності підприємства. 3. Оптимізація грошового обігу. 4. Забезпечення максимізації прибутку підприємства при передбачуваному рівні фінансового ризику. 5. Забезпечення мінімізації рівня фінансового ризику при передбачуваному рівні прибутку. 6. Забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку.

2. Забезпечення найбільш ефективного використання сформованого обсягу фінансових ресурсів у розрізі основних напрямів діяльності підприємства.

Оптимізація розподілу сформованого обсягу фінансових ресурсів передбачає встановлення необхідної пропорційності в їх використанні на цілі виробничого та соціального розвитку підприємства, виплати необхідного рівня доходів на капітал, що інвестований. Повинні враховуватись стратегічні цілі розвитку підприємства та можливий рівень віддачі коштів, які були вкладені.

3. Оптимізація грошового обігу. Вирішується шляхом ефективного управління грошовими потоками підприємства в процесі кругообігу його грошових коштів, забезпечення синхронізації обсягів надходження і витрачання грошових коштів по окремих періодах, підтримкою необхідної ліквідності обігових активів.

4. Забезпечення максимізації прибутку підприємства при передбачуваному рівні фінансового ризику. Підприємство повинне намагатися максимізувати не балансовий, а чистий прибуток, який залишився в його розпорядженні, що вимагає здійснення ефективної податкової, амортизаційної та дивідендної політики. Максимізація прибутку повинна здійснюватись в межах допустимого фінансового ризику, рівень якого визначається власниками або менеджерами підприємства.

5. Забезпечення мінімізації рівня фінансового ризику при передбачуваному рівні прибутку. Мінімізація може бути забезпечена шляхом диверсифікації видів операційної та фінансової діяльності, а також портфеля фінансових інвестицій; профілактикою та уникненням окремих фінансових ризиків, ефективними формами їх зовнішнього і внутрішнього страхування.

6. Забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку. Характеризується високим рівнем фінансової стійкості та платоспроможності підприємства на всіх етапах його розвитку та забезпечується формуванням оптимальної структури капіталу і активів, достатнім рівнем самофінансування.

1.3. Система фінансового управління на підприємствах: фінансова стратегія, фінансова політика, фінансове планування, фінансовий контроль та контролінг

Система фінансового управління на підприємствах включає такі складові: фінансова стратегія, фінансова політика, фінансове планування, фінансовий контроль. Характеристика окремих складових системи фінансового управління на підприємствах.

Фінансова стратегія являє собою один з найважливіших видів функціональної стратегії підприємства, яка забезпечує всі основні напрями розвитку його фінансової діяльності та фінансових відносин шляхом формування довгострокових фінансових цілей, вибору найбільш ефективних шляхів їх досягнення, адекватного коригування напрямів формування та використання фінансових ресурсів при зміні умов зовнішнього середовища.

Процес розробки та реалізації фінансової стратегії підприємства здійснюється по наступних етапах (рис. 1.4).

1. Головною умовою для визначення періоду формування фінансової стратегії є тривалість періоду, прийнятого для формування корпоративної стратегії підприємства.

2. Дослідження факторів зовнішнього фінансового середовища передбачає вивчення економіко-правових умов фінансової діяльності підприємства та можливих їх змін в майбутньому періоді. Аналізується кон'юнктура фінансового ринку та визначальні її фактори, розробляється прогноз кон'юнктури в розрізі окремих сегментів цього ринку.

3. В процесі оцінки необхідно визначити достатність потенціалу підприємства для використання інвестиційних можливостей.

4. При комплексній оцінці необхідно чітко уявити основні параметри, що характеризують можливості і обмеження розвитку фінансової діяльності підприємства.

5. Головною метою формування стратегічних цілей є підвищення рівня добробуту власника і максимізація ринкової вартості підприємства, тому здійснюється вибір найбільш ефективних напрямів фінансової діяльності, формування достатніх обсягів фінансових ресурсів та оптимізація їх складу, прийнятність рівня фінансових ризиків.

6. Здійснюється конкретизація визначених цільових стратегічних нормативів.

7. Визначаються головні стратегії фінансового розвитку підприємства в розрізі окремих домінантних сфер, фінансова політика по окремих аспектах фінансової діяльності, формується портфель альтернатив стратегічних підходів.

8. Оцінка здійснюється по системі спеціальних економічних та неекономічних критеріїв, встановлених підприємством.

9. Готуються та реалізуються нові управлінські рішення, обумовлені непередбаченими змінами факторів зовнішнього фінансового середовища.

10. Контроль здійснюється на основі стратегічного фінансового контролінгу.



Рис. 1.4. Основні етапи процесу розробки та реалізації фінансової стратегії підприємства.

Фінансовий менеджмент набуває практичного втілення завдяки фінансовій політиці підприємства. Розроблення фінансової політики є найбільш відповідальним етапом формування фінансової стратегії підприємства. Під фінансовою політикою розуміють спосіб організації та використання фінансових відносин. Вона являє собою форму реалізації фінансової ідеології і фінансової стратегії підприємства в розрізі найважливіших аспектів фінансової діяльності на окремих етапах її здійснення.

Фінансову політику розглядають на наступних рівнях:

- світовому;
- макроекономічному;

- мікроекономічному.

Складові фінансової політики:

- облікова політика;
- кредитна політика;
- політика управління грошовими засобами;
- політика управління витратами;
- дивідендна політика тощо.

Формування фінансової політики з окремих питань фінансової діяльності підприємства може мати 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 як самостійні блоки політику управління окремими її видами.

Система формування фінансової політики підприємства за основними аспектами його фінансової діяльності в рамках загальної фінансової стратегії складається з таких структурних елементів:

I. Політика управління активами з питань:

- 1) формування активів;
- 2) управління оборотними активами,
в тому числі:
 - а) управління запасами;
 - б) управління дебіторською заборгованістю;
 - в) управління грошовими активами;
 - г) фінансування оборотних активів.
- 3) управління необоротними активами,
в тому числі:
 - а) управління основними засобами;
 - б) управління нематеріальними активами;
 - в) фінансування необоротних активів.

II. Управління капіталом з питань:

- 1) формування структури капіталу;
- 2) управління власним капіталом;
- 3) управління позиковим капіталом.

III. Політика управління інвестиціями (інвестиційна політика):

- 1) управління реальними інвестиціями:
в тому числі:
 - а) управління капітальними інвестиціями;
 - б) управління інноваційними інвестиціями.
- 2) політика управління фінансовими інвестиціями,
в тому числі:
 - а) формування портфеля грошових інструментів інвестування;
 - б) формування портфеля фондових інструментів інвестування.

IV. Політика управління грошовими потоками з питань:

- а) управління операційними грошовими потоками;
- б) управління інвестиційними грошовими потоками;
- в) управління фінансовими грошовими потоками;
- г) управління прибутком та його складовими.

V. Політика управління фінансовими ризиками з питань:

- а) уникнення фінансових ризиків;
- б) диверсифікація фінансових ризиків;
- в) хеджування фінансових ризиків.

IV. Політика антикризового фінансового управління з питань:

- а) фінансової стабілізації підприємства;
- б) санації підприємства.

Процес реалізації фінансової політики відбувається в три етапи:

- розробка науково обґрунтованих цілей функціонування та розвитку фінансів підприємства;
- побудова й використання відповідного фінансового механізму;
- здійснення практичних дій, направлених на досягнення розроблених цілей та поставленої мети.

Механізм реалізації фінансової політики включає три етапи:

1) Визначення мети і цілей фінансової політики. Для цього необхідно враховувати вид підприємства, його розміри та становище на ринку.

2) Створення фінансового механізму. Полягає у формуванні тактики фінансового менеджменту, зокрема, в маркетингових дослідженнях, прийнятті цінових рішень, орієнтації в сегментах фінансового ринку, управлінні основним і оборотним капіталом, забезпеченні фінансовими ресурсами, збалансуванні термінів надходження грошових коштів, забезпеченні рентабельності тощо.

3) Вирішується основна задача фінансового менеджменту – побудова ефективної системи управління фінансами.

Фінансове планування – це процес розробки системи планів та планових (нормативних) показників по забезпеченню підприємства необхідними фінансовими ресурсами та підвищенню ефективності його фінансової діяльності в майбутньому періоді.

Основні системи фінансового планування:

- 1) Перспективне планування;
- 2) Поточне планування;
- 3) Оперативне планування.

В системі основних функцій фінансового менеджменту важлива роль належить здійсненню на підприємстві внутрішнього фінансового контролю.

Внутрішній фінансовий контроль – це процес перевірки виконання та забезпечення реалізації всіх управлінських рішень в сфері фінансової діяльності підприємства з метою реалізації фінансової стратегії та попередження кризових ситуацій, що приводять до його банкрутства.

Основні форми внутрішнього фінансового контролю:

- Попередній фінансовий контроль;

- Поточний фінансовий контроль;
- Послідуючий фінансовий контроль.

Підвищенню ефективності реалізації функції внутрішнього фінансового контролю сприяє впровадження на підприємстві комплексної системи, що дістала назву «контролінг».

Фінансовий контролінг – це регуляторна система управління, яка координує взаємозв'язки між формуванням інформаційної бази, фінансовим аналізом, фінансовим плануванням та внутрішнім фінансовим контролем, забезпечує концентрацію контрольних дій на найбільш пріоритетних напрямках фінансової діяльності підприємства, своєчасне виявлення відхилень фактичних її результатів від передбачуваних та прийняття рішень, спрямованих на її нормалізацію.

Основними функціями фінансового контролінгу є:

- спостереження за ходом реалізації фінансових завдань, встановлених системою планових фінансових показників та нормативів;
- вимір ступеня відхилень фактичних результатів фінансової діяльності від передбачуваних;
- діагностування по розмірах відхилень серйозних погіршень у фінансовому стані підприємства та здійснення темпів його фінансового розвитку;
- розробка оперативних управлінських рішень щодо нормалізації фінансової діяльності підприємства у відповідності з передбаченими цілями та запланованими показниками;
- коригування при необхідності окремих цілей та показників фінансового розвитку у зв'язку зі зміною зовнішнього фінансового середовища, кон'юнктури ринку та внутрішніх умов здійснення господарської діяльності підприємства.

Види фінансового контролінгу:

стратегічний, поточний, оперативний.

Послідовність етапів побудови системи фінансового контролінгу на підприємстві така: визначення об'єкта контролінгу – визначення видів і сфери контролінгу – формування системи пріоритетів показників, які контролюються – розробка системи кількісних стандартів контролю – побудова системи моніторингу показників, які включені у фінансовий контролінг – формування системи алгоритмів дій по усуненню відхилень.

Контрольні запитання та завдання

1. Розкрити поняття фінансового менеджменту.
2. Елементи фінансового менеджменту, орієнтовані на сприйняття з точки зору управлінських рішень.
3. Основні принципи фінансового менеджменту, їх характеристика.
4. Схарактеризувати елементи механізму фінансового менеджменту, що регулюють процес розробки та реалізації управлінських рішень в сфері фінансової діяльності підприємства.
5. Визначити головну мету фінансового менеджменту.
6. Основні задачі фінансового менеджменту, спрямовані на реалізацію головної мети.
7. Основні функції фінансового менеджменту.
8. На яких рівнях розглядають фінансову політику?
9. Дайте загальну характеристику складових системи фінансового управління. (фінансова політика, фінансова стратегія, фінансове планування, фінансовий контроль).
10. Визначте і схарактеризуйте основні етапи процесу розробки та реалізації фінансової стратегії підприємства.

Тема 2. СИСТЕМИ ТА МЕТОДИ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ. ФІНАНСОВЕ ПЛАНУВАННЯ

- 2.1. Система фінансових методів обґрунтування управлінських рішень.
- 2.2. Елементи механізму фінансового менеджменту. Мета і основні задачі фінансового менеджменту.
- 2.3. Функції та об'єкти фінансового управління на підприємствах.
- 2.4. Перспективне, поточне та оперативне фінансове планування на підприємствах.
- 2.5. Бюджетне фінансове планування.
- 2.6. Характеристика основних методів фінансового планування: нормативний метод, розрахунково-аналітичний метод, балансовий метод, інші.

2.1. Система фінансових методів обґрунтування управлінських рішень

Система фінансових методів складається з таких основних способів та прийомів, за допомогою яких обґрунтовуються і контролюються конкретні управлінські рішення в різних сферах фінансової діяльності підприємства:

- Метод техніко-економічних розрахунків;
- Балансовий метод;
- Економіко-статистичні методи;
- Експертні методи (методи експертних оцінок);
- Методи дисконтування вартості;
- Методи нарощення вартості (компаундингу);
- Методи диверсифікації;
- Методи амортизації активів;
- Методи хеджування;
- Інші фінансові методи.

Основні базові показники оцінювання фінансової діяльності підприємств

В процесі практичної реалізації завдань фінансового менеджменту слід раціонально управляти потоками фінансових ресурсів та намагатися оптимізувати джерела фінансування (внутрішні і зовнішні). Для цього менеджери користуються основними базовими показниками, за допомогою яких оцінюється ефективність фінансової діяльності підприємства.

До основних таких показників належать:

1) Додана вартість – різниця між вартістю продукції, виробленої за певний час з урахуванням збільшення запасу готової продукції, витрат на реалізацію, не операційних доходів, а також продукції для внутрішнього споживання та вартості матеріальних активів, які споживалися. До показника доданої вартості входять:

- виплати до державних та страхових фондів;
- оплата праці;
- відсотки за кредит;
- повернення боргів інвесторам та кредиторам;
- прибуток на вкладений капітал.

2) Брутто-результат експлуатації інвестицій (БРЕІ) – це додана вартість за вирахуванням витрат на оплату праці та відрахувань з оплати праці.

3) Нетто-результат експлуатації інвестицій (НРЕІ).

$\text{НРЕІ} = \text{БРЕІ} - \text{Витрати на відновлення основних засобів.}$

На практиці за НРЕІ беруть прибуток, збільшений на суму фактичних витрат по заборгованості.

$\text{НРЕІ} = \text{Прибуток} + \text{Відсотки за кредит.}$

4) Рентабельність активів (ЕРА).

$\text{Ефективність виробництва} = \frac{\text{Ефект виробництва}}{\text{Витрати}} \times 100\%;$

$\text{ЕРА} = \frac{\text{НРЕІ}}{\text{Активи} - \text{Відкладені платежі}} \times 100\%,$

де ЕРА – рентабельність активів,

НРЕІ – нетто-результат експлуатації інвестицій.

$\text{ЕРА} = \frac{\text{Прибуток} + \text{Витрати по заборгованості}}{\text{Активи} - \text{Кредиторська заборгованість}} \times 100\%,$

$\text{ЕРА} = \frac{\text{НРЕІ}}{\text{Оборот реалізації продукції (робіт, послуг)}} \times 100\% \times$

$\times \frac{\text{Оборот реалізації продукції (робіт, послуг)}}{\text{Активи} - \text{Кредиторська заборгованість}}.$

$\text{КМ} = \frac{\text{НРЕІ}}{\text{Оборот реалізації продукції (робіт, послуг)}} \times 100\%,$

де КМ – комерційна маржа. Вона показує, який результат експлуатації інвестицій припадає на кожну грошову одиницю обороту.

$\text{КТ} = \frac{\text{Оборот}}{\text{Активи} - \text{Кредиторська заборгованість}},$

де КТ – коефіцієнт трансформації. Показує, скільки грошових одиниць обороту знімається з кожної грошової одиниці активу, тобто, який оборот трансформації кожної грошової одиниці активу.

Отже, рентабельність активів дорівнює добутку комерційної маржі на коефіцієнт трансформації. Цей показник є важливим узагальнюючим показником результативності діяльності підприємства.

$\text{ЕРА} = \text{КМ} \times \text{КТ.}$

На основі показника економічної рентабельності оцінюється прибутковість роботи підприємства.

2.2. Елементи механізму фінансового менеджменту. Мета і основні задачі фінансового менеджменту

Процес управління фінансовою діяльністю підприємства базується на певному механізмі. Механізм фінансового менеджменту представляє собою систему

основних елементів, які регулюють процес розробки та реалізації управлінських рішень в сфері фінансової діяльності підприємства. В структурі механізму фінансового менеджменту містяться такі елементи (рис. 2.1):

1. *Державне нормативно-правове регулювання фінансової діяльності підприємства.* Законодавчі та нормативні основи державної політики регулюють діяльність підприємства в різних формах.

2. *Ринковий механізм регулювання фінансової діяльності підприємства.* Формується насамперед в сфері фінансового ринку в розрізі окремих його видів та сегментів. Попит та пропозиція на фінансовому ринку формують рівень цін та котирувань по окремих фінансових інструментах, визначають доступність кредитних ресурсів, виявляють середню норму доходності капіталу, визначають систему ліквідності окремих фондових і грошових інструментів, які використовуються підприємством в процесі фінансової діяльності.

3. *Внутрішній механізм регулювання окремих аспектів фінансової діяльності підприємства.* Формується в межах підприємства, відповідно регламентуючи ті чи інші оперативні управлінські рішення. Зокрема, ряд аспектів фінансової діяльності підприємства регулюються вимогами статуту підприємства.

4. *Система конкретних методів та прийомів здійснення управління фінансовою діяльністю підприємства.* До основних методів відносяться: техніко-економічні, економіко-математичні та економіко-статистичні розрахунки, балансовий метод, метод порівняння та інші.

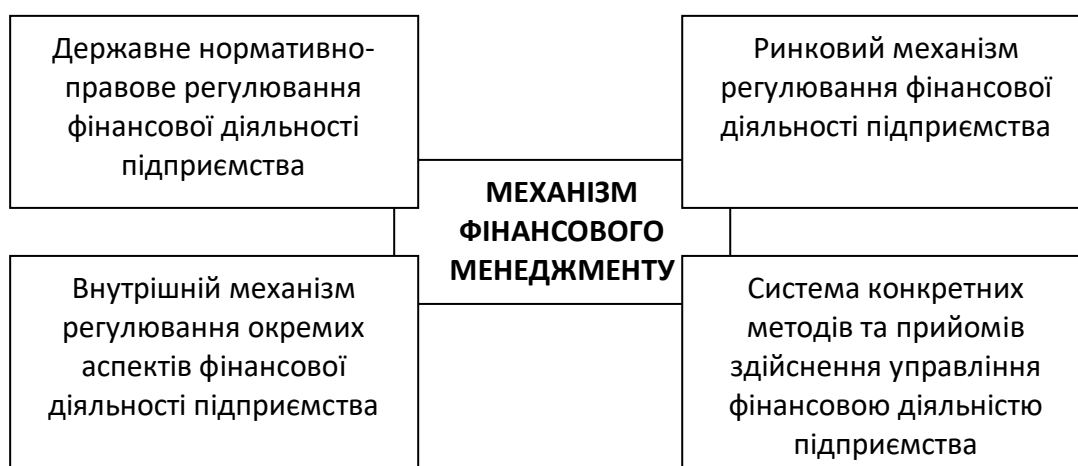


Рис. 2.1. Характеристика основних елементів механізму фінансового менеджменту.

Поддєрьогін пропонує такі елементи фінансового механізму: фінансові методи; фінансові важелі; правове, нормативне та інформаційне забезпечення.: Фінансові методи включають:

- планування;
- прогнозування;
- інвестування;
- кредитування;
- самофінансування;
- оподаткування;

- система розрахунків;
- матеріальне стимулювання;
- страхування;
- заставні, трастові операції;
- оренда, лізинг, факторинг;
- фондоутворення;
- взаємовідносини з різними суб'єктами та засновниками.

Фінансові важелі:

- прибуток;
- дохід;
- амортизаційні відрахування;
- фінансові санкції;
- ціна;
- орендна плата;
- дивіденди;
- цільові економічні фонди;
- вклади;
- пайові внески;
- котирування валютних ресурсів;
- форми розрахунків;
- види кредитів;
- відсоткові ставки;
- дисконт.

Правове забезпечення – закони, укази, статут юридичної особи.

Нормативне забезпечення – постанови, норми, інструкції, нормативи, методичні вказівки.

Інформаційне забезпечення – інформація різного виду та характеру.

Ефективний механізм фінансового менеджменту дозволяє в повному обсязі реалізувати цілі та задачі, які стоять перед підприємством, сприяє результативному здійсненню функцій фінансового управління підприємством.

2.3. Функції та об'єкти фінансового управління на підприємствах

Функції фінансового менеджменту визначає система задач. Ці функції поділяють на дві основні групи:

- функції фінансового менеджменту як підсистеми, що управляється;
- функції фінансового менеджменту як підсистеми управління підприємством.

В загальному плані основними функціями фінансового менеджменту є:

- дослідження зовнішнього економічного середовища;
- розробка фінансової стратегії підприємства;
- аналіз і планування фінансової діяльності;
- прийняття рішень з питань оперативної фінансової діяльності;
- прийняття інвестиційних рішень;

- взаємодія з іншими контрагентами з питань фінансової діяльності (державними органами, фінансово-кредитними установами, суб'єктами фінансового ринку, іншими підприємствами, фізичними особами).

Як і кожна управлінська система, фінансовий менеджмент передбачає наявність суб'єкта і об'єкта управління. В узагальненому вигляді об'єктами фінансового менеджменту є фінанси підприємства та його фінансова діяльність, тобто економічні відносини, які опосередковані грошовим обігом, зміна розміру і складу власного та позичкового капіталу підприємства.

Іншими словами до об'єктів фінансового менеджменту відносяться:

1. Активи (управління оборотними і необоротними активами).
2. Капітал (формування фінансової структури капіталу, управління формуванням власних фінансових ресурсів, управління залученням позикових фінансових ресурсів).
3. Інвестиції.
4. Грошові потоки.
5. Фінансові ризики та запобігання банкрутству.
6. Прибуток підприємства.

2.4. Перспективне, поточне та оперативне фінансове планування на підприємствах

Фінансове планування на підприємстві ґрунтується на використанні трьох основних його систем:

- Перспективне (стратегічне) фінансове планування,
- поточне планування діяльності,
- оперативне планування діяльності (табл. 2.1).

В процесі прогнозування основних показників довгострокового (стратегічного) фінансового плану використовуються такі основні методи:

1. *Метод кореляційного моделювання* (встановлення кореляційної залежності між двома показниками, що розглядаються, в динаміці та послідує прогнозування одного з них в залежності від зміни іншого – базового).

2. *Метод оптимізаційного моделювання* (оптимізація конкретного прогнозного показника в залежності від ряду умов його формування).

3. *Метод багатофакторного економіко-математичного моделювання* (прогнозований показник визначається на основі конкретних математичних моделей, які відображають функціональну залежність його кількісного значення від системи визначених факторів, також виражених кількісно).

4. *Розрахунково-аналітичний метод* (прямий розрахунок кількісних значень прогнозованих показників на основі використання відповідних норм та нормативів).

5. *Економіко-статистичний метод* (дослідження закономірностей динаміки конкретного показника (визначення лінії його тренда) та розповсюдження темпів цієї динаміки на прогнозований період).

Таблиця. 2.1.

Види фінансового планування	Основний методичний підхід до здійснення планування	Форми реалізації результатів фінансового планування	Період (горизонт) планування
Перспективне фінансове планування	Прогнозування	Розроблення довгострокового фінансового плану по найважливіших аспектах діяльності підприємства	До 3-х років
Поточне фінансове планування	Техніко-економічне обґрунтування	Розроблення поточних фінансових планів по окремих аспектах діяльності підприємства	1 рік
Оперативне фінансове планування	Бюджетування	Розроблення і доведення до виконавців бюджетів, платіжних календарів та інших оперативних планових завдань по всіх основних питаннях діяльності	Місяць, квартал

Основними видами поточних фінансових планів підприємства є:

- план доходів та витрат по операційній діяльності (мета розробки – визначення суми чистого прибутку по операційній діяльності),
- план надходження і витрачання грошових коштів (відображає результати прогнозування грошових потоків підприємства. Мета – визначення обсягів джерел формування фінансових ресурсів, розподіл фінансових ресурсів по видах та напрямках господарської діяльності, забезпечення постійної платоспроможності підприємства),
- балансовий план (мета розробки – визначення необхідного приросту окремих видів активів із забезпеченням їх внутрішньої збалансованості, формування оптимальної структури капіталу, яка б забезпечувала достатню фінансову стійкість підприємства).

Система оперативного фінансового планування базується на розробленні бюджетів. Задачі бюджетування – визначення обсягу та складу витрат, пов'язаних з діяльністю окремих структурних одиниць і підрозділів; забезпечення покриття цих витрат фінансовими ресурсами з різних джерел.

2.5. Бюджетне фінансове планування.

Головним інструментом фінансового планування є кошторисне планування (бюджетування).

Кошторис (бюджет) – це форма планового розрахунку, яка визначає докладну програму дій підприємства на майбутній період.

Система бюджетного планування впроваджується з метою економії фінансових ресурсів, скорочення невиробничих витрат, більшої гнучкості в управлінні і контролі за собівартістю продукції, для підвищення точності планових показників.

Переваги впровадження принципів бюджетування:

- щомісячне планування бюджетів структурних підрозділів дає змогу одержати більш точні показники розмірів і структури затрат, ніж система бухгалтерського обліку та фінансової звітності, і, відповідно, більш точне планове значення розміру прибутку;

- в межах затвердження місячних бюджетів структурним підрозділам буде надана більша самостійність у витрачанні економії по бюджету фонду оплати праці, що підвищує матеріальну зацікавленість працівників в успішному виконанні планових завдань;

- бюджетне планування дозволить здійснити режим економії фінансових ресурсів підприємств.

Застосовувані в процесі оперативного планування бюджети класифікуються за такими ознаками (рис. 2.2).



Рис. 2.2. Класифікація основних видів бюджетів у оперативному плануванні

2.6. Характеристика основних методів фінансового планування: нормативний метод, розрахунково-аналітичний метод, балансовий метод, інші.

Сутністю **нормативного методу** складання кошторису є розрахунок обсягу затрат і потреби в ресурсах шляхом множення норми витрат ресурсів на запланований обсяг економічного показника (реалізація, випуск продукції) це найпростіший метод. Маючи норму (норматив) і об'ємний показник, можна легко розрахувати плановий показник.

Норма (норматив) x Об'ємний показник = Плановий показник.

Приклад. Норма витрат матеріалу на виробництво одиниці продукції складає 0,7 кг. Об'ємний показник (план випуску продукції) дорівнює 10000 од. щоквартально. Планова величина витрат матеріалу за квартал складатиме: $0,7 \times 10000 = 7000$ кг.

Сутність **розрахунково-аналітичного методу** полягає в тому, що розраховується обсяг витрат і потреба в ресурсах шляхом множення середніх витрат на індекс їх зміни у запланованому періоді. В основі цього методу лежить використання експертної оцінки (рис. 2.3).

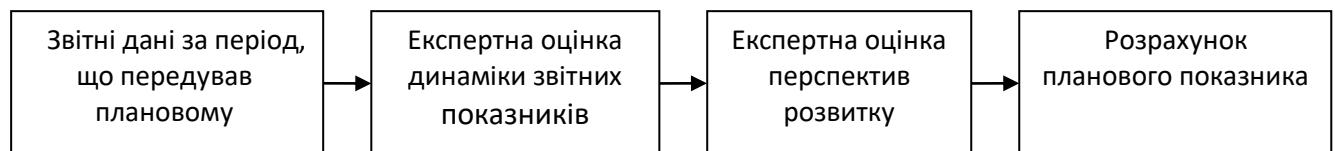


Рис. 2.3. Схема розрахунково-аналітичного методу фінансового планування

Експертна оцінка є результатом проведення експертизи, оброблення й використання цього результату при обґрунтуванні значення ймовірності. Прийняття експертної оцінки – це комплекс логічних і математико-статистичних методів і процедур, пов'язаних з діяльністю експерта по обробленню інформації, необхідної для аналізу та прийняття рішень.

Приклад. Фактичні залишки нереалізованої продукції на кінець кварталів перед планового періоду в днях обігу склали 10, 8, 11, 16 днів. Експертна оцінка динаміки зміни запасів свідчить, що є тенденція до збільшення норми запасу. Тому за базовий показник беремо 16 днів. Експертна оцінка перспектив розвитку господарського процесу в плановому кварталі показує, що попит на цю продукцію зростає. Це призводить до прискорення обігу. Тому вирішуємо знизити норму запасу на 1 день ($16 - 1$). Одноденний обсяг обігу по цій продукції – 3 тис. грн;

Норматив запасів продукції – 45 тис. грн (15×3 тис. грн).

Сутністю **балансового методу** є узгодження обсягу витрат і джерел поповнення ресурсів (доходів). Застосовується при плануванні розподілу прибутку та інших фінансових ресурсів, плануванні потреби в надходженні коштів до фонду накопичення, фонду споживання тощо.

Наприклад, балансова ув'язка по фінансових фондах має вигляд:

$$Зп + Н = В + Зк \quad (2.1)$$

де $Зп$ – залишок коштів на початок планового періоду, грн.;

$Н$ – надходження коштів до фонду, грн.;

$В$ – витратання коштів з фонду, грн.;

Z_k – залишок коштів на кінець планового періоду, грн.

Приклад. Залишок фонду накопичення на плановий період – 20 тис.грн. Протягом року за рахунок коштів фонду планується придбати обладнання на суму 100 тис.грн. Передбачається, що залишок фонду накопичення на кінець року складе 10 тис.грн. Тоді план надходження коштів до фонду накопичення буде $H = B + Z_k - Z_p$, тобто $H = 100 + 10 - 20 = 90$ тис.грн.

Сутністю **методу оптимізації** є багатоваріантність. З декількох кошторисів обирається найкращий з точки зору мінімальних витрат чи максимального одержаного ефекту (результату).

Приклад. Існує 2 варіанти вкладення капіталу. За I варіантом при капіталовкладеннях 100 тис. грн річний прибуток складатиме 50 тис. грн, за II варіантом при капіталовкладеннях 200 тис. грн. річний прибуток – 60 тис. грн.

В розрахунках використовується критерій максимуму приведенного прибутку

$$P - E_n \times K \rightarrow \max, \quad (2.2)$$

Де P – прибуток, грн;

K – капіталовкладення, грн.;

E_n – нормативний коефіцієнт ефективності капіталовкладень ($E_n = 0,15$).

Приведений прибуток складає:

I варіант: 50 тис. грн – 0,15 x 100 тис. грн = 35 тис. грн

II варіант: 60 тис. грн – 0,15 x 200 тис. грн = 30 тис. грн.

Таким чином. I в. вкладення капіталу є більш прибутковим.

Сутністю **методу моделювання** є аналіз функціональних зв'язків між різними елементами процесу виробництва. Наприклад, моделюється залежність прибутку від рівня затрат і обсягу реалізації продукції (виручки).

Контрольні запитання та завдання

1. Визначте поняття фінансового планування, його основні системи.
2. Внутрішній фінансовий контроль: визначення й основні форми здійснення.
3. Поняття фінансового контролінгу, його види.
4. Які функції покладено на фінансовий контролінг?
5. Основні способи і прийоми, які становлять систему фінансового менеджменту.
6. Дайте характеристику основним видам фінансового планування.
7. Які методичні підходи до здійснення планування?
8. Форми реалізації результатів фінансового планування.
9. Схарактеризуйте методи стратегічного планування.
10. Перелічіть види поточних фінансових планів підприємства.
11. Розкрийте поняття бюджетного планування.
12. В чому полягають переваги впровадження принципів бюджетування?
13. Дайте класифікацію бюджетів за різними ознаками.
14. Розкрийте сутність нормативного методу складання кошторису.
15. Які етапи здійснення фінансового планування?
16. В чому полягає балансовий метод фінансового планування?
17. Розкрийте сутність методу моделювання.

Тема 3. КОНЦЕПЦІЯ І МЕТОДИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ГРОШОВИХ АКТИВІВ У ЧАСІ ТА З УРАХУВАННЯМ ФАКТОРА ІНФЛЯЦІЇ

3.1. Концепція і методичний інструментарій оцінки вартості грошей у часі.

3.2. Теперішня і майбутня вартість грошових активів. Методичний інструментарій оцінки теперішньої і майбутньої вартості грошей по схемі простих і складних відсотків.

3.3. Основні показники, що враховують фактор інфляції, та поняття, якими користуються при розрахунках.

3.4. Методичний інструментарій прогнозування річного темпу та індексу інфляції.

3.5. Формування реальної відсоткової ставки з урахуванням фактору інфляції. Оцінка вартості грошей з урахуванням фактору інфляції та ризику.

3.1. Концепція і методичний інструментарій оцінки вартості грошей у часі

Концепція вартості грошей в часі полягає в тому, що вартість грошей з часом змінюється з урахуванням норми прибутку на фінансовому ринку, в якості якої звичайно виступає норма позичкового відсотку (або відсотку). Тобто, одна й та ж сума грошей в різні періоди часу має різну вартість; ця вартість на даний час завжди вища, ніж в будь-якому майбутньому періоді.

Зміну вартості грошей у часі можна пояснити так. Грошова одиниця в попередньому році була такою самою, як і в поточному. Проте наслідки інфляції чітко ілюструють, що купівельна спроможність грошей змінюється з плином часу.

Розглядаючи реальну вартість грошей, слід брати до уваги не тільки руйнівну дію інфляції, а й здатність інвестування. Адже мета фінансового менеджменту – це можливість з грошей робити додаткові гроші, а для цього слід обрати з декількох варіантів найбільш прибутковий.

Основними причинами зміни вартості грошей є:

- інфляційні (або дефляційні) процеси в економіці;
- комерційна надійність (ненадійність) бізнес-партнерів (наявність ризику невиконання зобов'язань);
- віддання підприємцями переваги наявним грошам.

Отже:

- 1) Сьогодні гроші дорожчі, ніж завтра.
- 2) Гроші втрачають свою вартість через інфляцію, ризик, схильність до ліквідності.

Відповідно, часова вартість грошей як результат впливу зазначених чинників може розглядатися з позицій:

- теперішньої вартості майбутніх грошових потоків;
- майбутньої вартості грошей, які є у розпорядженні на поточний момент часу.

Основним інструментарієм оцінювання вартості грошей у часі виступає **відсоткова ставка** (ставка відсотку) – питомий показник, у відповідності з яким у визначені терміни виплачується сума відсотку в розрахунку на одиницю грошового капіталу. Зазвичай відсоткова ставка характеризує співвідношення річної суми

відсотку і суми наданого (запозиченого) грошового капіталу (вираженого в десятковому дробі або відсотках).

Методи нарахування відсотку розділяють на попередні та послідувачі.

Попередній метод нарахування відсотку (метод пренумерандо або антисипативний метод) характеризує спосіб розрахунку платежів, при якому нарахування відсотку здійснюється на початку кожного інтервалу.

Послідувачий метод нарахування відсотку (метод постнумерандо або декурсивний метод) характеризує спосіб платежів, при якому нарахування відсотку здійснюється в кінці кожного інтервалу.

Дискретний грошовий потік характеризує потік платежів на вкладений грошовий капітал, який має чітко детермінований період нарахування відсотків та кінцевий термін повернення основної його суми.

Безперервний грошовий потік характеризує потік платежів на вкладений грошовий капітал, період нарахування відсотків по якому не обмежений, а відповідно не визначений і кінцевий термін повернення основної суми. Одним з найпоширеніших видів таких грошових потоків є **ануїтет** (фінансова рента) – тривалий потік платежів, що характеризується однаковим рівнем відсоткових ставок в кожному з інтервалів періоду часу, що розглядається.

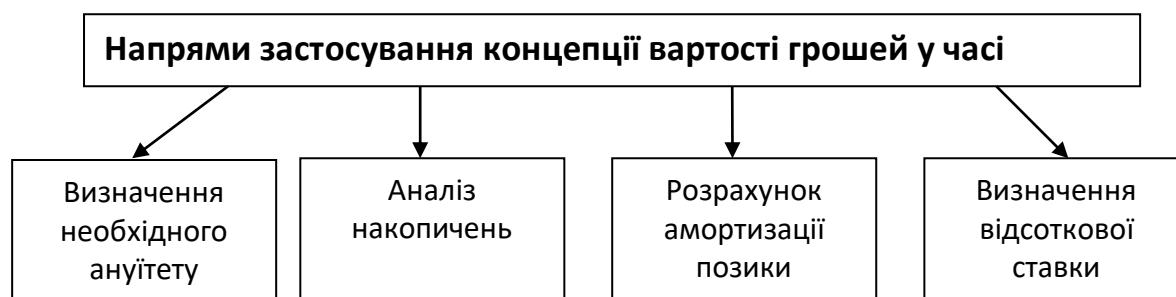


Рис. 3.1. Напрями застосування концепції вартості грошей в часі.

3.2. Теперішня і майбутня вартість грошових активів. Методичний інструментарій оцінки теперішньої і майбутньої вартості грошей по схемі простих і складних відсотків.

У процесі порівняння грошових коштів при плануванні їх потоків в тривалому періоді часу використовуються два основних поняття – майбутня вартість грошей або їх теперішня вартість.

Теперішня вартість грошей являє собою суму майбутніх грошових коштів, приведена з урахуванням визначеної ставки відсотку до теперішнього періоду часу. Визначення теперішньої вартості грошей характеризує процес дисконтування їх вартості, який являє операцію, зворотну нарощенню і здійснювану шляхом вилучення з майбутньої вартості відповідної суми відсотків (дисконтної суми).

Майбутня вартість грошей являє собою суму інвестованих в теперішній момент коштів, на яку вони перетворюються через певний період часу з врахуванням визначеної ставки відсотка (відсоткової ставки). Визначення майбутньої вартості грошей характеризує процес нарощення їх вартості (компаундування), котрий полягає в приєднанні до їх початкової суми нарахованої суми відсотків.

Простий відсоток – сума доходу, нарахована до основної суми грошового капіталу в кожному інтервалі загального періоду його використання, за якою подальші її перерахунки не здійснюються. Або це нарахування відсотка лише на початково інвестовану суму.

Наприклад, на початку року інвестор розміщує на рахунку в банку суму P під відсоток r . Через рік він одержить суму P_1 , яка дорівнює початково інвестованим коштам плюс нараховані відсотки, чи

$$P_1 = P + Pr = P(1+r).$$

Через два роки сума на рахунку складатиме

$$P_2 = P + Pr + Pr = P(1+2r).$$

Аналогічно можна визначити суму P_n , яку вкладник одержить через n років

$$P_n = P(1+r \times n), \quad (3.1)$$

де P_n – майбутня вартість;

P – теперішня вартість.

Приклад. Розрахувати нарощену суму з вихідної суми в 20000 грн при розміщенні її у банку на умовах нарахування простих відсотків, якщо річна ставка 15%, а період нарахування – 10 років.

Розв'язок. Нарощена сума складає $20000(1 + 0,15 \times 10) = 50000$ грн.

Нарахування за схемою простих відсотків застосовується, як правило, в короткострокових фінансових операціях, коли інтервал нарахування збігається з періодом нарахування (і дорівнює строку менше 1 року) або коли після кожного інтервалу нарахування кредитор виплачуються відсотки.

Якщо простий відсоток нараховується протягом періоду, який складає менше року, формула (3.1) набуває вигляду

$$P_t = P(1 + r(t/T)) \quad (3.2)$$

де t – кількість днів нарахування відсотку протягом року;

T – кількість днів у році;

P_t – майбутня сума внеску при нарахуванні відсотку за t днів;

r – відсоток, що нараховується.

Якщо не зазначено інше, звичайно нарахований відсоток задається як відсоток в розрахунку на рік. Тоді за t днів буде нарахована тільки його частина, а саме

$$r(t/360) \quad \text{або} \quad r(t/365)$$

$$P_t = P(1 + r(t/360)) \quad (3.3)$$

чи
$$P_t = P(1 + r(t/365)). \quad (3.4)$$

Приклад. Підприємству надано в кредит 60000 грн на 4 місяці з 01.05.2015 р. за ставкою 14% річних. Необхідно визначити суму кредиту до погашення, якщо нарахування здійснюється з використанням: а) точних відсотків; б) приблизних відсотків.

Розв'язок. Сума кредиту дорівнює

а) $P_t = 60000(1 + 0,14 \times 123/365) = 62830$ грн.

б) $P_t = 60000(1 + 0,14 \times 120/360) = 62800$ грн.

Для порівняльного аналізу фінансові розрахунки необхідно здійснювати на підставі одного часового періоду, тобто 360 або 365 днів. Тому виникає

необхідність перерахунку величини відсотка з однієї часової бази на іншу. Це можливо зробити за допомогою формул:

$$r = r / 360 \times 365, \quad (3.5)$$

$$r = r / 365 \times 360, \quad (3.6)$$

де r – ставка відсотка на базі 365 днів;

r - ставка відсотка на базі 360 днів.

Якщо період нарахування відсотків вимірюється в місяцях, формулу можна записати таким чином:

$$P_t = P (1 + r \times t/12). \quad (3.7)$$

Складний відсоток являє собою суму доходу, нарахованого в кожному інтервалі загального періоду його використання, яка не виплачується, а приєднується до основної суми грошового інтервалу і в наступному платіжному інтервалі сама приносить дохід. Застосовується при довгострокових фінансових операціях.

Складні відсотки їх нараховують не тільки на основну суму, а й на суму, що включає як основну, так і нараховані раніше відсотки. У цьому випадку кажуть, що відбувається капіталізація відсотків у міру їх нарахування.

За перший період нарахування відсотків базою для нарахування є основна сума:

$$P_1 = P (1 + r)$$

Відмінність результатів між складним і простим відсотками виникає, починаючи з другого періоду нарахування, оскільки в кінці другого року його капітал зростає до

$$P_2 = P (1 + r) + P (1 + r) r = P (1 + r) (1 + r) = P (1 + r)^2$$

У кінці третього року він складе:

$$P_3 = P (1 + r)^2 + P (1 + r)^2 r = P (1 + r)^2 (1 + r) = P (1 + r)^3.$$

Аналогічно можна показати, що через n років сума на рахунку збільшиться до величини

$$P_n = P (1 + r)^n. \quad (3.8)$$

Приклад. Власником інвестовані 250000 грн на 4 роки під 6% річних. Яку суму одержить інвестор у кінці строку?

$$\text{Розв'язок. } P_4 = 250000 \times (1 + 0,06)^4 = 250000 \times 1,262 = 315550 \text{ грн.}$$

Складний відсоток може нараховуватися частіше, ніж один раз на рік. Відсотки, що нараховуються з певною періодичністю, називаються дискретними. У цьому випадку річна ставка називається номінальною, а відсоткова ставка за один інтервал нарахування вважається рівною відношенню номінальної ставки до кількості інтервалів у році. Нарощена сума буде розраховуватися за такою формулою:

$$P_n = P (1 + r/m)^{nm}, \quad (3.9)$$

де m – періодичність нарахування відсотка протягом року.

Приклад. На внесок до банку в розмірі 9000 грн терміном на 5 років банк нараховує 18% річних. Яка сума буде на рахунку в кінці строку, якщо нарахування відсотків здійснюється за схемою складних відсотків: а) що півроку; б) щоквартально?

Розв'язок.

$$а) P_5 = 9000 (1 + 0,18/2)^{5 \times 2} = 21306,27 \text{ грн};$$

$$б) P_5 = 9000 (10 + 0,18/4)^{5 \times 4} = 21705,43 \text{ грн}.$$

Розрахунки теперішньої вартості грошей здійснюються за допомогою дисконтування. Дисконтування – це зведення економічних показників різних років до порівняного в часі вигляду. Воно здійснюється за допомогою коефіцієнта дисконтування, в основі розрахунків лежить формула складних відсотків.

Формула дисконтованої або приведеної вартості

$$P = \frac{P_n}{(1+r)^n}, \quad (3.10)$$

де P_n – майбутня вартість;

P – дисконтована або приведена вартість;

$\frac{1}{(1+r)^n}$ – коефіцієнт дисконтування.

Економічний зміст цього коефіцієнта полягає в тому, що його величина відповідає поточній вартості однієї грошової одиниці, яка буде одержана в кінці періоду n при складному відсотку r . Його величина залежить від тривалості часового періоду і необхідної ставки дисконту.

Приклад.

Визначити поточну вартість облігації з нульовим купоном номінальною вартістю 5000 грн і строком погашення 12 років, якщо прийнята норма прибутку складає 14%.

$$\text{Розв'язок. } V_t = 5000 : (1 + 0,14)^{12} = 5000 \times 0,2076 = 1038 \text{ грн}.$$

При нарахуванні складного відсотка m разів на рік формула (3.10) набуває вигляду:

$$P = \frac{P_n}{(1+r/m)^{mn}}, \quad (3.11)$$

а для відсотка, що нараховується безперервно:

$$(12.12) \quad P = \frac{P_n}{e^{rn}},$$

На підставі формул (3.10), (3.11), (3.12) одержуємо відповідно формули дисконтованої вартості для простого відсотка:

$$P = \frac{P_n}{1+nr}; \quad (3.13)$$

$$P = \frac{P_n}{1+r(t/360)}; \quad (3.14)$$

$$P = \frac{P_n}{1+r(t/365)}. \quad (3.15)$$

На практиці виникають питання визначення періоду часу, необхідного для збільшення суми P до значення P_n при нарахуванні відсотка r .

Для простого відсотка з формули (3.13) одержимо

$$n = (P_n / P - 1) : r. \quad (3.16)$$

Приклад. За який строк вклад у 5000 грн зросте до 13500 грн при ставці 25% річних?

Розв'язок. $n = (13500 : 5000 - 1) : 0,25 = 7$ років.

Майбутню вартість грошей можна визначити за формулою

$$F = \sum_{t=1}^n C_t (1+r)^{n-t}, \quad (3.17)$$

де F – майбутня вартість потоку платежів;

C_t – сума платежу за рік t ;

r – відсоток, під який інвестується сума C_t ;

n – кількість років, протягом котрих здійснюються виплати.

Як видно з формули, нарахування відсотків на перший платіж здійснюється протягом $(n - 1)$ року, тоді як сама виплата відбувається тільки в кінці першого року.

Приклад. Корпорацією були інвестовані кошти на 5 років. У кінці першого року вона одержала 100000 грн, в кінці другого – 200000 грн, третього – 200000 грн, четвертого – 300000 грн, п'ятого – 300000 грн та інвестувала суму кожного платежу під 30% річних до закінчення цього п'ятирічного періоду. Визначити майбутню вартість потоку платежів.

Розв'язок. $100000 (1 + 0,3)^{5-1} + 200000 (1 + 0,3)^{5-2} + 200000 (1 + 0,3)^{5-3} + 300000 (1 + 0,3)^{5-4} + 300000 (1 + 0,3)^{5-5} = 1753010$ грн.

Виникають ситуації, коли отримують (виплачують) не одну суму, а декілька. Причому виплату (отримання) цих сум проводять за такими правилами: однакова сума через рівні проміжки часу за однієї й тієї самої діючої відсоткової ставки. Такий механізм припливу (відпливу) грошей одержав назву *ануїтету* або ренти. Теорія ануїтетів є важливою частиною фінансової математики. Вона застосовується при розгляді питань доходності цінних паперів, в інвестиційному аналізі. Прикладами ануїтету є однакові суми коштів, які перераховуються один раз на місяць на депозитний рахунок, фінансова оренда, виплати за кредитом, виплати по облігаціях, премії по страхуванню, регулярні внески до Пенсійного фонду.

Розрізняють звичайний і авансований ануїтет. За звичайного ануїтету платежі здійснюються наприкінці кожного періоду (постнумерандо), за авансованого – на початку кожного періоду (пренумерандо).

Майбутню вартість ануїтету визначають як суму всіх платежів і складних відсотків, що їх нараховують на кожний платіж за період часу, який пройшов від моменту кожного платежу до моменту останнього платежу. Можна скористатись формулою (3.17). Однак її можна привести до більш зручного вигляду, так як величина кожного платежу є однаковою.

$$F = C/r [(1+r)^n - 1] \quad (3.18)$$

Приклад. В кінці кожного року робиться внесок на депозит в сумі 2000 грн. на умовах 9% річних при щорічному нарахуванні відсотків. Яка сума буде на рахунку через 12 років?

$$F = 2000/0,09 [(1 + 0,09)^{12} - 1] = 40281,44 \text{ грн.}$$

Перетворимо формулу (3.18), щоб одержати значення C :

$$C = \frac{F \times r}{(1+r)^n - 1}. \quad (3.19)$$

$$(1 + r)^n - 1$$

Приклад. Підприємство повинно погасити через 3 роки облігації на суму 5000 грн. Визначити розмір щорічних відрахувань для формування викупного фонду, якщо дані кошти до моменту погашення облігації інвестуються під 30% річних.

Сума щорічних відрахувань складе:

$$C = \frac{5000 \times 0,3}{(1 + 0,3)^3 - 1} = 1253,13 \text{ грн.}$$

Вище розглянуто простий ануїтет (постнумерандо).

При розрахунку теперішньої вартості авансованого ануїтету, що здійснюється на умовах попередніх платежів (пренумерандо), застосовується така формула:

$$F_{pre} = C \frac{(1 + r)^{-n}}{r} \times (1 + r), \quad (3.20)$$

де F_{pre} – теперішня вартість ануїтету, що здійснюється на умовах попередніх платежів;

C – член ануїтету, який характеризує розмір окремого платежу;

r – використовувана відсоткова (дисконтна) ставка, виражена десятковим дробом;

n – кількість інтервалів, по яких здійснюється кожний платіж, в загальному обумовленому періоді часу.

Приклад. Необхідно розрахувати теперішню вартість ануїтету, що здійснюється на умовах попередніх платежів, за наступних умов: період платежів по ануїтету – 5 років.; інтервал платежів – 1 рік (при внесенні платежів на початок року); сума кожного окремого платежу – 1000 грн.; дисконтна ставка складає 10% на рік.

$$F_{pre} = 1000 \times \frac{(1 + 0,1)^{-5}}{0,1} \times (1 + 0,1) = 4169 \text{ грн.}$$

3.3. Основні показники, що враховують фактор інфляції, та поняття, якими користуються при розрахунках

У фінансовому менеджменті постійно доводиться рахуватися з фактором інфляції, яка з плином часу забезпечує вартість грошових коштів, що знаходяться в обігу.

Стабільність прояву фактора інфляції та його активний вплив на результати фінансової діяльності підприємства визначають необхідність постійного врахування впливу цього фактора в процесі фінансового менеджменту.

Концепція врахування фактору інфляції в управлінні різними аспектами фінансової діяльності підприємства полягає в необхідності реального відображення вартості його активів і грошових потоків, а також у забезпеченні відшкодування втрат доходів, які викликані інфляційними процесами, при здійсненні різноманітних фінансових операцій.

Для оцінювання інтенсивності інфляційних процесів використовуються такі показники:

Темп інфляції – характеризує показник, який відображає розмір знецінення (зниження купівельної спроможності) грошей у визначеному періоді, виражений приростом середнього рівня цін у відсотках до їх номіналу на початок періоду.

Індекс інфляції – характеризує показник, який відображає загальне зростання цін в періоді, що розглядається. Визначається шляхом додавання базового рівня цін на початок періоду (прийнятого за одиницю) і темпу інфляції в тому ж періоді (вираженого десятковим дробом).

При розрахунках, пов'язаних з коригуванням вартості грошей з урахуванням фактора інфляції прийнято використовувати такі поняття:

Номінальна сума грошових коштів – відображає оцінку розмірів грошових активів у відповідних грошових одиницях без урахування зміни купівельної вартості грошей в періоді, що розглядається.

Реальна вартість грошових коштів - відображає оцінку розмірів грошових активів з урахуванням зміни рівня купівельної вартості грошей в періоді, що розглядається, викликаній інфляцією.

Для розрахунку цих грошових коштів в процесі нарощення або дисконтування вартості грошей у часі використовуються відповідно номінальна і реальна ставка відсотку.

Номінальна відсоткова ставка характеризує ставку відсотку, яка приймається без врахування зміни купівельної спроможності грошей у зв'язку з інфляцією.

Реальна відсоткова ставка характеризує ставку відсотку, яка приймається з урахуванням зміни купівельної вартості в періоді, що розглядається, у зв'язку з інфляцією.

3.4. Методичний інструментарій прогнозування річного темпу та індексу інфляції

При прогнозуванні річного темпу інфляції використовується така формула:

$$i_p = (1 + i_m)^{12} - 1, \quad (3.21)$$

де i_p – прогнозований річний темп інфляції, виражений у десятковому дробу,

i_m – очікуваний середньомісячний темп інфляції в наступному періоді, виражений десятковим дробом.

Приклад. Визначити річний темп інфляції, якщо прогнозований очікуваний середньомісячний темп інфляції визначений у розмірі 3%.

$$i_p = (1 + 0,03)^{12} - 1 = 1,4258 - 1 = 0,4258 \text{ або } 42,58\%$$

Зазначену формулу можна використати при розрахунку значення прогнозованого темпу інфляції на будь-який місяць наступного року.

При прогнозуванні річного індексу інфляції використовуються такі формули:

$$I_p = 1 + i_p$$

$$\text{або } I_p = (1 + i_m)^{12}, \quad (3.22)$$

де I_p – прогнозований індекс інфляції, виражений у дес. дробу,

i_p – прогнозований темп інфляції, виражений у дес. дробу,

i_m – очікуваний середньомісячний темп інфляції, виражений у дес. дробу.

Приклад. Виходячи з умов попереднього прикладу, необхідно визначити прогнозований річний індекс інфляції.

$$i_p = 1 + 0,4258 = 1,4258 \text{ або } 142,6\%, \text{ або } (1 + 0,03)^{12} = 1,4258 (142,6\%).$$

3.5. Формування реальної відсоткової ставки з урахуванням фактору інфляції. Оцінка вартості грошей з урахуванням фактору інфляції та ризику

Взаємозв'язок між номінальною і реальною відсотковими ставками можна представити таким чином:

$$1 + \text{номінальна ставка} = (1 + \text{реальна ставка}) \times \frac{\text{рівень цін в кінці періоду, що розглядається}}{\text{рівень цін на початку періоду, що розглядається}}$$

або

$$1 + \text{номінальна ставка} = (1 + \text{реальна ставка}) \times (1 + \text{темпер інфляції}).$$

Вищенаведене рівняння називають *рівнянням Фішера*. В літерному значенні запишемо:

$$1 + r = (1 + y)(1 + i), \quad (3.23)$$

де r – номінальна ставка відсотка,

y – реальна ставка відсотка,

i – темп інфляції.

З рівняння (3.23) можна одержати реальну відсоткову ставку:

$$y = \frac{1 + r}{1 + i} - 1, \quad (3.24)$$

$$\text{або } y = \frac{r - i}{1 + i} \quad (3.25)$$

Приклад. Номінальна ставка відсотка - 12% річних, темп інфляції – 6%. Визначити реальну ставку відсотка.

$$y = \frac{0,12 - 0,06}{1 + 0,06} = 0,0566, \text{ або } 5,66\%$$

Розкриємо дужки в рівнянні (3.23)

$$1 + r = 1 + y + i + yi \quad (3.26)$$

Якщо значення реальної відсоткової ставки та інфляції невисокі, то величина yi в рівнянні (3.24) буде дуже малою і нею можна буде знехтувати. Тоді рівняння Фішера набуде наступного вигляду:

$$r = y + i$$

і відповідно:

$$y = r - i$$

Приклад. Номінальна ставка відсотку дорівнює 12% річних, темп інфляції – 6%. Визначити реальну ставку відсотку.

$$y = 12\% - 6\% = 6\%.$$

В основі здійснення розрахунків лежить реальна відсоткова ставка, яка формується.

1) При оцінюванні майбутньої вартості грошових коштів з урахуванням фактора інфляції використовується така формула (модифікована з Моделі Фішера):

$$P_p = \frac{S_n}{[(1 + y) \times (1 + i)]^n}, \quad (3.27)$$

де P_p – реальна теперішня сума внеску (грошових коштів),

S_n – очікувана номінальна майбутня вартість внеску (грошових коштів),

y – реальна ставка відсотка, яка використовується в процесі дисконтування,

i – прогнозований темп інфляції,

n – кількість інтервалів, по яких здійснюється кожний відсотковий платіж, в загальному обумовленому періоді часу.

Приклад. Визначити реальну вартість грошових коштів, якщо очікувана номінальна вартість грошових коштів складає 1000 грн, реальна ставка відсотку, що використовується в процесі дисконтування вартості, складає 20% на рік, прогнозований річний темп інфляції становить 12%, період дисконтування – 3 роки, а його інтервал – 1 раз на рік.

$$P_p = \frac{1000}{[(1 + 0,20) \times (1 + 12)]^3} = 412 \text{ грн.}$$

Якщо необхідно визначити інфляційну премію, тобто додатковий дохід, який виплачується (або передбачений до виплати) кредитору чи інвестору з метою компенсації фінансових втрат від знецінення грошей у зв'язку з інфляцією, використовується формула

$$P_i = P \times i_n \quad (3.28),$$

де P_i – сума інфляційної премії в даному періоді n ;

P – початкова вартість грошових коштів;

i_n – темп інфляції в періоді n , що розглядається, виражений десятковим дробом.

Контрольні запитання та завдання

1. В чому полягає концепція вартості грошей у часі? Основний інструментарій оцінювання вартості грошей у часі.
2. Методи нарахування відсотку. В чому вони полягають?
3. Види грошових потоків. Ануїтети.
4. Що собою представляє теперішня і майбутня вартість грошей?
5. Простий відсоток. Формули, які використовують для нарахування простих відсотків.
6. Складний відсоток. Принципи нарахування та основний інструментарій.
7. Дисконтування. Формула дисконтованої або приведеної вартості.
8. Ануїтети. Визначення майбутньої вартості ануїтету.
9. Ануїтети. Визначення теперішньої вартості ануїтету.
10. В чому полягає концепція врахування фактору інфляції в управлінні підприємством?
11. Показники інфляції: темпи інфляції, індекс інфляції.
12. Номінальна та реальна вартість грошових коштів.
13. Основна формула прогнозування темпів інфляції. Інструментарій прогнозування індексу інфляції.

Тема 4. ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ ПІДПРИЄМСТВ

4.1. Поняття та структура фінансового ринку.

4.2. Ринок цінних паперів в структурі фінансового ринку.

4.3. Сутність інвестицій і задачі управління інвестиціями.

4.4. Принципи формування інвестиційної політики підприємства. Інвестиційний ринок і його інфраструктура.

4.5. Формування та оптимізація інвестиційного портфеля.

4.1. Поняття та структура фінансового ринку.

В економіці кожної країни постійно відбувається кругообіг фінансових ресурсів. Його головними суб'єктами виступають підприємства, організації, приватні фірми, корпорації, держава, різноманітні фінансові інститути. Уточнимо межі фінансового ринку.

Фінансовий ринок як елемент ринкових взаємовідносин призначений для укладання угод між покупцями та продавцями фінансових активів і є сукупністю таких ринків: кредитного, валютного, ринку цінних паперів та дорогоцінних металів.

Таблиця 4.1

Структура фінансового ринку

Сегменти фінансового ринку та їх складові			
Кредитний ринок	Валютний ринок	Ринок цінних паперів	Ринок дорогоцінних металів
<ul style="list-style-type: none"> • Ринок короткострокових кредитів • Ринок середньо- і довгострокових кредитів 	<ul style="list-style-type: none"> • Міжнародний валютний ринок • Валютний ринок середньо- і довгострокових кредитів • Міжнародний ринок облігацій 	<ul style="list-style-type: none"> • Ринок державних облігацій • Ринок векселів • Ринок корпоративних облігацій • Ринок акцій • Ринок похідних цінних паперів 	

Кредитний ринок – це сфера економічних відносин між позичальником і кредитором, що виникає внаслідок руху грошей на умовах платності, цільового використання, зворотності, терміновості. Важливим елементом кредитного ринку є ринок інструментів позики, які одночасно належать і до ринку цінних паперів, зокрема, корпоративні довгострокові інструменти – облігації, та середньострокові – векселі.

Валютний ринок можна охарактеризувати як сферу економічних взаємовідносин, що виникають при здійсненні операцій з купівлі-продажу іноземної валюти і цінних паперів в іноземній валюті, а також операцій з інвестування.

Ринок цінних паперів формує механізм залучення інвестицій у виробництво, обслуговує інвестиційні потреби корпоративного сектора та є основним сегментом фінансового ринку корпорацій.

На ринку дорогоцінних металів здійснюються угоди із золотом та іншими дорогоцінними металами.

4.2. Ринок цінних паперів в структурі фінансового ринку

В умовах ринкового середовища важлива роль належить вільному доступу господарюючих суб'єктів до інвестиційних ресурсів. Залежно від способу трансформації заощаджень в інвестиції, слід виділяти два сегменти інвестиційного ринку – ринок цінних паперів та кредитний ринок.

Ринок цінних паперів є сукупністю відносин цивільно-правового характеру по опосередкуванню руху капіталів у формі цінних паперів. Він доповнює в структурі фінансового ринку ринок банківських кредитів і тісно взаємодіє з ним.

Цінні папери є грошовими документами, які засвідчують права власності або відносин позики власника документа стосовно особи емітента, що випустив цінний папір. Цінні папери можуть існувати у формі відособлених документів або записів на рахунках.

Згідно Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» до цінних паперів відносяться: акції, облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик, облігації місцевих позик, облігації підприємств, казначейські зобов'язання, ощадні сертифікати, інвестиційні сертифікати, векселі та приватизаційні папери. Крім того, до цінних паперів можна віднести інші посвідчення майнових прав (у тому числі похідні від них) на ресурси, які відокремились від своєї основи, визнані в такій якості законодавством.

Кожному виду ресурсів можуть відповідати ті чи інші цінні папери, які в свою чергу можуть виступати предметом власності, купуватися і продаватися, віддаватися під заставу і т. д. Розглянемо такий розподіл в таблиці.

Таблиця 4.2

Відповідність цінних паперів видам ресурсів

Види ресурсів	Цінні папери
Земля	Іпотечне посвідчення; земельний пай
Нерухомість	Акція; приватизаційний чек; житловий сертифікат; заставні документи
Продукція	Коносамент; складське посвідчення, що має обіг; товарний ф'ючерсний контракт; товарний опціон
Гроші	Акція; облігація; нота; вексель; депозитний або заощаджувальний сертифікат; чек; банківський акцепт

Відповідно до однієї з найпоширеніших класифікацій за економічним та юридичним статусом цінні папери поділяються на такі категорії:

1. Цінні папери першого порядку:

– акція – цінний папір, що свідчить про частку в статутному капіталі корпорації, дає право на частину прибутку у вигляді дивідендів та управління підприємством через участь у загальних зборах;

– облігація – цінний папір, який свідчить про боргові стосунки між позичальником та кредитором і передбачає виплату відсотків за користування грошима.

2. Цінні папери другого порядку (деривативи):

– опціон – похідний цінний папір, що надає право, але не зобов'язує покупця купити чи продати певну кількість активів, які лежать в основі опціону за заздалегідь відомою ціною протягом певного проміжку часу;

– ф'ючерс – безумовне зобов'язання партнерів, опосередковане біржею, продати чи купити у відповідний проміжок часу певний обсяг активів за заздалегідь відомою ціною;

– варант – похідний цінний папір, що дає право його власнику купити певний цінний папір у визначений час за відомою ціною.

3. Комерційні цінні папери, або цінні папери третього порядку, які обслуговують товарні угоди та товарообіг у цілому:

– вексель – цінний папір, що свідчить про безумовне грошове зобов'язання векселедавця після настання певного терміну сплатити векселетримачеві певну суму грошей;

– коносамент – документ, що визначає взаємовідносини перевізника й власника вантажу в процесі транспортування товару в міжнародному судноплаванні. Тут зазначаються умови договору та обов'язки сторін;

– акредитив – іменний цінний папір, що засвідчує право отримати в кредитній установі зазначену суму.

4. Цінні папери, що визначають майнові права та немайнові відносини:

– інвестиційний сертифікат – цінний папір, що випускається винятково інвестиційними фондами або інвестиційними компаніями, який свідчить про право власності на частину інвестиційного фонду в компанії;

– закладна – довгостроковий цінний папір, що емітується переважно іпотечним банком під заставу земельних ділянок, будинків та іншого нерухомого майна і приносить дохід у вигляді відсотків;

– казначейське зобов'язання – дисконтований інструмент, що випускається на один-два роки з виплатою фіксованих відсотків;

– заощаджувальний сертифікат – цінний папір, який свідчить про внесок у заощаджувальний банк;

– нота – знаряддя обігу, що випускається з метою переобліку векселів.

4.3. Сутність інвестицій і задачі управління інвестиціями

Законом України «Про інвестиційну діяльність» інвестиції визначаються як всі види майнових і інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, внаслідок якої утворюється прибуток або досягається соціальний ефект.

Здійснення інвестиційної діяльності базується на ринкових принципах і пов'язане з факторами часу, ризику та ліквідності. В економічній теорії

принциповою ознакою розподілу інвестицій вважається виділення фінансових і реальних інвестицій (у ряді випадків – інтелектуальних інвестицій).

Фінансові інвестиції – це вкладення коштів в різні фінансові інструменти: фондові (інвестиційні) цінні папери, спеціальні (цільові) банківські внески, депозити, паї і т.д.

Реальні інвестиції – це вкладення у виробничі фонди. В основному, це вкладення в матеріальні активи – будівлі, споруди, обладнання інші ТМЦ, а також нематеріальні активи (патенти, ліцензії, ноу-хау тощо).

Інвестиції також розподіляють на *прямі* (здійснюються у формі кредиту без інвестиційних посередників з метою оволодіння контрольним пакетом акцій корпорації) та *портфельні* (здійснює пасивний інвестор шляхом придбання невеликої частки компанії в надії на отримання нехай і невеликих, але стабільних прибутків).

Фінансові вкладення суб'єктами інвестиційної діяльності можуть здійснюватись за такими напрямками:

- капітальне будівництво, де відбувається вкладення інвестицій в основні засоби виробничого та невиробничого призначення.;

- інновації, в яких втілюється науково-технічна продукція та інтелектуальний потенціал;

- фондовий ринок: акції, облігації, похідні інструменти.

Управління інвестиціями представляє собою систему принципів та методів розробки і реалізації управлінських рішень, пов'язаних з різними аспектами інвестиційної діяльності підприємства. Воно органічно включається в загальну систему фінансового менеджменту, так як є однією з основних його функціональних підсистем, яка забезпечує реалізацію переважно стратегічних рішень.

Головну мету фінансового менеджменту – забезпечення максимізації добробуту власників підприємства шляхом формування ефективних напрямів зростання його ринкової вартості – управління інвестиціями реалізує найбільш активним способом та в найбільш широкому колі параметрів.

Задачі управління інвестиційною діяльністю:

1. *Забезпечення достатньої інвестиційної підтримки високих темпів розвитку операційної діяльності підприємства.* Реалізується шляхом визначення потреби в обсягах інвестування для вирішення стратегічних цілей розвитку операційної діяльності підприємства на окремих його етапах; забезпечення високих темпів розширеного відтворення позаобігових операційних активів; формування ефективної та збалансованої інвестиційної програми підприємства на майбутній період.

2. *Забезпечення максимальної прибутковості окремих реальних та фінансових інвестицій та інвестиційної діяльності підприємства в цілому при передбачуваному рівні інвестиційного ризику.* Максимізація прибутковості досягається за рахунок вибору найбільш ефективних (по показнику чистого інвестиційного прибутку) інвестиційних проектів та фінансових інструментів

інвестування. Максимізація рівня доходності повинна забезпечуватись в межах допустимого інвестиційного ризику, рівень якого визначається власниками або менеджерами підприємства з врахуванням менталітету їх інвестиційної поведінки.

3. *Забезпечення мінімізації інвестиційного ризику окремих реальних та фінансових інвестицій та інвестиційної діяльності підприємства в цілому при передбачуваному рівні прибутковості.* Якщо рівень доходності запланований попередньо, важливою задачею є зниження рівня інвестиційного ризику окремих видів інвестицій та інвестиційної програми в цілому шляхом диверсифікації інвестиційних проектів та фінансових інструментів інвестування; уникнення окремих видів інвестиційних ризиків; ефективних форм їх внутрішнього та зовнішнього страхування.

4. *Забезпечення оптимальної ліквідності інвестицій та можливостей швидкого реінвестування капіталу при зміні зовнішніх і внутрішніх умов здійснення інвестиційної діяльності.* При постійних змінах інвестиційного клімату, кон'юнктури ринку та стратегічних цілей розвитку і фінансового потенціалу підприємства, важливу роль набуває своєчасне реінвестування капіталу в найбільш прибуткові об'єкти інвестування. При цьому важливою умовою є оптимізація рівня ліквідності сформованої підприємством інвестиційної програми (інвестиційного портфеля) в розрізі окремих інвестиційних проектів, які в ній містяться.

5. *Забезпечення формування достатнього обсягу інвестиційних ресурсів у відповідності з прогнозованими обсягами інвестиційної діяльності.* Задача вирішується шляхом збалансування обсягу залучених інвестиційних ресурсів в усіх їх формах з прогнозованими обсягами інвестиційної діяльності підприємства в сфері реального та фінансового інвестування. Необхідно обґрунтувати схеми фінансування окремих проектів та оптимізувати структуру джерел залучення капіталу для здійснення інвестиційної діяльності, розробити системи заходів по залученню різних форм капіталу, що інвестується з передбачуваних джерел.

6. *Пошук шляхів прискорення реалізації діючої інвестиційної програми підприємства.* Інвестиційні проекти повинні виконуватись якнайшвидше виходячи з наступних мотивів: високі темпи реалізації кожного інвестиційного проекту сприяють прискоренню економічного розвитку підприємства в цілому; чим швидше реалізується проект, тим швидше починає формуватися додатковий чистий грошовий потік підприємства у вигляді чистого інвестиційного прибутку та амортизаційних відрахувань; прискорення реалізації інвестиційної програми скорочує терміни використання кредитних ресурсів, сприяє зниженню рівня інвестиційних ризиків.

7. *Забезпечення фінансової рівноваги підприємства в процесі здійснення інвестиційної діяльності.* Така рівновага характеризується рівнем фінансової стійкості та платоспроможності підприємства на всіх етапах його інвестиційної діяльності. Здійснюючи інвестиційну діяльність в усіх аспектах, підприємство повинне заздалегідь прогнозувати, як вона вплине на вищезазначені показники, а також оптимізувати з цією метою структуру інвестиційного капіталу та інвестиційних грошових потоків.

4.4. Принципи формування інвестиційної політики підприємства. Інвестиційний ринок і його інфраструктура

Інвестиційна політика представляє собою частину загальної фінансової стратегії підприємства, яка полягає у виборі та реалізації найбільш ефективних форм реальних і фінансових інвестицій з метою забезпечення високих темпів розвитку та постійного зростання ринкової вартості підприємства.

Основні етапи формування інвестиційної політики підприємства:

1. Аналіз інвестиційної діяльності в попередньому періоді.
2. Дослідження та врахування умов зовнішнього інвестиційного середовища і кон'юнктури інвестиційного ринку.
3. Врахування стратегічних цілей розвитку підприємства щодо реалізації інвестиційної політики.
4. Вибір політики формування інвестиційних ресурсів.
5. Обґрунтування типу інвестиційної політики підприємства в залежності від цілей вкладення капіталу та з урахуванням ризикових переваг.
6. Формування інвестиційної політики підприємства по основних напрямках інвестування.
7. Формування інвестиційної політики підприємства в галузевому розрізі.
8. Формування інвестиційної політики підприємства в регіональному розрізі.
9. Забезпечення взаємозв'язку основних напрямів інвестиційної політики підприємства.

Інвестиційний ринок і його інфраструктура

Інвестиційна діяльність завжди починається з ринку, оскільки заощаджень і поточних прибутків потенційному інвесторові для початкового капіталу, як правило, недостатньо.

Ринок фінансових активів (інвестиційний ринок) поділяється на *грошовий ринок* (ринок цінних паперів – боргових свідоцтв з терміном погашення менше року), *ринок капіталів* (довгострокових цінних паперів і корпоративних акцій) і *кредитний ринок* (боргових зобов'язань по довгострокових кредитах).

Ринок капіталів в свою чергу поділяється на первинний (торгівля новими цінними паперами) і вторинний (торгівля між інвесторами раніше випущеними цінними паперами, які знаходяться в обертанні).

Фондові біржі є вторинними ринками капіталів, оскільки на них котируються цінні папери, які вже знаходяться в обігу. Корпорація, акціями якої здійснюється торгівля на фондовій біржі, не бере участі в операціях на вторинному ринку, і, відповідно, не отримує прибутків від такого продажу.

4.5. Формування та оптимізація інвестиційного портфеля

Сукупність різних інвестиційних інструментів для досягнення конкретної мети вкладника – це інвестиційний портфель. Набір цінних паперів, що знаходяться у інвестора, називається портфелем цінних паперів. В портфель можуть входити як цінні папери одного типу так і різні інвестиційні цінності, наприклад, акції, облігації, депозитні і ощадні сертифікати тощо.

Отже, **інвестиційний портфель** являє собою цілеспрямовано сформовану сукупність фінансових інструментів, призначених для здійснення фінансового інвестування відповідно до розробленої інвестиційної політики.

За цілями формування інвестиційного прибутку розрізняють портфель доходу і портфель зростання.

Портфель доходу – це інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації рівня інвестиційного прибутку в поточному періоді незалежно від темпів приросту інвестованого капіталу в довгостроковій перспективі. Цей портфель орієнтований на високу поточну віддачу інвестиційних витрат, незважаючи на те, що в майбутньому періоді ці витрати могли б забезпечити отримання більш високої норми інвестиційного прибутку на вкладений капітал.

Портфель зростання являє собою інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації темпів приросту інвестованого капіталу в майбутній довгостроковій перспективі незалежно від рівня формування інвестиційного прибутку в поточному періоді. Орієнтований на забезпечення високих темпів зростання ринкової вартості підприємства, оскільки норма прибутку при довгостроковому фінансовому інвестуванні завжди вища, ніж при короткостроковому.

За відношенням до інвестиційних ризиків розрізняють: агресивний, помірний (компромісний) та консервативний портфелі.

Агресивний портфель являє собою інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації поточного прибутку або приросту інвестованого капіталу незалежно від супутнього йому рівня ризику. Супроводжується високим рівнем ризику, при якому інвестований капітал може бути втрачений.

Помірний (компромісний) портфель – це сформована сукупність фінансових інструментів інвестування, за яким загальний рівень портфельного ризику наближений до середньоринкового. За таким інвестиційним портфелем норма інвестиційного прибутку буде також наближена до середньоринкової.

Консервативний портфель – сформований за критерієм мінімізації рівня інвестиційного ризику. Забезпечує найбільш високий рівень безпеки фінансового інвестування.

Ефективність формування інвестиційного портфеля пов'язана з використанням сучасної «портфельної теорії», розробниками окремих положень якої стали Г.Маркович, Д.Тобін, В.Шарп та інші. «Портфельна теорія» являє собою заснований на статистичних методах механізм оптимізації інвестиційного портфеля, що формується по заданих критеріях співвідношення рівня його прибутковості і ризику. Ця теорія складається з наступних розділів:

- 1) оцінка інвестиційних якостей окремих видів фінансових інструментів інвестування;
- 2) формування інвестиційних рішень відносно включення в портфель індивідуальних фінансових інструментів інвестування;
- 3) оптимізація портфеля, спрямована на зниження рівня його ризику при заданому рівні прибутковості;

4) сукупна оцінка сформованого інвестиційного портфеля по співвідношенню рівня прибутковості і ризику.

Норма інвестиційного прибутку знаходиться в залежності від рівня портфельного ризику (рис. 4.1)

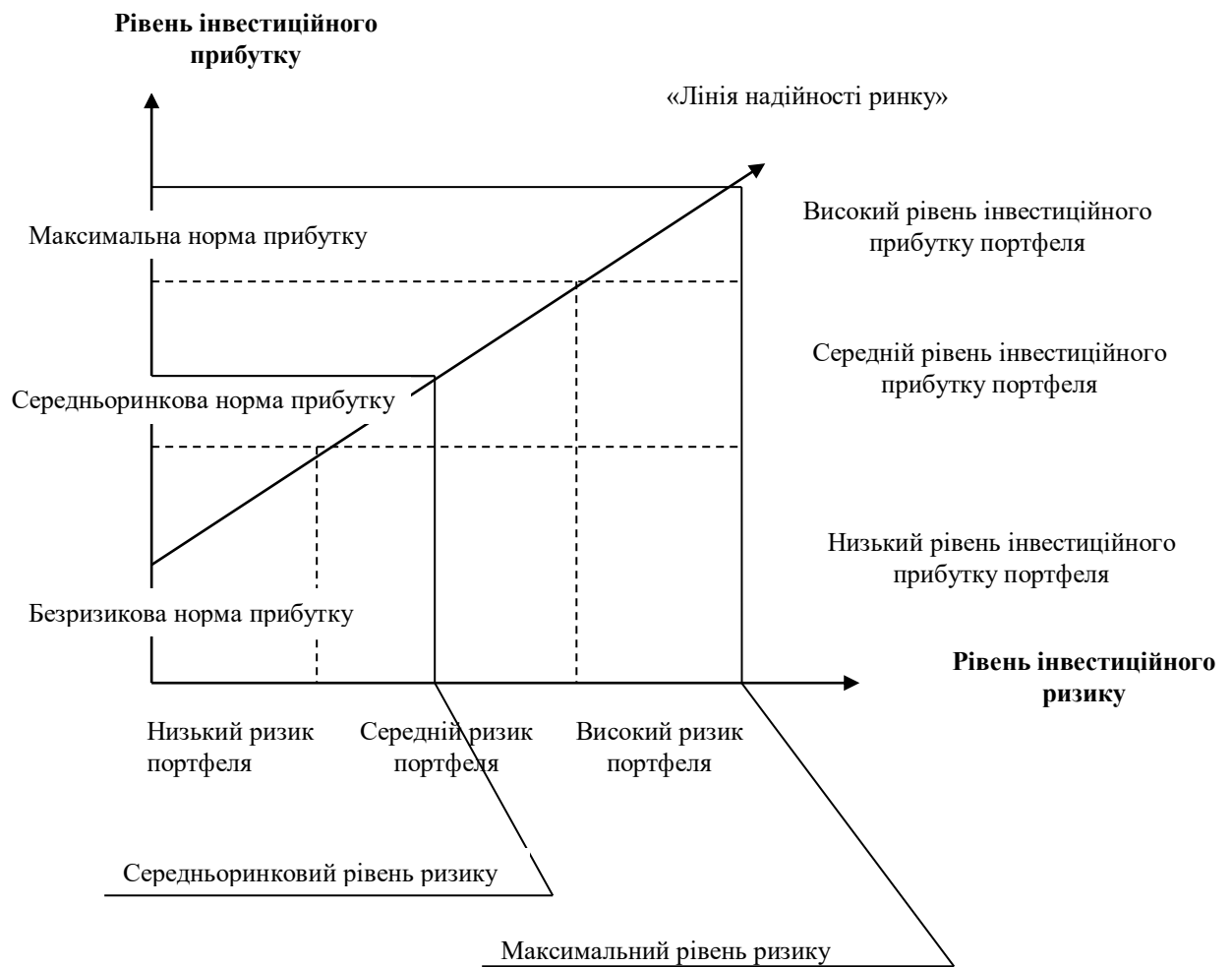


Рис. 4.1. Залежність норми інвестиційного прибутку портфеля від рівня портфельного ризику.

Контрольні запитання та завдання

1. Поняття інвестицій та їх основні види.
2. Поняття управління інвестиціями.
3. Задачі управління інвестиційної діяльністю.
4. Принципи формування інвестиційної політики підприємства.
5. Інфраструктура інвестиційного ринку.
6. Поняття та види інвестиційного портфеля.
7. Види інвестиційних портфелів за відношенням до ризиків.
8. Сучасна «портфельна теорія».

Тема 5. Характеристика та методи оцінювання фінансових інструментів інвестування

- 5.1. Базова модель оцінювання фінансових активів (DCF – модель).
- 5.2. Методичні підходи до визначення вартості облігацій.
- 5.3. Характеристика та оцінювання акцій. Визначення вартості привілейованих акцій. Оцінювання звичайних акцій.
- 5.4. Оцінка вартості звичайних акцій з постійним темпом росту дивідендів. Оцінка вартості звичайних акцій з непостійним темпом росту дивідендів.

5.1. Базова модель оцінювання фінансових активів (DCF – модель)

Відомі два принципово різні підходи до оцінювання цінних паперів залежно від їх видів. Перший підхід призначений для оцінювання первинних цінних паперів – акцій та облігацій, які мають прямий зв'язок з грошовими потоками корпорації, тому ключовим елементом методики оцінювання є модель дисконтування грошового потоку (DCF-модель).

Другий метод використовується для оцінювання похідних цінних паперів, таких як опціони, котрі мають непрямий зв'язок з грошовими потоками корпорації. Свою назву похідні цінні папери, або деривативи, дістали за тієї обставини, що ці папери цінні не самі по собі, а лише завдяки первинним фінансовим активам. Оцінювання деривативів здійснюється за допомогою моделей ціноутворення опціонів, які значно відрізняються від DCF-моделей.

Розглянемо базову модель оцінювання фінансових активів (DCF-модель).

Оцінювання первинних цінних паперів, яке ґрунтується на прогнозуванні грошового потоку, виконується за такою схемою:

- 1) оцінюється грошовий потік, що передбачає оцінку величини грошових надходжень і відповідного ризику в розрізі періодів;
- 2) необхідна прибутковість грошового потоку встановлюється з розрахунку ризику, пов'язаного з ним, та прибутковості, яку можна досягти при інших альтернативних вкладеннях;
- 3) грошовий потік дисконтується за очікуваною прибутковістю;
- 4) дисконтовані величини складаються для визначення вартості активу.

Базове рівняння оцінки фінансових активів має вигляд:

$$V_0 = \frac{CF_1}{(1+k_1)^1} + \frac{CF_2}{(1+k_2)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1+k_t)^t} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k_n)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k_t)^t}, \quad (5.1)$$

де V_0 – поточна, або приведена, вартість активів;

CF_t – очікуване грошове надходження в момент t ;

k_t – очікувана прибутковість у період t ;

n – кількість періодів, протягом яких очікується надходження грошових коштів.

Базова модель оцінювання може застосовуватися як до матеріально-речових активів, так і до цінних паперів. Залежно від видів цінних паперів формула (5.1) може змінюватись.

Надалі будемо вживати такі позначення для оцінювання величини різних інструментів:

- V_B – вартість облігацій;
- V_P – вартість привілейованих акцій;
- V_S – вартість звичайних акцій.

5.2. Методичні підходи до визначення вартості облігацій

Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачено випуск та обіг відсоткових, цільових і дисконтних облігацій. З економічної точки зору облігації можна поділити на купонні й безкупонні (дисконтні). Розглянемо цю задачу в класичному варіанті – для купонних облігацій. Згідно з умовами інвестування в ці боргові фінансові інструменти корпорація-емітент облігацій зобов'язується здійснювати періодичний відсотковий платіж на річній або піврічній основі та погасити номінальну вартість облігації до визначеного терміну закінчення їх дії. Купонна облігація має такі характеристики:

- номінальну вартість M ;
- термін до погашення N ;
- відсоткову ставку i_B ;
- купонні виплати INT ;
- умови виплати відсотків (періодичність виплат) m .

Математична модель оцінювання грошової вартості облігації ґрунтується на дисконтуванні грошових потоків, які виплачуються протягом всього терміну до погашення. Вартість облігації в теперішній момент часу дорівнює дисконтованій сумі всіх з нею пов'язаних грошових потоків

$$V_B = \sum_{k=1}^N \frac{INT}{(1 + i_B)^k} + \frac{M}{(1 + i_B)^N} \quad (5.2)$$

Приклад. Номінальне значення облігації становить $M = \$1000$.

У договорі зазначено, що:

- кількість років до погашення – $N = 20$ років;
- номінальна відсоткова ставка – $i_B = 14\%$;
- періодичність виплати відсотків – $m = 1$ рік.

Згідно з договором інвестор має право отримати щорічно $INT = i_B \times M = \$140$ та ще $\$1000$ через 20 років.

Необхідно оцінити ринкову вартість облігації в умовах ринку, які змінюються.

Припустімо, що в момент емісії облігації ринкова відсоткова ставка дорівнює номінальній. Ми хочемо визначити ринкову вартість цієї облігації в момент емісії. Скористаємося формулою (5.2)

$$V_B = \sum_{k=1}^{20} \frac{140}{(1 + 0,14)^k} + \frac{1000}{(1 + 0,14)^{20}} = 140 \times 6,6231 + 1000 \times 0,0728 = \$1000.$$

У результаті розв'язання одержано $V_B = \$1000$, тобто договір виявився справедливим.

Через 4 роки інвестор отримав 4 купони, тобто 4 рази по $\$140$. До погашення залишилося 16 років. Ринкова відсоткова ставка не змінилась і складає 14%. Визначимо знову вартість облигації

$$V_B = \sum_{k=1}^{16} \frac{140}{(1 + 0,14)^k} + \frac{1000}{(1 + 0,14)^{16}} = 140 \times 6,2651 + 1000 \times 0,1229 = \$1000.$$

Вартість облигацій закономірно залишилась рівною номіналу, так як ситуація на ринку не змінилась.

Припустимо, що середня ринкова відсоткова ставка збільшилась на 2% та становить 16%. До погашення облигації залишилося, як і було, 16 років. В цьому випадку вартість нашої облигації складе

$$V_B = \sum_{k=1}^{16} \frac{140}{(1 + 0,16)^k} + \frac{1000}{(1 + 0,16)^{16}} = 140 \times 5,6685 + 1000 \times 0,0930 = \$886,6.$$

Така ситуація має логічне пояснення, тому що за аналогічними облигаціями інвестори отримуватимуть більше, то власники такої облигації намагатимуться її позбутися. Це створить на ринку підвищений попит, унаслідок чого ціна угод буде знижуватись.

Якщо купоном передбачені виплати декілька разів на рік (m), то формула для розрахунку вартості облигації зміниться

$$V_B = \sum_{k=1}^{n \times m} \frac{INT \div m}{\left(1 + \frac{i_B}{m}\right)^k} + \frac{M}{\left(1 + \frac{i_B}{m}\right)^{n \times m}}$$

Знайдена вартість облигації не обов'язково збігається з тією ціною, за якою облигація реально котирується на ринку, $V_B \neq P_0$, де P_0 – ринкове котирування облигації на момент часу «тепер».

Виникає задача, чому дорівнює реальна прибутковість облигації, поданої у вигляді відсоткової ставки. Ця величина називається «дохідність до погашення» та позначається Y_m . Використовуючи базове рівняння (5.2), Y_m можна визначити за допомогою рівняння

$$V_B = \sum_{k=1}^n \frac{INT}{(1 + Y_m)^k} + \frac{M}{(1 + Y_m)^n} \quad (5.3)$$

Безкупонна (дисконтна) облигація. У процесі емісії такі облигації продаються зі знижкою (дисконтом). Величина знижки визначається відсотковою ставкою за цією облигацією. Зазвичай дисконтні облигації мають термін погашення від 1 до 3 років. Проведемо оцінювання вартості такої облигації за допомогою прикладу.

Приклад. Підприємство А в момент емісії придбало пакет дисконтних державних облигацій за ціною 82 грн за штуку з періодом обігу 365 днів та

номінальною вартістю до погашення 100 грн. Дохідність цього фінансового інструмента на момент емісії складала

$$i_B = \frac{M - P_1}{P_1} = \frac{100 - 82}{82} = 21,95\% .$$

Через 165 днів, або за 200 днів до погашення облігації підприємство вирішило реалізувати на ринку цей пакет цінних паперів. Ціна продажу була визначена таким чином:

$$V_B = \frac{M}{(1 + i_B \times t / 365)} = \frac{100}{(1 + 0,2195 \times 200/365)} = 89,26 \text{ грн.}$$

Продавець дисконтнував вартість облігації до погашення (100 грн), використавши як дисконтну ставку (21,95%) той рівень прибутковості, який забезпечував йому такий фінансовий інструмент. Зміст цього розрахунку полягає в тому, щоб розділити початкову величину дисконтного доходу (100 – 82 = 18 грн) між продавцем та покупцем відповідно до тривалості періодів володіння фінансовим активом. Продавець володів активом 165 днів з 365 та бажає отримати свою частину дисконтного прибутку: 89,26 – 82 = 7,26 грн з однієї облігації.

Покупцю (на думку продавця) повинна дістатися та частина дисконтного прибутку, яка відповідає 200 дням володіння фінансовим інструментом: 100 – 89,26 = 10,74 грн.

Інституційні інвестори, котрі бажали придбати ці державні облігації, вважали запропоновану ціну завищеною, тому що домінуюча відсоткова ставка на ринку аналогічних фінансових ресурсів на момент продажу склала 23%. Вартість облігації в цьому випадку становитиме

$$V_B = \frac{M}{(1 + K_d \times t / 365)} = \frac{100}{(1 + 0,23 \times 200/365)} = 88,81 \text{ грн,}$$

тобто стала закономірно нижчою. Підприємству А довелося задовольнитися такою ціною свого фінансового ресурсу.

Характеризуючи цей факт, сучасна фінансова теорія справедливо називає минулі витрати «мертвими», тобто такими, що не мають значення при обґрунтуванні фінансових рішень.

Модель визначення поточної вартості облігації з виплатою всієї суми відсотків при її погашенні така

$$V_B = \frac{M + INT}{(1 + i_B)^N} . \tag{5.4}$$

5.3. Характеристика та оцінювання акцій. Визначення вартості привілейованих акцій. Оцінювання звичайних акцій

Особливість *привілейованих акцій* полягає в тому, що капітал вкладається на невизначений проміжок часу, а величина дивідендів фіксована. Зазначені фактори визначають спосіб оцінювання цих акцій як нескінченного ануїтету.

$$V_p = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{D_p}{(1 + i_b)^k} = \frac{D_p}{i_b}. \quad (5.5)$$

Як норма прибутковості використовується прибутковість аналогічних привілейованих акцій, які обертаються на ринку.

Приклад. На час емісії привілейованих акцій кожний інвестор заплатив \$ 200 за акцію, отримавши на заміну зобов'язання емітента виплачувати йому щорічно \$ 25. Нехай також $i_b = 12,5\%$, тоді у цьому випадку ми маємо нескінченний ануїтет \$ 25, і його теперішнє значення дорівнює

$$V_p = \frac{25}{0,125} = \$ 200.$$

Якщо $i_b = 20\%$, то

$$V_p = \frac{25}{0,2} = \$ 125.$$

Проаналізуємо, як зміниться вартість привілейованих акцій, виходячи зі стратегії поведінки інвестора на фондовому ринку. Нехай інвестор володіє пакетом привілейованих акцій, кожна з яких дає йому \$ 10. Норма прибутковості аналогічних інструментів оцінюється на рівні $i_b = 20\%$.

1) Оцінимо ринковий курс акції за умови, що інвестор не збирається продавати акції. За допомогою формули (5.5) одержимо

$$V_p = \frac{10}{0,2} = \$ 50.$$

Інвестор вважає, що, володіючи привілейованою акцією, він «має в кишені» \$ 50.

2) Стратегія інвестора полягає в тому, що через два роки, тобто після двох дивідендних виплат, він продасть акцію. Для цього йому необхідно оцінити її вартість за умови, що відсоткова ставка не змінилась.

Спочатку оцінимо вартість так званого термінального значення T , тобто вартість акції через два роки.

$$T = \frac{D_p}{i_b} = \frac{10}{0,2} = \$ 50.$$

Дисконтуємо дві найближчі дивідендні виплати та термінальне значення

$$T = \frac{D_p}{(1 + i_b)^1} + \frac{D_p}{(1 + i_b)^2} + \frac{T}{(1 + i_b)^2} = \frac{10}{(1 + 0,20)} + \frac{10}{(1 + 0,20)^2} + \frac{50}{(1 + 0,20)^2} = \$ 50,$$

тобто вартість привілейованої акції не зміниться, якщо тільки не зміниться прибутковість аналогічних фінансових інструментів.

Оцінимо вартість привілейованої акції в припущенні, що через два роки відсоткова ставка знизиться на один пункт та буде дорівнювати 19%. Тоді термінальне значення становитиме

$$T = \frac{10}{0,19} = \$ 52,6 ,$$

а сумарне дисконтоване значення всіх грошових потоків при ставці 20% складе

$$V_p = \frac{10}{(1 + 0,20)} + \frac{10}{(1 + 0,20)^2} + \frac{50}{(1 + 0,20)^2} = \$ 52,89 .$$

Таким чином, вартість акції стає закономірно вищою.

Базове рівняння визначення ринкової вартості простих акцій полягає в тому, що дійсна ринкова вартість акції (V_s) – це поточна вартість очікуваних у майбутньому дивідендів. Вартість простої акції оцінюється за формулою

$$V_s = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{D_1}{(1 + i_B)^k} , \quad (5.6)$$

де D_1 – розмір дивідендів, виплачуваних в t -році,

i_B – прибутковість простих акцій, які використовуються в якості показника дисконту для приведення дивідендних виплат до теперішнього моменту часу.

Далі вся послідовність дивідендів розбивається на дві групи:

1-ша група – дивіденди протягом оглядного часу горизонту.

2-га група – нескінченна послідовність дивідендів, що залишилися, які замінюють термінальним значенням (T).

Нехай N – кількість років в оглядному горизонті, тоді з урахуванням вартості грошей у часі отримаємо

$$V_s = \frac{D_1}{(1 + i_B)} + \frac{D_2}{(1 + i_B)^2} + L + \frac{D_N}{(1 + i_B)^N} + \frac{T}{(1 + i_B)^N} . \quad (5.7)$$

У межах оглядного горизонту дивіденди прогнозуються для кожного року окремо.

Для другої групи дивідендів робиться припущення стосовно темпу зростання:

– незмінне значення D' , або нульовий темп зростання ($g = 0$);

– певний позитивний темп зростання дивідендів ($g > 0$).

Отже, розрахунок термінального значення може здійснюватись в одному з двох варіантів:

якщо $g = 0$, то

$$T = \frac{D'}{i_B} ;$$

якщо $g > 0$, то використовується формула Гордона

$$T = \frac{D'_1}{i_B - g} .$$

У цих формулах як дивіденд використовується перша після закінчення оглядного горизонту величина дивіденду, що планується до виплати. Якщо останній дивіденд становив \$ 10, а темп зростання дивідендів очікується на рівні 2%, то у формулу Гордона слід підставити \$ 10,2.

Приклад. Корпорація за останній рік виплатила дивідендів у розмірі \$ 0,52 на одну просту акцію. Протягом найближчих трьох років темп зростання дивідендів складе 8%. Надалі дивіденди зростатимуть з темпом 4%. Необхідно визначити ринкову вартість цієї акції, якщо її прибутковість знаходиться на рівні 15%.

Розв'язок. Розрахуємо дивіденди, які виплачувалися найближчі три роки:

$$D_1 = 0,52 \times 1,08 = \$ 0,562;$$

$$D_2 = 0,56 \times 1,08 = \$ 0,607;$$

$$D_3 = 0,60 \times 1,08 = \$ 0,655.$$

Величина дивіденду, запланованого в кінці четвертого року, складе:

$$D_4 = 0,655 \times 1,04 = \$ 0,681.$$

Знайдемо термінальне значення за формулою Гордона:

$$T = \frac{D'_1}{i_b - g} = \frac{0,681}{0,15 - 0,04} = \$ 6,193.$$

За допомогою формули (11.23) знайдемо ціну простої акції корпорації:

$$V_s = \frac{0,562}{1 + 0,15} + \frac{0,607}{(1 + 0,15)^2} + \frac{0,655}{(1 + 0,15)^3} + \frac{6,193}{(1 + 0,15)^3} = \$ 5,45.$$

Якщо інвестор збирається продати акцію через декілька років, залежно від кількості років, через які буде продано акцію, потік дивідендів припиняється, і відкинута частина дивідендів замінюється новим термінальним значенням.

Наприклад:

1. Акція буде продана через 2 роки, відсоткова ставка, тобто вартість, не змінилась

$$V_s = \frac{0,562}{1 + 0,15} + \frac{0,607}{(1 + 0,15)^2} + \frac{1}{(1 + 0,15)^2} \times \frac{0,655}{0,15 - 0,04} = \$ 5,45.$$

2. Акція буде продана через 5 років, відсоткова ставка не змінилась. Тоді поточна вартість залишається без змін

$$V_s = \frac{0,562}{1 + 0,15} + \frac{0,607}{(1 + 0,15)^2} + \frac{0,655}{(1 + 0,15)^3} + \frac{0,681}{(1 + 0,15)^4} + \frac{0,681 \times (1 + 0,04)}{(1 + 0,15)^5} + \frac{1}{(1 + 0,15)^5} \times \frac{0,737}{0,15 - 0,04} = \$ 5,45.$$

3. Акція буде продана через 5 років, відсоткова ставка складе 17%

$$V_s = \frac{0,562}{1 + 0,15} + \frac{0,607}{(1 + 0,15)^2} + \frac{0,655}{(1 + 0,15)^3} + \frac{0,681}{(1 + 0,15)^4} + \frac{0,709}{(1 + 0,15)^5} + \frac{1}{(1 + 0,15)^5} \times \frac{0,737}{0,17 - 0,04} = \$ 4,93.$$

Ринкова вартість акції стала закономірно нижчою.

5.4. Оцінка вартості звичайних акцій з постійним темпом росту дивідендів. Оцінка вартості звичайних акцій з непостійним темпом росту дивідендів

Модель оцінювання вартості акцій зі стабільним рівнем дивідендів має такий вигляд:

$$V_c = \frac{D_1}{i_b},$$

де V_c - реальна вартість акцій зі стабільним рівнем дивідендів.

Модель оцінки вартості акцій з постійно зростаючим рівнем дивідендів (відома як «модель Гордона») має наступний вигляд

$$V_s = \frac{D_0 \times (1 + T_d)}{i_b - T_d},$$

де D_0 – сума останнього виплаченого дивіденду;

T_d – темп приросту дивідендів, виражений десятковим дробом.

З наведеного інструментарію оцінювання фінансових інструментів інвестування, розглянутого на окремих прикладах, слід узагальнити низку висновків. Зокрема, менеджерам корпорації особливу увагу необхідно звертати на такі характеристики цінного паперу, як установлена по ньому прибутковість грошового потоку, рівень ризику, пов'язаного з цим цінним папером, а також прибутковість, яку можна досягти при інших альтернативних вкладеннях. При виборі оптимальних параметрів даних показників слід керуватися набутим світовим досвідом та практикою функціонування фінансових ринків.

Так, прибутковість облігацій (відсотки за облігаціями) не повинні формуватися хаотично, без урахування всього аспекту процесів, що відбуваються на фінансовому ринку України. Відсотки за облігаціями мають, з однієї сторони, стимулювати інвесторів і заохочувати їх до нових інвестицій, а з іншої – вони не повинні ставати фінансовим тягарем для емітентів.

Природу відсотків, що сплачуються за цінними паперами, дослідив свого часу Джон Р. Хікс у праці «Вартість та капітал». Виходячи з наукових міркувань, він зробив висновок, що такі відсотки формуються під впливом двох найважливіших чинників: ризику і вартості послуг з трансформації коштів у цінні папери та навпаки.

Зокрема, на рівень ризику суттєво впливає збільшення терміну обігу облігацій. Адже у разі більш тривалого періоду часу інвестори невпевнені щодо майбутньої вартості відсотків за облігаціями. І навпаки, якщо термін обігу облігацій короткий, то рівень ризику при оцінці відсотків за облігаціями фактично прогнозований, і для інвестора фактор невпевненості або відсутній, або не суттєвий.

Трансфертні витрати, навпаки, у разі збільшення часового інтервалу менше впливають на відсотки за облігаціями. Якщо витрати на цінні папери були за короткий проміжок часу, то їх вартість суттєво впливає на загальну вартість інвестицій. Водночас витрати на купівлю або продаж цінних паперів на тривалий проміжок часу менш суттєво впливають на загальну вартість відсотка за облігаціями.

Проте, теорія Хікса в умовах українського фондового ринку поки що не діє, тому що трансфертні витрати – вартість послуг посередників (торговців цінними паперами) з купівлі та продажу цінних паперів – є неадекватно високими по відношенню до їх дохідності без урахування часового фактора емісії.

Емітентові облігацій слід урахувувати, що при бажанні отримати поточні доходи та захистити тимчасово вільні кошти від інфляції інвестор обирає, як правило, короткострокові грошові або довгострокові фондові інструменти інвестування, реальний рівень прибутковості яких не нижчий від норми прибутку, що склалася і відповідає шкалі «прибутковість – ризик».

Важливим показником для інвестора є ринкова вартість цінного папера, яка залежить від поточного розміру відсоткової ставки прибутковості за аналогічними фінансовими інструментами. Ця закономірність проявляється таким чином: якщо ринкова відсоткова ставка прибутковості збільшується, поточна вартість цінного папера зменшується і, навпаки, – при зниженні ринкової відсоткової ставки прибутковості вартість цінного папера зростає.

Зазначена ситуація має логічне пояснення: оскільки за аналогічними цінними паперами інвестори отримуватимуть більше доходів, то власники такої облігації чи акції намагатимуться позбавитися її. Це створить на ринку підвищений попит, унаслідок чого ціна угод буде знижуватись.

Контрольні запитання та завдання

1. Які основні підходи до оцінювання цінних паперів Ви знаєте?
2. За якою схемою здійснюється оцінювання первинних цінних паперів?
3. Як розрахувати поточну вартість купонної облігації?
4. Які фактори впливають на ціну облігації?
5. За якою моделлю здійснюється оцінювання безкупонних облігацій?
6. У чому полягають особливості оцінювання привілейованих акцій?
7. Яка базова модель визначення ринкової вартості акцій?
8. Розкрийте алгоритм визначення поточної вартості простої акції.

ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 2. СИСТЕМА УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ І КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

Тема 6. Управління капіталом підприємства й оптимізація його структури

- 6.1. Економічна сутність та класифікація капіталу підприємства.
- 6.2. Мета формування та характеристика складових власного капіталу підприємства.
- 6.3. Політика управління власним капіталом підприємства.
- 6.4. Вартісно-орієнтоване фінансове управління. Політика управління позиковим капіталом підприємства.
- 6.5. Ефект фінансового левериджу.
- 6.6. Оптимізація структури капіталу підприємства по критерію максимізації рентабельності власних засобів і мінімізації рівня фінансових ризиків.

6.1. Економічна сутність та класифікація капіталу підприємства

Капітал представляє собою накопичений шляхом заощаджень запас економічних благ у формі грошових коштів та реальних капітальних товарів, які залучаються його власниками в економічний процес як інвестиційний ресурс та фактор виробництва з метою отримання доходу. Його функціонування в економічній системі базується на ринкових принципах і пов'язане з факторами часу, ризику та ліквідності. Капітал підприємства класифікується за такими основними ознаками (табл. 6.1):

Власний капітал належить підприємству на правах власності та використовується для формування певної частини активів.

Позиковий капітал – залучені за умови повернення грошові та інші майнові цінності для фінансування розвитку підприємства. Це фінансові зобов'язання.

Капітал, залучений із внутрішніх джерел, формується безпосередньо на підприємстві. З нього - основу власного складає капіталізована частина чистого прибутку підприємства («нерозподілений прибуток»), а позичкового – поточні зобов'язання по розрахунках (внутрішні рахунки нарахувань).

Капітал в грошовій формі є універсальний в тому, що він легко може бути трансформований в будь-яку іншу форму капіталу, необхідну підприємству для здійснення господарської діяльності.

Капітал у фінансовій формі залучається підприємством у вигляді різних фінансових інструментів (акцій, облігацій, депозитний рахунків, сертифікатів банків тощо).

Капітал в матеріальній формі залучається у вигляді капітальний товарів (машин, обладнання, будівель, приміщень тощо), сировини, матеріалів, напівфабрикатів ін.

Класифікація капіталу підприємства

Ознака класифікації 1	Класифікаційні групи 2
<i>I. За джерелами залучення</i>	
1. Згідно власності капіталу, що сформований	<ul style="list-style-type: none"> • Власний • Позичковий
2. За групами джерел залучення капіталу по відношенню до підприємства	<ul style="list-style-type: none"> • Залучений з власних джерел • Залучений із зовнішніх джерел
3. За національною належністю власників капіталу, що надають його у господарське використання	<ul style="list-style-type: none"> • Національний (вітчизняний) • іноземний
4. За формами власності	<ul style="list-style-type: none"> • Приватний • Державний
<i>II. За формами залучення</i>	
1. За організаційно-правовими формами	<ul style="list-style-type: none"> • Акціонерний • Пайовий • Індивідуальний
2. За натурально-речовою формою	<ul style="list-style-type: none"> • В грошовій формі • У фінансовій формі • В матеріальній формі • В нематеріальній формі
3. За часом періоду залучення капіталу	<ul style="list-style-type: none"> • Довготерміновий (перманентний) • Короткотерміновий
<i>III. За характером використання</i>	
1. За мірою залучення в економічний процес	<ul style="list-style-type: none"> • Капітал, що використовується в економічному процесі • Капітал, що не використовується в економічному процесі
2. За сферами використання в економіці	<ul style="list-style-type: none"> • Капітал, що використовується в реальному секторі економіки • Капітал, що використовується у фінансовому секторі економіки
3. За напрямками використання в господарській діяльності	<ul style="list-style-type: none"> • Як інвестиційний ресурс • Як виробничий ресурс • Як кредитний ресурс
4. За особливостями використання в інвестиційному процесі	<ul style="list-style-type: none"> • Початково інвестований • Реінвестований • Дезінвестований
5. За особливостями використання у виробничому процесі	<ul style="list-style-type: none"> • Основний • Оборотний
6. За мірою участі у виробничому процесі	<ul style="list-style-type: none"> • Працюючий • Непрацюючий
7. За рівнем ризику використання	<ul style="list-style-type: none"> • Безризиковий • Низькоризиковий • Середньоризиковий • Високоризиковий
8. За відповідністю правовим нормам використання	<ul style="list-style-type: none"> • Легальний • «Тіньовий»

Капітал в нематеріальній формі залучається підприємством у вигляді нематеріальних активів (права користування окремими природними ресурсами, патентні права на використання винаходів, «ноу-хау», права на промислові зразки, моделі, товарні знаки, комп'ютерні програми тощо).

Капітал, що використовується в економічному процесі, має характеристику економічного ресурсу, залученого в суспільне виробництво з метою отримання прибутку.

Капітал, що не використовується в економічному процесі (або «мертвий капітал») – це раніше накопичена його частина, яка з певних причин ще не використовується в економічному процесі. Він не лише не приносить доходу, а й втрачає свою реальну вартість в процесі зберігання у формі «витрат втрачених можливостей».

Початково інвестований капітал – обсяг початково сформованих інвестиційних ресурсів, спрямованих на фінансування конкретного об'єкту інвестування.

Реінвестований капітал – повторно вкладений в конкретний об'єкт за рахунок коштів поверненого чистого грошового потоку (чистого прибутку, амортизаційних відрахувань тощо).

Дезінвестований капітал – частково вилучений з певного об'єкту інвестування (шляхом продажу відповідних активів).

6.2. Мета формування та характеристика складових власного капіталу підприємства

Мета формування власного капіталу підприємства:

а) формування за рахунок власного капіталу необхідного обсягу необоротних активів (основні засоби, нематеріальні активи, незавершене будівництво, довгострокові фінансові інвестиції та ін.).

Сума власного основного капіталу розраховується за формулою:

$$VK_{oc} = HA - ДПК_{на},$$

де VK_{oc} – сума власного основного капіталу, сформованого підприємством,

HA – загальна сума необоротних активів,

$ДПК_{на}$ – сума довгострокового позичкового капіталу, що використовується для фінансування необоротних активів підприємства;

б) формування за рахунок власного капіталу обсягу оборотних активів.

Суму власного оборотного капіталу розраховують за формулою:

$$VK_{об} = OA - ДПК_{о} - КПК,$$

де $VK_{об}$ – сума власного оборотного капіталу, сформованого підприємством,

OA – загальна сума оборотних активів підприємства,

$ДПК_{о}$ – сума довгострокового позичкового капіталу, що використовується для фінансування оборотних активів підприємства,

$КПК$ – сума короткострокового позичкового капіталу, що залучається підприємством.

Сформований підприємством власний капітал є фінансовою основою діяльності підприємства. На діючому підприємстві власний капітал представлений наступними основними формами (рис. 6.1):

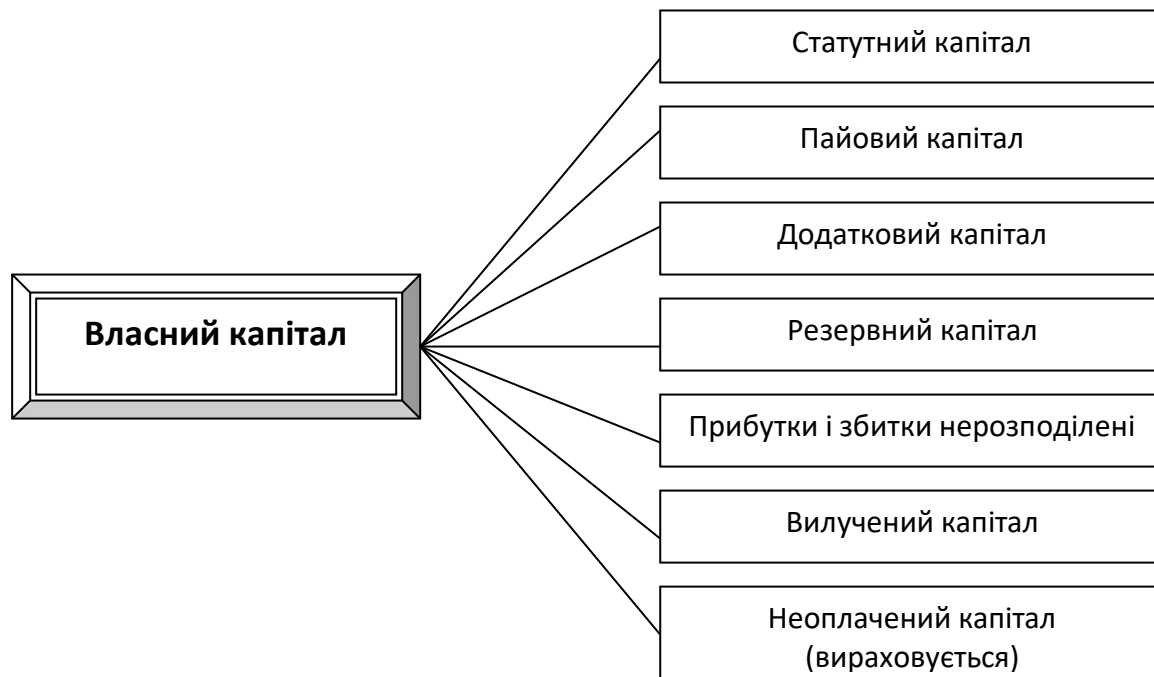


Рис. 6.1. Форми власного капіталу.

Загальна сума власного капіталу підприємства – це підсумок першого розділу «Пасиву» балансу. Структура статей цього розділу дозволяє чітко ідентифікувати початково інвестовану його частину та накопичену в процесі здійснення господарської діяльності.

Основним елементом власного капіталу є статутний капітал – показник, який характеризує розміри і фінансовий стан підприємства. Тобто це сума коштів, що внесені в майно підприємства власниками (учасниками, засновниками). Розмір СК визначається за домовленістю між засновниками, фіксується в установчих документах. СК вважається досить умовною одиницею, так як з часом кошти, внесені до СК, можуть бути приморожені, втрачені повністю або частково. Тому об'єктивною оцінкою будь-якого підприємства є не розмір СК, а кошти чистих активів.

Сума СК, яка на дату реєстрації підприємства заявлена, але фактично не внесена засновниками, представляє собою неоплачений капітал підприємства.

Пайовий капітал – це сукупність коштів фізичних та юридичних осіб, добровільно розміщених у товаристві для здійснення його господарсько-фінансової діяльності. Складається з сум пайових внесків.

Додатковий капітал складається з емісійного доходу, тобто доходу, одержаного від розміщення акцій власної емісії за цінами, які перевищують номінальну вартість; іншого вкладеного капіталу; дооцінки активів; безоплатного одержання необоротних активів; іншого додаткового капіталу.

Вилучений капітал – це фактична собівартість акцій власної емісії, вилучених товариством у своїх акціонерів. Від повинен бути або перепроданий або анульований.

Резервний капітал представляє собою суму резервів, створених відповідно до чинного законодавства або установчих документів за рахунок нерозподіленого прибутку підприємства.

6.3. Політика управління власним капіталом підприємства

Політика управління власним капіталом підприємства полягає в управлінні формуванням власних фінансових ресурсів. Головною задачею управління є забезпечення необхідного рівня самофінансування розвитку господарської діяльності підприємства в майбутньому періоді. Основні етапи управління:

- Аналіз формування власних фінансових ресурсів підприємства в попередньому періоді;
- Визначення загальної потреби у власних фінансових ресурсах;
- Оцінка вартості залучення власного капіталу з різних джерел;
- Забезпечення максимального обсягу залучення власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел;
- Забезпечення необхідного обсягу залучення власних фінансових ресурсів із зовнішніх джерел;
- Оптимізація співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування власних фінансових ресурсів.

Потреба у власних фінансових ресурсах визначається за формулою:

$$P_{вфр} = \frac{P_k \times U_{вк}}{100} - ВК_{поч} + P_r,$$

де $P_{вфр}$ – загальна потреба у власних фінансових ресурсах підприємства в запланованому періоді,

P_k – загальна потреба в капіталі на кінець планового періоду,

$U_{вк}$ – запланована питома вага власного капіталу в його загальній сумі,

$ВК_{поч}$ – сума власного капіталу на початок планового року,

P_r – сума прибутку, спрямованого на споживання в плановому періоді.

Так як основними джерелами формування власних ресурсів підприємства є сума чистого прибутку та амортизаційних відрахувань, в першу чергу необхідно в процесі планування цих показників передбачити можливості їх росту за рахунок різних резервів.

Застосування методу прискореної амортизації може призвести до зменшення суми прибутку, тому при вишукуванні резервів слід виходити з необхідності максимізації сукупності цих сум, тобто наступного критерію:

$$ЧП + АВ \rightarrow ВФР_{\max},$$

де $ЧП$ – запланована сума чистого прибутку підприємства;

$АВ$ – запланована сума амортизаційних відрахувань,

$VFR_{\text{макс}}$ – максимальна сума власних фінансових ресурсів, які формуються за рахунок внутрішніх джерел.

Потреба в залученні власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел розраховується за такою формулою:

$$\Delta VFR_{\text{зовн}} = P_{\text{вфр}} - \Delta VFR_{\text{внут}},$$

де $\Delta VFR_{\text{зовн}}$ – потреба в залученні власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел,

$P_{\text{вфр}}$ – загальна потреба у власних фінансових ресурсах підприємства у плановому періоді,

$\Delta VFR_{\text{внут}}$ – сума власних фінансових ресурсів, які плануються до залучення за рахунок внутрішніх джерел.

Ефективність розробленої політики формування власних фінансових ресурсів оцінюється за допомогою коефіцієнта самофінансування підприємства в наступному періоді. Його рівень повинен відповідати поставленій меті.

$$K_{\text{сф}} = \frac{VFR}{\Delta A + C_{\text{вфр}}},$$

де $K_{\text{сф}}$ – коефіцієнт самофінансування розвитку підприємства в майбутньому періоді,

VFR – запланований обсяг формування власних фінансових ресурсів,

ΔA – запланований приріст активів підприємства,

$C_{\text{вфр}}$ – запланований обсяг витрачання власних фінансових ресурсів підприємства на цілі споживання.

Успішна реалізація розробленої політики формування власних фінансових ресурсів пов'язана з вирішенням наступних основних задач:

- забезпечення максимізації формування прибутку підприємства з урахуванням допустимого рівня фінансового ризику;
- формування ефективної політики розподілу прибутку (дивідендної політики) підприємства,
- здійснення додаткової емісії акцій або залучення додаткового пайового капіталу.

Головною метою розробки *дивідендної політики* є встановлення необхідної пропорційності між поточним споживанням прибутку власниками та майбутнім його зростанням, яке максимізує ринкову вартість підприємства та забезпечить його стратегічний розвиток.

Отже, дивідендна політика – це складова частина загальної політики управління прибутком, яка полягає в оптимізації пропорцій між частинами прибутку, що споживається та капіталізується з метою максимізації ринкової вартості підприємства.

Механізм розподілу прибутку підприємства у відповідності з обраним типом дивідендної політики передбачає таку послідовність дій:

I – від суми чистого прибутку віднімаються обов'язкові відрахування в резервний та інші обов'язкові фонди спеціального призначення, які формуються за рахунок прибутку.

II – частина прибутку, що залишилась, розподіляється на частини, одна з яких капіталізується, а інша – споживається.

III – сформований за рахунок прибутку фонд споживання розподіляється на фонд дивідендних виплат та фонд споживання персоналу корпорації.

Залучення власного капіталу із зовнішніх джерел шляхом *додаткової емісії акцій* є складним та витратним процесом. Головною метою управління емісією акцій є залучення на фондовому ринку необхідного обсягу власних фінансових ресурсів в мінімально можливі терміни.

Процес управління емісією акцій будується на наступних етапах (рис. 6.2.):



Рис.6.2. Основні етапи формування емісійної політики підприємства при залученні акціонерного капіталу.

6.4.Вартісно-орієнтоване фінансове управління. Політика управління позиковим капіталом підприємства

Вартість капіталу – одна з найважливіших змінних в оцінці бізнесу, яка визначається ринком і майже повністю знаходиться поза контролем власників підприємства.

При оцінці вартості капіталу виникає необхідність з'ясування вартості кожної його складової, тобто об'єктом визначення повинна стати вартість кожного джерела фінансування.

Відношення плати за використання фінансових ресурсів до загального обсягу цих ресурсів називається ціною капіталу і виражається у відсотках.

Вартість функціонуючого власного капіталу підприємства у звітному періоді визначається за формулою

$$\text{ВКФз} = \frac{\text{ЧПв}}{\text{ВК}} \times 100 ,$$

де ВКФз – вартість функціонуючого власного капіталу підприємства у звітному періоді, %;

ЧПв – сума чистого прибутку, виплачена власникам підприємства в процесі його розподілу за звітний період;

ВК – середня сума власного капіталу підприємства у звітному періоді.

Вартість нерозподіленого прибутку прирівнюється до вартості функціонуючого власного капіталу підприємства в плановому періоді ($\text{ВКФп} = \text{ВКФз} \times \text{ПВт}$, де ВКФп – вартість функціонуючого власного капіталу в плановому періоді, ПВт – темп зростання виплат прибутку власникам на одиницю вкладеного капіталу, що планується, виражений десятковим дробом).

Приклад. Сума виплачених дивідендів у звітному періоді становить 240 тис. грн. Власний капітал на початок звітної періоду – 720 тис. грн, а на кінець, відповідно – 910 тис. грн.

Визначити вартість власного капіталу, який використовується у звітному періоді.

Розв'язок.

$$\text{ВКФз} = \frac{240}{(720 + 910) : 2} \times 100 = 29,4\% .$$

Зовнішні джерела формування грошових фондів підприємства залучаються додатковою емісією акцій, а також у вигляді різних форм позик (емісія облігацій, кредити банків, фінансовий лізинг ін.).

Вартість капіталу, який додатково залучається за рахунок емісії, розраховується наступним чином. Ціна привілейованої акції дорівнює приблизно сумі дивідендів, яку сплачує акціонерам емітент, за вирахування витрат на розміщення.

Ціна капіталу, залученого шляхом емісії привілейованих акцій дорівнює приблизно сумі дивідендів, яку сплачує акціонерам емітент, за вирахування витрат на розміщення. Оскільки привілейовані акції є цінними паперами з фіксованим доходом, то ціна цього джерела (Цап) визначається за формулою

$$\text{Цап} = \frac{D_p}{\text{ВКап} \times (1 - \text{Веап})} \times 100\% ,$$

де D_p – сума фіксованих дивідендів у грошовому виразі;

ВКап – сума власного капіталу, залученого за рахунок емісії привілейованих акцій;

Веап – рівень витрат на емісію привілейованих акцій, виражений дес. дробом.

Вартість капіталу, залученого шляхом додаткової емісії простих акцій визначається за формулою

$$\text{ВКаз} = \frac{K_a \times D_{аз} \times T_{дд} \times 100}{\text{ВКаз} \times (1 - \text{Ве})} ,$$

де $V_{Каз}$ – вартість капіталу, залученого за рахунок простих акцій;

K_a – кількість акцій додаткової емісії;

$D_{аз}$ – сума дивідендів, яку корпорація виплачує на одну просту акцію;

$T_{дд}$ – запланований темп приросту дивідендів;

$V_{Каз}$ – сума власного капіталу, залученого за рахунок емісії простих акцій;

V_e – рівень витрат на емісію простих акцій, виражений дес. дробом.

Політика управління позиковим капіталом підприємства.

Позиковий капітал в процесі фінансового управління оцінюється за такими основними елементами: 1) вартість фінансового кредиту (банківського та лізингового); 2) вартість капіталу, залученого за рахунок емісії облігацій; 3) вартість товарного (комерційного) кредиту (у вигляді коротко- та довгострокової відстрочки платежу); 4) вартість поточних зобов'язань по розрахунках.

Практика свідчить, що основними формами позикового капіталу є позики банку та емітовані підприємством облігації. Витрати, пов'язані з виплатою відсотків за банківськими позиками, включаються до собівартості продукції, тому ціна позики банку менша, ніж відсоток (ВКб).

Ціна облігацій приблизно дорівнює величині відсотку, що сплачується по них, при цьому враховується різниця між номінальною вартістю облігації та ціною її реалізації.

Вартість банківського кредиту визначається на основі ставки відсотку за кредит, яка формує основні витрати по його обслуговуванню. В процесі оцінки ця ставка повинна бути збільшена на розмір інших витрат підприємства, пов'язаних з умовами кредитної угоди (наприклад, страхування кредиту за рахунок позичальника) та зменшена на ставку податку на прибуток з метою відображення реальних витрат підприємства:

$$ВПК = \frac{ВКб \times (1 - Спп)}{1 - ВПб},$$

де ВПК – вартість позичкового капіталу, залученого у формі банківського кредиту, %;

ВКб – ставка відсотку за банківський кредит, %;

Спп – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

ВПб – рівень витрат по залученню банківського кредиту до його суми, виражений десятковим дробом.

Приклад. Розрахувати вартість позикового капіталу, залученого у формі банківського кредиту, якщо ставка відсотку за банківський кредит становить 30%, рівень витрат по залученню банківського кредиту – 4%.

$$ВПК = \frac{\overset{\text{Розв'язок.}}{30 \times (1 - 0,16)}}{1 - 0,04} = \frac{25,2}{0,96} = 26,3 \%$$

Використання банківських кредитів підприємством є показником нормальної фінансової діяльності, бо вкладення власних фінансових ресурсів у активи повинно

відбуватися лише у межах постійної потреби, яка не знає коливань у бік зменшення.

Якщо підприємство протягом року неодноразово отримує кредити банку в оборотні кошти і має досить сталу заборгованість за короткостроковими кредитами, швидкість їх оборотності визначається за формулою:

$$O_{кр} = \frac{КР \times Д}{П_{кр}},$$

де $O_{кр}$ – оборотність короткострокового кредиту в днях;

$КР$ – середній залишок заборгованості за банківськими позиками, включаючи прострочені, у звітному періоді, тис. грн.;

$Д$ – тривалість звітного періоду, дні;

$П_{кр}$ – повернення короткострокової заборгованості за позиками у звітному періоді, тис. грн.

Приклад. Згідно кварталних даних підприємства за звітний рік заборгованість з банківських кредитів становила (тис. грн): на 01.01.14р. – 1001, на 01.04.14. – 1344, на 01.07.14. – 1599, на 01.10.14. – 1322. на кінець року – 2302. Річний оборот з повернення короткострокових кредитів – 7252 тис. грн. За цих умов середній залишок заборгованості банку за короткостроковими позиками за звітний рік становив (визначається як середня хронологічна):

$(1011:2 + 1344 + 1599 + 1332 + 2302:2) : 4 = 1473$ тис. грн, а швидкість обороту кредитів дорівнює $(1473 \times 360) : 7252 = 73,1$ дня.

При середній швидкості обороту оборотних коштів підприємства за звітний рік, яка становить, наприклад, 168,1 дня, цей показник свідчить про те, що залучення банківських кредитів у звітному році відіграло позитивну роль у прискоренні оборотності оборотного капіталу підприємства.

Для аналізу вигідності отримання позики в даному банку, необхідно порівняти ціну кредиту з середнім позиковим відсотком (з врахуванням середньо ринкових норм доходності та інфляції):

$$p_{np} \leq r + q + rq : 100,$$

де p_{np} – прийнятна для підприємства ставка річного відсотку за кредит;

r – нормальна відсоткова ставка за кредит у без інфляційній ситуації;

q – темп інфляції.

Вартість фінансового лізингу визначається на основі ставки лізингових платежів.

$$ВФЛ = \frac{(ЛС - НА) \times (1 - Спп)}{1 - ВЗфл},$$

де $ВФЛ$ – вартість позичкового капіталу, залученого на умовах фінансового лізингу, %;

$ЛС$ – річна лізингова ставка, %;

$НА$ – річна норма амортизації активу, залученого на умовах фінансового лізингу, %;

$Спп$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

$ВЗфл$ – рівень витрат по залученню активу на умовах фінансового лізингу до вартості цього активу, виражений десятковим дробом.

Критерії управління вартістю фінансового лізингу: вартість ФЛ не повинна перевищувати вартості банківського кредиту, який надається на аналогічний період; в процесі використання ФЛ повинні бути виявлені такі пропозиції, які мінімізують його вартість.

Вартість товарного (комерційного) кредиту оцінюється: по кредиту у формі короткотермінової відстрочки платежу; по кредиту у формі довготермінової відстрочки платежу, оформленої векселем.

Розрахунок вартості товарного кредиту, наданого у формі короткотермінової відстрочки платежу здійснюється за формулою:

$$ВТК_k = \frac{(ЦЗ \times ПВ) \times (1 - С_{пп})}{360},$$

де ВТК_к – вартість товарного (комерційного) кредиту, наданого на умовах короткотермінової відстрочки платежу, %;

ЦЗ – розмір цінової знижки при здійсненні готівкового платежу за продукцію, %;

С_{пп} – ставка податку на прибуток, в дес. дробу;

ПВ – період надання відстрочки платежу за продукцію, в днях.

Вартість товарного кредиту у формі довготермінової відстрочки платежу, оформленої векселем, розраховується за формулою:

$$ВТК_k = \frac{ВК_v \times (1 - С_{пп})}{1 - ЦЗ},$$

де ВТК_к - вартість товарного кредиту у формі довготермінової відстрочки платежу, оформленої векселем, %;

ВК_v – ставка відсотку за вексельний кредит, %.

Оцінка вартості позичкового капіталу, залученого за рахунок **емісії облігацій** на базі ставки купонного відсотку здійснюється за формулою:

$$ВOP_k = \frac{СК \times (1 - С_{пп})}{1 - EBo},$$

де ВOP_к – вартість позикового капіталу, залученого за рахунок емісії облігацій, %;

СК – ставка купонного відсотку по облігації, %;

С_{пп} – ставка податку на прибуток, в дес. дробу;

EBo – рівень емісійних витрат по відношенню до обсягу емісії, в дес. дробу.

Приклад. Оцінити вартість позикового капіталу, залученого за рахунок емісії облігацій, якщо номінальна вартість облігації – 200 грн., відсоткові виплати, що здійснюються по облігації – 20 грн, ринкова відсоткова ставка по аналогічних фінансових позиках – 20%, термін до погашення облігації – 2 роки, періодичність виплат по відсотках – 1 раз на рік.

Розв'язок.

1) Визначаємо ставку купонного відсотку СК = 20: 200 x 100% = 10%.

2) Рівень емісійних витрат визначається відношенням витрат на емісію (різниця між номінальною вартістю і ціною її реалізації) до загальної суми емісії. Знаходимо поточну вартість облігації (ціну реалізації):

$$V_B = \sum_{k=1} \frac{\text{---}}{(1 + 0,2)^k} + \frac{\text{---}}{(1 + 0,2)^{2 \times 1}} = 16,67 + 13,89 + 138,89 = 169,45 \text{ грн.}$$

Сума витрат на емісію складе: $200 - 169,45 = 30,55$ грн. Тоді рівень емісійних витрат становитиме: $30,55 : 200 = 0,153$.

3) Розрахуємо вартість позикового капіталу, залученого за рахунок емісії облигацій:

$$ВOP_k = \frac{10 \times (1 - 0,16)}{1 - 0,153} = 8,2 : 0,847 = 11,1 \%$$

Середньозважена вартість капітал, який залучається підприємством для здійснення господарської діяльності, розраховується за формулою:

$$СВК = \sum_{i=1}^n B_i \times U_i$$

де СВК – середньозважена вартість капіталу підприємства;

B_i – вартість конкретного елементу капіталу;

U_i – питома вага конкретного елементу капіталу в загальній сумі. Ця модель називається Модель середньозваженої вартості капіталу – WACC.

Приклад.

Зведемо раніше проведені розрахунки у таблицю

Таблиця 6.1

Вартість джерел коштів підприємства

Джерела коштів	Частка, (U_i), %	Потрібна прибутковість (B_i), %
Функціонуючий власний капітал підприємства	38,58	29,4
Привілейовані акції	4,49	3,42
Звичайні акції	7,87	6,0
Банківський кредит	34,51	26,3
Облігації	14,55	11,1
Всього	100,0	

$$СВК = 0,3858 \times 0,294 + 0,0449 \times 0,0342 + 0,0787 \times 0,06 + 0,3451 \times 0,263 + 0,1455 \times 0,111 = 0,113 + 0,002 + 0,005 + 0,091 + 0,016 = 0,227 \text{ або } 22,7 \%$$

Отже, всі витрати підприємства по виплаті доходу власникам залучених коштів капіталодавців (власників та кредиторів) до загальної суми інвестиційних ресурсів становлять 22,7 %. Це означає, що підприємство може приймати інвестиційні рішення, очікувана рентабельність яких не нижча розрахованого показника.

Необхідність розрахунку ціни капіталу обґрунтовується такими причинами:

– для визначення рівня фінансових витрат фірми з метою підтримки свого економічного потенціалу;

– для обґрунтування рішень за інвестиційними проектами, що приймаються.

Відомо, що інвестиційний проект може бути відхилений, якщо внутрішня норма рентабельності по ньому (IRR) нижча, ніж ціна капіталу організації, тобто виконується норма $IRR \leq BK_c$;

– ціна капіталу розраховується для управління структурою капіталу. В цьому випадку найкраще співвідношення між різними джерелами коштів визначається, виходячи з критерію мінімуму ціни капіталу;

– ціна капіталу використовується при оцінці вартості корпорації. Якщо в основу такої оцінки покласти критерії максимуму доходу організації, що розподіляється, на одиницю ціни капіталу, то ціна корпорації буде вища, ніж нижча ціна капіталу.

Маємо,

$$Ц_{Кр} = \frac{ЧП + П_k}{BK_c} ,$$

де $Ц_{Кр}$ – ціна корпорації;

BK_c – ціна капіталу;

ЧП – чистий прибуток корпорації;

$П_k$ – відсотки за користування позиковими джерелами.

Маржинальна (гранична) вартість капіталу

Ціна окремих джерел коштів, як і структура капіталу, може змінюватись. Тому зважена ціна капіталу (BK_c) не є величиною постійною – вона знаходиться під впливом багатьох факторів і, отже, з часом зміниться. У зв'язку з цим необхідно дотримуватися загального принципу сучасної методології аналізу економічних проблем: порівнювати маржинальні (граничні) вигоди з маржинальними витратами.

Під маржинальною вартістю капіталу розуміють зміну в загальній сумі прибутку від інвестицій, необхідній для задоволення вимог інвесторів, з урахуванням нових інвестицій та їх структури.

Приклад. Корпорація реалізує інвестиційний проект вартістю 20000 грн. Структура інвестиційного капіталу така: 75% формується за рахунок банківського кредиту і 25% – за рахунок емісії акцій.

У процесі реалізації проекту в нього було внесено зміни, які вимагали додаткових інвестицій в розмірі 5000 грн. Керівництво корпорації, знайшовши додаткові джерела фінансування, вирішило зберегти первісну структуру капіталу. Однак, якщо в момент прийняття рішення про здійснення первісного проекту кредитори вимагали 20%, а акціонери – 15%, то на цей момент кредит на фінансовому ринку коштує 22%, а акціонери згодні придбати додаткові акції лише під обіцянку дивідендів на рівні 17%, вважаючи, що саме такий рівень доходу вони могли б одержати, вклавши свої кошти в інші акції з тим же рівнем ризику.

Розраховуємо показник BK_c для первісного інвестиційного проекту і маржинальну вартість капіталу.

$$BK_{c1} = 0,75 \times 0,20 + 0,25 \times 0,15 = 0,1875 \text{ (18,75\%)}$$

$$BK_{c2} = 0,75 \times 0,22 + 0,25 \times 0,17 = 0,2075 \text{ (20,75\%)}$$

Таким чином, маржинальна вартість додаткових інвестицій складає 20,75% проти 18,75% – по раніше залучених інвестиціях. Зростання вартості капіталу обумовлене загальним подорожчанням капіталу на ринку.

6.5.Ефект фінансового левеїджу

Одним з механізмів оптимізації структури капіталу підприємства є фінансовий левеїджу. **Фінансовий левеїджу характеризує використання підприємством позичкових коштів, яке впливає на зміну коефіцієнту рентабельності власного капіталу.**

Показник, який відображає рівень додатково генерованого прибутку на власний капітал при різній частці використання позичкових коштів, називається *ефектом фінансового левеїджу*. Він розраховується за такою формулою

$$ЕФЛ = (1 - С_{пп}) \times (КВР_a - ВК_{кр}) \times ПК/ВК ,$$

де ЕФЛ – ефект фінансового левеїджу, який полягає в зростанні коефіцієнту рентабельності власного капіталу, %;

$S_{пп}$ – ставка податку на прибуток, виражена в десятковому дробі;

$КВР_a$ – коефіцієнт валової рентабельності активів (відношення валового прибутку до середньої вартості активів), %;

$ВК_{кр}$ – середній розмір відсотків за кредитні ресурси, які корпорація виплачує за використання позичкового капіталу, %;

$ПК$ – середня сума використовуваного корпорацією позичкового капіталу;

$ВК$ – середня сума власного капіталу корпорації.

З формули можна виділити три основні складові:

1. *Податковий коректор фінансового левеїджу* $(1 - S_{пп})$, котрий показує якою мірою проявляється ефект фінансового левеїджу у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку.

2. *Диференціал фінансового левеїджу* $(КВР_a - ВК_{кр})$, який характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів та середнім розміром відсотка за кредит.

3. *Коефіцієнт фінансового левеїджу* $(ПК/ВК)$, що характеризує суму позичкового капіталу, який підприємство використовує, в розрахунку на одиницю власного капіталу.

Податковий коректор фінансового левеїджу практично не залежить від діяльності корпорації, оскільки ставка податку на прибуток визначена законодавчо. Разом з тим, у процесі управління фінансовим левеїджем податковий коректор може бути використаний у таких випадках:

а) якщо за різними видами діяльності корпорації встановлено диференційовані ставки оподаткування прибутку;

б) якщо за окремими видами діяльності корпорація використовує податкові пільги по прибутку;

в) якщо окремі дочірні фірми здійснюють свою діяльність у вільних економічних зонах країни, де діє пільговий режим оподаткування прибутку;

г) якщо окремі дочірні фірми корпорації здійснюють свою діяльність у державах з більш низьким рівнем оподаткування.

Диференціал фінансового левєриджу є головною умовою, яка формує позитивний ефект фінансового левєриджу. Цей ефект проявляється в тому випадку, якщо рівень валового прибутку, який генерується активами корпорації, перевищує середній розмір відсотків за кредитні ресурси, що використовується (включаючи всі витрати щодо їх залучення та обслуговування), тобто якщо диференціал фінансового левєриджу є позитивною величиною. Чим вище позитивне значення диференціалу фінансового левєриджу, тим вищий при інших рівних умовах буде його ефект.

Цей показник досить динамічний, що обумовлено дією таких факторів:

- зростання вартості позикових коштів у період погіршення кон'юнктури фінансового ринку;
- зниження фінансової стійкості корпорації в процесі підвищення частки використовуваного позикового капіталу може призвести до ризику банкрутства, що змушує кредиторів підвищити ставки відсотка за кредит;
- скорочення обсягу реалізації продукції в період погіршення кон'юнктури товарного ринку, що призводить до зменшення розміру валового прибутку від операційної діяльності.

Формування від'ємного значення диференціалу фінансового левєриджу з вищеперелічених причин завжди призводить до зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу. В цьому випадку використання корпорацією позикового капіталу дає негативний ефект.

Коефіцієнт фінансового левєриджу при незмінному диференціалі є головним генератором як зростання суми та рівня прибутку на власний капітал, так і фінансового ризику втрати прибутку. Він мультиплікує позитивний або негативний ефект, що отримуємо за рахунок відповідного значення його диференціалу. При позитивному значенні диференціалу будь-який приріст коефіцієнта фінансового левєриджу буде викликати ще більший приріст коефіцієнта рентабельності власного капіталу, а при від'ємному значенні диференціалу приріст коефіцієнту фінансового левєриджу буде призводити до ще більшого темпу зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу.

Таблиця 6.2

Формування ефекту фінансового левєриджу

(тис. грн)

№ з/п	Показники	Підприємства		
		«А»	«Б»	«В»
1	Середня сума всіх активів (капіталу), який використовується, в періоді, що розглядається, з неї:	1000	1000	1000
2	Середня сума власного капіталу	1000	800	500
3	Середня сума позикового капіталу	-	200	500
4	Сума валового прибутку (без врахування витрат щодо сплати відсотків за кредит)	200	200	200
5	Коефіцієнт валової рентабельності активів (без урахування витрат щодо сплати відсотків за кредит), %	24	24	24

6	Середній рівень відсотків за кредит, %	22	22	22
7	Сума відсотків за кредит, сплачена за використання позичкового капіталу (гр.3 × гр. 6) : 100	-	44	110
8	Сума валового прибутку підприємства з урахуванням витрат по сплаті відсотків за кредит (гр.4 – гр.7)	200	156	90
9	Ставка податку на прибуток, виражена дес. дробом	0,16	0,16	0,16
10	Сума податку на прибуток (гр.8 × гр.9)	32	25	14
11	Сума чистого прибутку, який залишився в розпорядженні підприємства після сплати податку (гр.8 – гр.10)	168	131	76
12	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу або коефіцієнт фінансової рентабельності, % (гр.11 × 100) : гр.2	16,8	16,4	15,2
13	Приріст рентабельності власного капіталу у зв'язку з використанням позичкового капіталу, у % (по відношенню до підприємства «А») (ЕФЛ)	-	42	168

З наведених даних видно, що по підприємству «А» ефект фінансового левериджу відсутній, оскільки воно не використовує у своїй господарській діяльності позиковий капітал. По підприємству «Б» цей ефект складає:

$$\text{ЕФЛ} = (1 - 0,16) \times (24 - 22) \times 200/800 = 0,42 \text{ або } 42\% .$$

Відповідно по підприємству «В» цей ефект складе:

$$\text{ЕФЛ} = (1 - 0,16) \times (24 - 22) \times 500/500 = 1,68 \text{ або } 168\% .$$

Значення механізму впливу фінансового левериджу на рівень прибутковості власного капіталу та рівень фінансового ризику дозволяє цілеспрямовано управляти як вартістю, так і структурою капіталу підприємства.

Фінансовий леверидж підприємства має певні межі. Зростання боргу пов'язане, по-перше, з наступним зростанням відсоткових платежів і збільшенням витрат; по-друге, з поверненням кредитів і погашенням облігацій у певні строки, які за зміни кон'юнктури ринку можуть різко погіршити ліквідність підприємства. Показником, який подає «сигнал тривоги», є коефіцієнт заборгованості. Політика підприємства в галузі випуску нових акцій, тобто збільшення частки оплаченого капіталу, також має обмеження. Додатковий випуск акцій може, по-перше, викликати заперечення акціонерів, тому що нові акції потенційно знизять доход і дивіденд на акцію; по-друге, призвести до втрати контролю корпорації на зборах акціонерів; по-третє, підвищити вартість капіталу. З цього можна зробити висновок, що *основна мета політики підприємства в галузі структури капіталу полягає в досягненні оптимальності: за найнижчої вартості капіталу досягти стабілізації дивідендів і доходів, підтримуючи ліквідність на високому рівні.*

Визначення структури капіталу пов'язане з питанням: у яких формах залучати зовнішні джерела?

Слід звернути увагу на зростання короткострокового боргу в структурі заборгованості – фактор, який постійно мають враховувати менеджери корпорацій під час розгляду питань ліквідності.

Фінансування за рахунок збільшення заборгованості під впливом інфляції й очікування подальшого зростання цін, невпевненості в стабільності одержуваних

доходів призводить до підвищення ціни капіталу. Ставки відсотків по боргах зростають.

З іншого боку, вдале використання боргових зобов'язань призводить до значних поточних прибутків, а в перспективі – до росту вартості акцій.

Податкова політика також впливає на визначення структури капіталу. Введення в дію податкових пільг, зокрема вилучення з оподаткування відсотків по боргах, робить привабливим використання боргів.

6.6. Оптимізація структури капіталу підприємства по критерію максимізації рентабельності власних засобів і мінімізації рівня фінансових ризиків

Оптимальна структура капіталу являє собою таке співвідношення використання власних та позикових коштів, при якому забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість.

Власний капітал має свої переваги та недоліки (рис. 6.3).

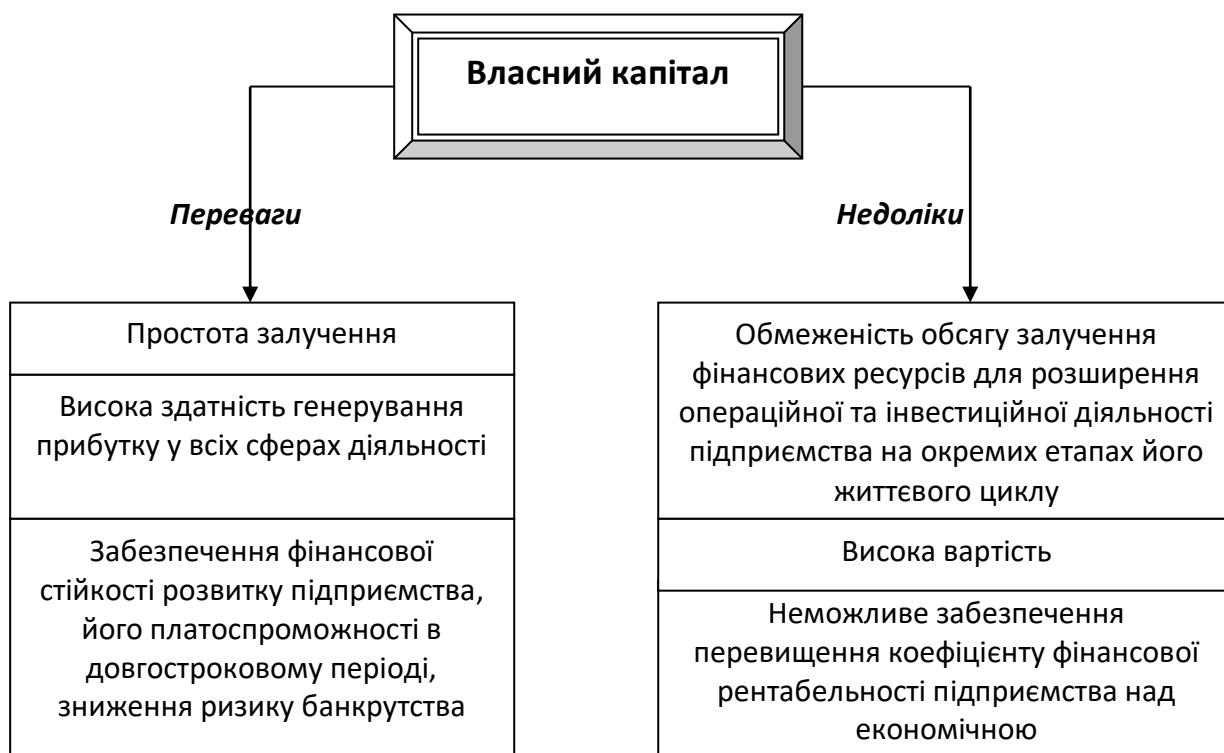


Рис. 6.3. Переваги та недоліки власного капіталу.

Отже, найбільш стабільним є підприємство, яке використовує власний капітал, оскільки коефіцієнт автономії в такому випадку дорівнює одиниці. Але темпи розвитку подібних підприємств обмежені, оскільки власний капітал не може забезпечити необхідного додаткового обсягу активів в періоди сприятливої кон'юнктури ринку.

Всі форми позикового капіталу, що використовуються підприємством, є його фінансовими зобов'язаннями, які належать до погашення у передбачені терміни. Основні переваги та недоліки позикового капіталу наведені на рис. 6.4. Структура капіталу підприємства визначає обсяги і прогнозує результати не лише фінансової,

але й операційної та інвестиційної діяльності. Вона впливає на коефіцієнт рентабельності активів і власного капіталу (тобто, на рівень економічної та фінансової рентабельності підприємства), встановлює систему коефіцієнтів фінансової стійкості та платоспроможності (тобто, рівень основних фінансових ризиків) і в підсумку формує співвідношення ступеню прибутковості та ризику в процесі розвитку підприємства.



Рис. 6.4. Переваги та недоліки позикового капіталу.

Оскільки обсяг власних фінансових ресурсів формується на попередньому етапі, загальна сума власного капіталу може бути визначена попередньо. По відношенню до неї розраховується коефіцієнт фінансового левериджу (коефіцієнт фінансування), при якому його ефект буде максимальним. З урахуванням суми власного капіталу в майбутньому періоді та коефіцієнта фінансового левериджу розраховується граничний обсяг позикових коштів, який забезпечить ефективне використання власного капіталу та мінімізує рівень фінансового ризику.

Визначення загальної потреби в капіталі. Для розрахунків приросту капіталу в ув'язці з іншими показниками може бути використана модель фінансової підтримки економічного зростання, що дозволяє оптимізувати основні пропорції, пов'язані з приростом обсягу реалізації продукції в майбутньому періоді. Ця модель має наступний вигляд:

$$K_n \times \frac{ЧП}{РП} \times \left(1 + \frac{ПК}{СК}\right)$$

$$\frac{\Delta РП}{РП} = \frac{A}{\frac{A}{РП} - K_n \times \frac{ЧП}{РП} \times \left(1 + \frac{ПК}{СК}\right)},$$

де $\frac{\Delta РП}{РП}$ - заданий темп економічного зростання, що визначається рівнем приросту продаж продукції;

ДРП – приріст суми реалізації продукції в плановому періоді;

РП – сума реалізованої продукції в звітному періоді;

K_n – коефіцієнт капіталізації прибутку, виражений десятковим дробом;

ЧП – загальна сума чистого прибутку підприємства;

СК – сума власного капіталу, що використовується;

ПК – сума позикового капіталу, що використовується;

A – загальна сума активів (капіталу) підприємства.

Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості заснована на оцінці вартості власного і позикового капіталу при різних умовах залучення і здійсненні багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу.

Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків пов'язана з процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових частин активів підприємства. У цих цілях всі активи підприємства поділяються на такі групи: позаобігові активи, постійна та змінна частини оборотних активів.

На практиці сформувалися три принципових підходи до фінансування різних груп активів підприємства: консервативний, помірний та агресивний.

Формування показника цільової структури капіталу здійснюється визначенням меж максимально рентабельної і мінімально ризикованої структури капіталу та межі вибору конкретних його значень на плановий рік. У процесі цього вибору враховуються показники та чинники, що характеризують індивідуальні особливості діяльності підприємства.

Світова практика теорій управління капіталом

Цікавими є роботи Мертона Міллера і Франко Модільяні, які були присвячені дослідженню структури капіталу. Науковці були відзначені Нобелівською премією з економіки (Модільяні - у 1985 р., Міллер – у 1990 році). В основу своєї теорії, яка в літературі дістала назву «ММ», вони поклали твердження, що структура капіталу підприємства не впливає на його вартість. На їхню думку, ринкова вартість підприємства визначається виключно її чистим грошовим потоком, який, в свою чергу, залежить від інвестицій.

Оскільки в основу дослідження взяті корпорації, то їх ринкова вартість V визначена як вартість акціонерного капіталу S та вартість позикового капіталу D .

$$V = S + D.$$

Згідно з теорією «ММ» на ринкову вартість V не впливає структура корпорації, оскільки якщо підвищується вартість позикового капіталу, відповідно має знижуватись вартість акціонерного капіталу. Отже, ринкова вартість не зміниться, якщо корпорація профінансує додаткову потребу в капіталі на 100% за рахунок боргу або, навпаки, на 100% акціонерним капіталом. Оскільки корпорації сплачують податок на прибуток, то ситуація змінюється, тобто теоретично оптимальний варіант – фінансування на 100% за рахунок боргу (так як буде досягнуто максимальної податкової економії внаслідок віднесення суми відсотків за кредит на витрати і зменшення оподаткованого прибутку).

За теорією «ММ» вартість корпорації визначається грошовими потоками, одержаними в результаті інвестицій. Якщо корпорація не розподілила частину прибутку у вигляді дивідендів, а інвестувала у нові проекти, то в майбутньому прибуток збільшиться. Зміцнення економічного становища підприємства призведе до того, що його акції на фінансовому ринку будуть котируватися за високою ціною. Отже, майбутній прибуток збільшує вартість звичайних акцій і, відповідно, капітал акціонерів.

Теорію «ММ» було піддано критиці вченими і практиками. Оскільки вона ігнорувала реальні умови фінансового ринку, зокрема вплив податків, витрати на емісію, спад ділової активності. Самі теореми, які доводили Модільяні і Міллер, у літературі дістали назву моделлю за нульових податків.

Контрольні запитання та завдання

1. Які основні складові власного капіталу акціонерного товариства?
2. Опишіть характеристики складових власного капіталу підприємства.
3. Які принципи й основні вимоги до формування СК?
4. Які фактори визначають вартість капіталу підприємства?
5. Визначте модель середньозваженої вартості капіталу.
6. Що Ви розумієте під маржинальною вартістю капіталу?
7. Що характеризує фінансовий леверидж?
8. На які фактори слід звертати увагу при формуванні капіталу?

Тема 7. Управління оборотними активами підприємства

7.1. Склад оборотних активів підприємства та особливості фінансового управління ними.

7.2. Метод оптимізації оборотних активів.

7.3. Управління запасами. Основні етапи управління запасами на підприємстві.

7.4. Управління дебіторською заборгованістю.

7.1. Склад оборотних активів підприємства та особливості фінансового управління ними

Управління оборотними активами займає значну питому вагу серед операцій фінансового менеджменту. Цілеспрямоване управління оборотними активами визначає необхідність попередньої їх класифікації (рис. 7.1).

Оборотний капітал виявляє певні взаємозв'язки між активом та пасивом балансу підприємства, тобто зобов'язання погашаються за допомогою активів, що повинні беззбитково реалізуватися:

$$\text{ЧОК} = \text{ПА} - \text{ПЗ},$$

де ЧОК – чистий оборотний капітал,

ПА – поточні активи підприємства,

ПЗ – поточні зобов'язання підприємства.

Управління оборотним капіталом вимагає від фінансового менеджменту вирішення ряду взаємопов'язаних питань:

- 1) ранжування поточних активів та поточних зобов'язань за критерієм ліквідності;
- 2) оптимізація операційного циклу;
- 3) визначення оптимального розміру поточних активів;
- 4) обґрунтування розмірів поточних активів кожного виду;
- 5) встановлення оптимальної пропорції між короткостроковими та довгостроковими зобов'язаннями у фінансуванні поточних активів і т.д.

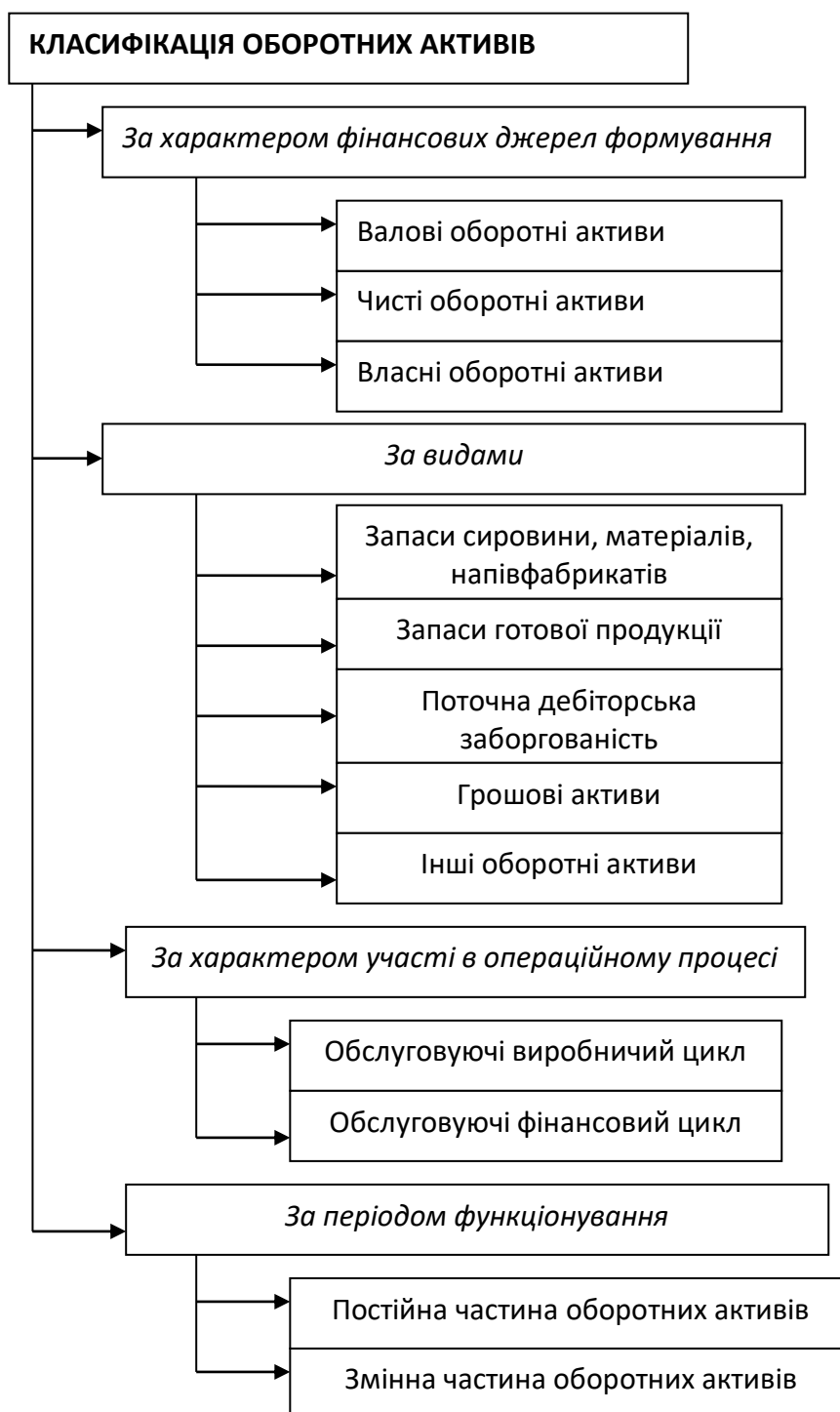


Рис. 7.1. Класифікація оборотних активів за основними ознаками

Валові ОА – загальний обсяг ОА, сформований за рахунок власного і позикового капіталу.

Чисті ОА – частина ОА, яка сформована за рахунок власного та довгострокового позикового капіталу.

$ЧОА = ОА - КФЗ$, де

ОА – сума валовий ОА,

КФЗ – короткострокові (поточні) фінансові зобов'язання підприємства.

Власні ОА – частина ОА, сформована за рахунок власного капіталу.

Постійна частина ОА представляє собою незмінювану частину їх розміру, яка не залежить від сезонних та інших коливань операційної діяльності підприємства, не зв'язана з формуванням запасів ТМЦ сезонного зберігання, довгострокового завезення та цільового призначення. Тобто, вона розглядається як незнижуваний мінімум ОА, який необхідний підприємству для здійснення операційної діяльності.

Змінна частина ОА представляє собою частину ОА, яка коливається, що викликано сезонним зростанням обсягу виробництва і реалізації продукції, необхідністю формування в окремі періоди господарської діяльності підприємства ТМЦ сезонного зберігання. В складі даного виду ОА виділяють звичайно максимальну і середню їх частини.

Управління оборотними активами пов'язане з особливостями формування його операційного циклу. Операційний цикл представляє собою період повного обороту всієї суми оборотних активів, в процесі якого відбувається зміна окремих їх видів. Він характеризує проміжок часу між придбанням виробничих запасів і отриманням грошових коштів від реалізації виробленої з них продукції (рис. 7.2.).

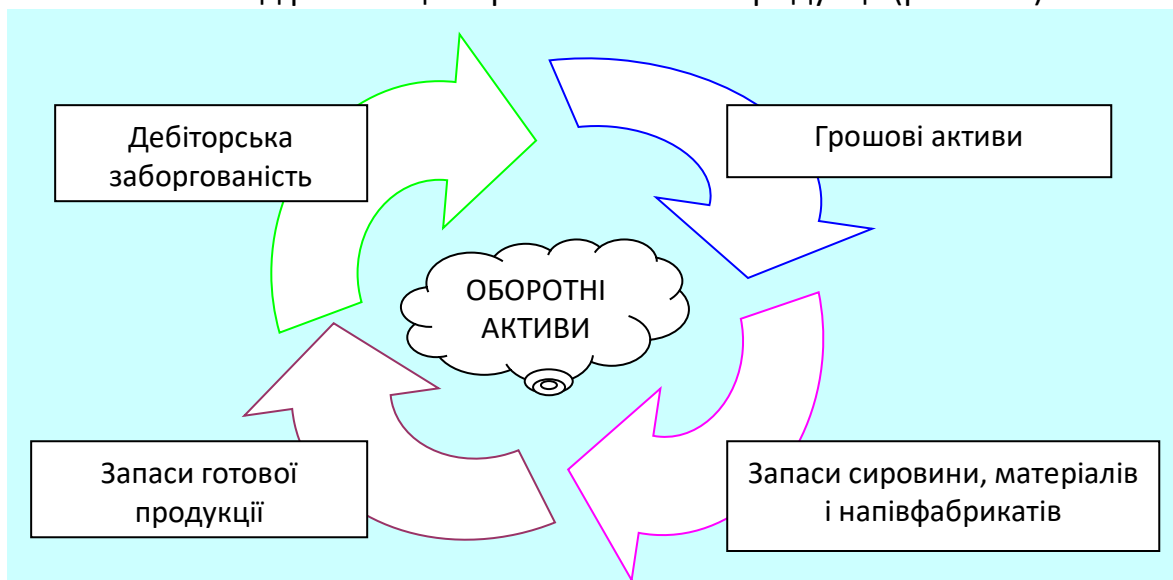


Рис. 7.2. Характеристика руху оборотних активів в процесі кругообігу

Важливою характеристикою операційного циклу, яка впливає на обсяг, структуру і ефективність використання оборотних активів, є його тривалість. Формула тривалості операційного циклу має вигляд:

$$ТОЦ = ТО_{мз} + ТО_{гп} + ТО_{дз},$$

де $ТОЦ$ – тривалість операційного циклу підприємства, в днях,

$TO_{мз}$ – тривалість обороту запасів сировини, матеріалів та інших матеріальних факторів виробництва у складі оборотних активів, в днях,

$TO_{гп}$ – тривалість обороту запасів готової продукції, в днях,

$TO_{дз}$ – тривалість інкасації поточної дебіторської заборгованості, в днях.

В процесі управління оборотними активами в межах операційного циклу виділяють такі основні складові: 1) виробничий цикл підприємства, 2) фінансовий цикл підприємства.

Тривалість виробничого циклу визначається за формулою:

$$ТВЦ = TO_{мз} + TO_{нв} + TO_{гп} ,$$

де $ТВЦ$ – тривалість виробничого циклу, в днях,

$TO_{мз}$ – тривалість обороту середнього запасу сировини, матеріалів та напівфабрикатів, в днях,

$TO_{нв}$ – тривалість обороту середнього обсягу незавершеного виробництва, в днях,

$TO_{гп}$ – середня тривалість обороту поточної кредиторської заборгованості, в днях.

Фінансовий цикл (цикл грошового обороту) підприємства представляє собою період часу між початком оплати постачальникам отриманих від них сировини і матеріалів та початком надходження коштів від покупців за поставлену їм продукцію. Визначається за формулою:

$$ТФЦ = ТВЦ + TO_{дз} - TO_{кз} ,$$

де $ТФЦ$ – тривалість фінансового циклу, в днях,

$ТВЦ$ – тривалість виробничого циклу, в днях,

$TO_{дз}$ – середній період обороту поточної дебіторської заборгованості, в днях,

$TO_{кз}$ – середній період обороту поточної кредиторської заборгованості, в днях.

Приклад. Визначити тривалість операційного виробничого циклу підприємства, коли середній період обороту запасів сировини, матеріалів складає 25 днів, середній період незавершеного виробництва – 8 днів, середній період обороту запасів готової продукції – 19 днів, середній період обороту поточної дебіторської заборгованості – 20 днів, середній період обороту поточної кредиторської заборгованості – 16 днів.

1. Тривалість операційного циклу – $TOЦ = 25 + 8 + 19 + 20 = 72$ дні.

2. Тривалість виробничого циклу – $ТВЦ = 25 + 8 + 19 = 52$ дні.

3. Тривалість фінансового циклу - $ТФЦ = 52 + 20 - 16 = 56$ днів.

Головна задача управління оборотними активами полягає у формуванні необхідного обсягу, оптимізації складу та забезпеченні ефективного використання оборотних активів підприємства.

Етапи управління оборотними активами:

- аналіз оборотних активів в попередньому періоді,
- вибір політики формування оборотних активів,
- оптимізація обсягу оборотних активів,
- оптимізація співвідношення постійної і змінної частин оборотних активів,
- забезпечення необхідної ліквідності оборотних активів,
- забезпечення необхідної рентабельності оборотних активів,

- вибір форм та джерел фінансування оборотних активів.

В процесі аналізу оборотних активів (далі – ОА) визначається динаміка загального обсягу ОА, динаміка складу ОА в розрізі основних видів, вивчається обіговість ОА та визначається їх рентабельність; при розрахунку використовується модель Дюпона, яка при застосуванні має вигляд:

$$P_{oa} = P_{rp} \times O_{oa},$$

де P_{oa} – рентабельність оборотних активів,
 P_{rp} – рентабельність реалізації продукції,
 O_{oa} – обіговість оборотних активів.

В процесі оптимізації обсягу оборотних активів визначається система заходів щодо реалізації резервів, спрямованих на скорочення тривалості операційного циклу, оптимізується обсяг та рівень окремих видів цих активів, а також визначається загальний обсяг оборотних активів на майбутній період за формулою:

$$OA_n = ZC_n + ZG_n + DZ_n + GA_n + I_n,$$

де OA_n – загальний обсяг ОА на кінець періоду, що розглядається,
 ZC_n – сума запасів сировини та матеріалів на кінець майбутнього періоду,
 ZG_n – сума запасів готової продукції на кінець майбутнього періоду (з урахуванням перерахованого обсягу незавершеного виробництва),
 DZ_n – сума поточної дебіторської заборгованості на кінець майбутнього періоду,
 GA_n – сума грошових активів на кінець майбутнього періоду,
 I_n – сума інших оборотних активів на кінець майбутнього періоду.

Оптимізація співвідношення постійної та змінної частин ОА здійснюється по таких етапах:

- за результатами аналізу помісячної динаміки рівня ОА в днях обігу або в сумі за ряд попередніх років будується графік їх середньої «сезонної хвилі»,
- визначається сума постійної частини ОА по формулі:

$$OA_{\text{пост}} = OA_{\text{пл}} \times K_{\text{мін}},$$

де $OA_{\text{пост}}$ – сума постійної частини ОА в майбутньому періоді,
 $OA_{\text{пл}}$ – середня сума ОА в майбутньому періоді,
 $K_{\text{мін}}$ – коефіцієнт мінімального рівня ОА.

- визначається максимальна і середня сума змінної частини ОА в майбутньому періоді по формулі:

$$OA_{\text{з макс}} = OA \times (K_{\text{макс}} - K_{\text{мін}});$$

$$OA_{\text{з ср}} = \frac{OA \times (K_{\text{макс}} - K_{\text{мін}})}{2} = \frac{OA_{\text{п макс}} - OA_{\text{пост}}}{2},$$

де $OA_{\text{з макс}}$ – максимальна сума змінної частини ОА в майбутньому періоді,
 $OA_{\text{з ср}}$ – середня сума змінної частини ОА в майбутньому періоді,
 $OA_{\text{пост}}$ – сума постійної частини ОА в майбутньому періоді,

$K_{\text{макс}}$ – коефіцієнт максимального рівня ОА,
 $K_{\text{мін}}$ – коефіцієнт мінімального рівня ОА.

7.2. Метод оптимізації оборотних активів

Одним з основних методів оптимізації рівня оборотних активів є нормування, яке усуває їх незбалансованість.

Нормування – це процес обчислення тієї частини оборотних активів (запасів та витрат), яка потрібна підприємству для забезпечення нормального, безперервного процесу виробництва, реалізації продукції та здійснення розрахунків. Нормування ОА включає розробку та встановлення спеціальних норм за окремими видами матеріальних цінностей, витрат виробництва і т.д. та розрахунок нормативу власних оборотних активів в грошовому виразі на кінець року, кварталу.

Норма – це обчислювальна за кожним видом ОА відносна або мінімальна її величина, що необхідна для розрахунку нормативу. Розраховується в абсолютних величинах або у відносних.

Нормування ОА може здійснюватись 3 методами: методом прямого рахунку, аналітичним методом та методом коефіцієнтів.

Метод прямого рахунку здійснюється за кожним елементом ОА з урахуванням завдань виробничого плану, постачання та збуту.

Аналітичний метод передбачає здійснення розрахунків з урахуванням середніх фактичних залишків та змін обсягів виробництва. При цьому здійснюється коригування з врахуванням зайвих і непотрібних запасів, неліквідів, які мали місце в попередньому періоді.

Коефіцієнтний метод дозволяє здійснити розрахунок з урахуванням тенденцій і співвідношень в змінах обсягу виробництва та окремих видів запасів і затрат. Співвідношення, що склалися в минулому, з використанням відповідних коефіцієнтів екстраполюються на майбутній період.

Норматив оборотних активів, авансованих в сировину, основні матеріали і покупні напівфабрикати, визначається за формулою:

$$M = B \times n,$$

де M – норматив ОА в запасах сировини, основних матеріалів і покупних напівфабрикатів (грн),

B – одноденні витрати сировини, матеріалів, напівфабрикатів (грн),

n – норма оборотних активів.

В нормі ОА по кожному виду продукції чи однорідній групі матеріалів враховується час перебування в поточному запасі (П), страховому (С), транспортному (Т), технологічному (А), підготовчому (Д) запасах. Таким чином, норматив ОА в запасах сировини, основних матеріалів і покупних напівфабрикатів (М) визначається за формулою:

$$M = B \times (П + С + Т + А + Д).$$

Норматив ОА в незавершеному виробництві визначається за формулою:

$$H = Z \times D \times K,$$

де Z – одноденні витрати на виробництво продукції (грн),

D – тривалість виробничого циклу (дні),

K – коефіцієнт зростання витрат.

При рівномірному зростанні витрат коефіцієнт зростання витрат розраховується за формулою:

$$K = \Phi_0 = 0,5 \times \Phi_3 / \Phi_0 + \Phi_3,$$

де Φ_0 – одноразові витрати,

Φ_3 – інші витрати, що включаються до собівартості продукції.

При рівномірному зростанні витрат по днях виробничого циклу коефіцієнт зростання витрат визначається за формулою:

$$K = C/V,$$

де C – середня вартість виробу в незавершеному виробництві,

V – виробнича собівартість.

Середня вартість виробу в незавершеному виробництві розраховується як середньозважена величина витрат, що припадає на кожен день виробничого циклу, і кількість знаходження їх в процесі виробництва.

При суміщенні рівномірних і нерівномірних витрат розрахунок середньої вартості виробу в незавершеному виробництві здійснюється наступним чином:

$$C = \Phi_0 + \Phi_1 \times T_1 + \Phi_2 \times T_2 + \dots + 0,5 \times \Phi_p \times T/T,$$

де Φ_1, Φ_2, \dots – витрати по днях виробничого циклу в грн.,

Φ_p – витрати, які здійснюються рівномірно протягом виробничого циклу, в грн,

T – тривалість виробничого циклу в днях,

T_1, T_2, \dots – час з моменту здійснення одноразових витрат до закінчення виробничого циклу.

Норматив по статті «Витрати майбутніх періодів» розраховується за формулою:

$$M = V_0 + V_k - V_c,$$

де V_0 – сума витрат майбутніх періодів на початок планового року,

V_k – витрати, які здійснюються в плановому періоді за кошторисом,

V_c – витрати, що включаються до собівартості продукції планового періоду.

Норматив оборотних активів на готову продукцію визначається за формулою:

$$M = V \times D,$$

де V – одноденний випуск товарної продукції за виробничою собівартістю,

D – норма запасу в днях.

7.3. Управління запасами. Основні етапи управління запасами на підприємстві

Управління запасами спрямоване на забезпечення безперервного здійснення процесу виробництва та реалізації продукції і мінімізацію поточних витрат по їх обслуговуванню на підприємстві.

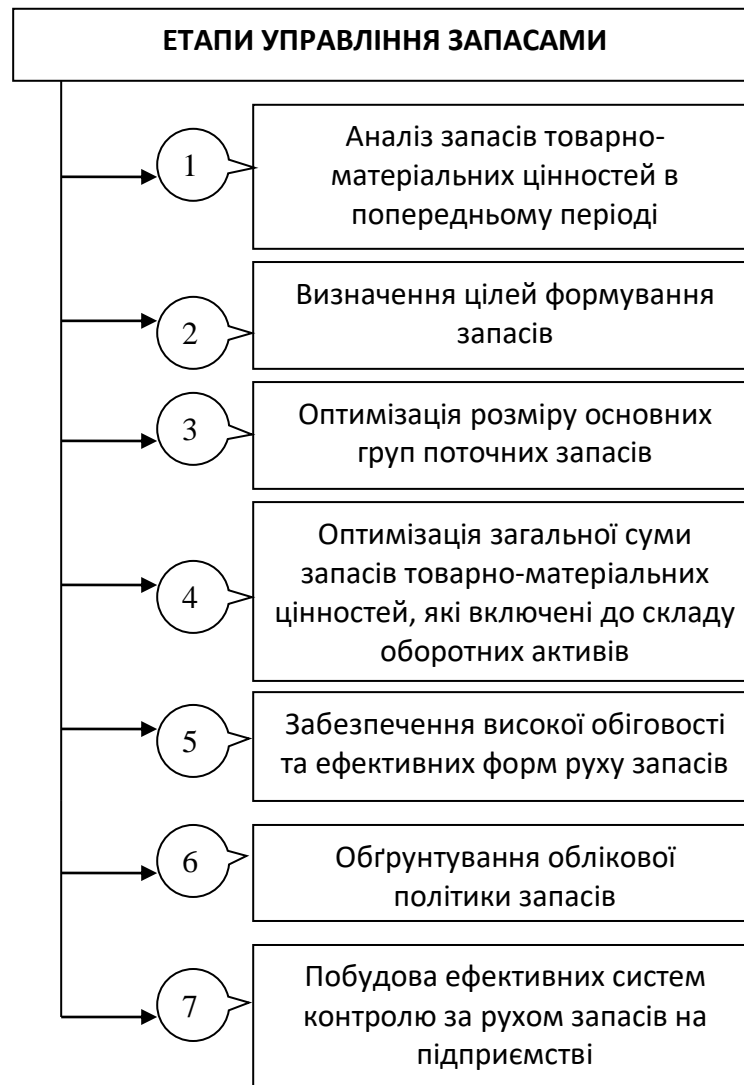


Рис. 7.3. Основні етапи управління запасами на підприємстві.

Дії менеджерів на етапах управління запасами.

1. На стадіях аналізу розглядаються показники загальної суми товарно-матеріальних цінностей в майбутньому періоді – темпи її динаміки, питома вага в обсязі ОА і т.д., вивчається структура запасів по видах та основних групах, вивчається ефективність використання запасів, обсяг та структура поточних витрат по обслуговуванню запасів в розрізі окремих видів.

2. Запаси класифікуються для наступної диференціації для оптимальнішого управління ними.

3. Здійснюється попередній розподіл всієї сукупності запасів на виробничі та готової продукції. В розрізі кожного з цих видів виділяються запаси поточного зберігання. Для оптимізації розміру поточних запасів ТМЦ використовуються ряд моделей, і зокрема «Модель економічно обґрунтованого розміру замовлення» (EOQ).

Розглянемо механізм даної моделі на прикладі формування виробничих запасів. З однієї сторони, підприємству вигідно завозити сировину і матеріали значними партіями. Чим більший розмір поставки, тим нижчий сукупний розмір операційних витрат по розміщенню замовлень. Графічно це виглядатиме так:

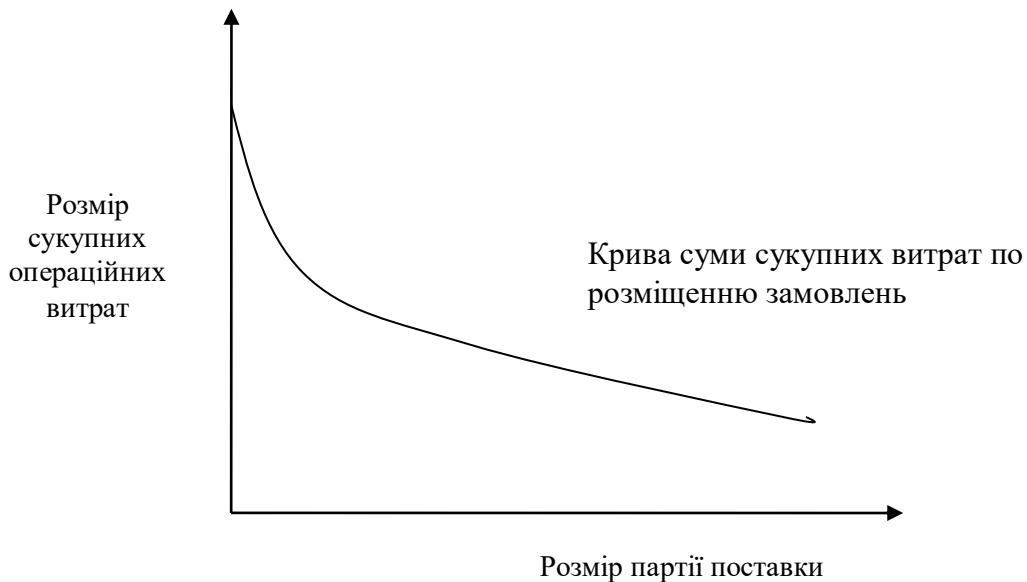


Рис. 7.4. Залежність сукупної суми операційних витрат по розміщенню замовлень від розміру партії поставки товарів.

Сума сукупних операційних витрат по розміщенню замовлень визначається за формулою:

$$ОВ_{рз} = \frac{ОВС}{РПП} \times С_{рз},$$

де $ОВ_{рз}$ – сума сукупних операційних витрат по розміщенню замовлень,
 $ОВС$ – обсяг виробничого споживання товарів (сировини або матеріалів) в періоді, що розглядається,

$РПП$ – середній розмір однієї партії постачання товарів,

$С_{рз}$ – середня вартість розміщення одного замовлення.

З іншого боку, високий розмір однієї партії постачання товарів викликає відповідне зростання операційних витрат по зберіганню товарів на складі, так як при цьому збільшується середній розмір запасу в днях обороту (період їх зберігання).

З урахуванням цієї залежності сума операційних витрат по зберіганню запасів на складі може бути визначена по такій формулі

$$ОВ_{зб} = \frac{РПП}{2} \times В_{зб},$$

де $ОВ_{зб}$ – сума операційних витрат по зберіганню запасів на складі,

$В_{зб}$ – вартість зберігання одиниці товару в періоді, що розглядається.

З наведених формул видно, що зі зростанням середнього розміру однієї партії постачання товарів зменшуються операційні витрати по зберіганню товарних запасів на складі та навпаки.

Математично Модель EOQ виражена такою формулою

$$РПП_о = \sqrt{\frac{2 \times ОВС \times С_{рз}}{В_{зб}}},$$

де $РПП_о$ – оптимальний середній розмір партії постачання товарів (EOQ),

ОВС – обсяг виробничого споживання товарів (сировини, матеріалів) в періоді, що розглядається,

$C_{рз}$ – середня вартість розміщення одного замовлення,

$V_{зб}$ – вартість зберігання одиниці товару в періоді, що розглядається.

Відповідно оптимальний середній розмір виробничого запасу визначається за формулою:

$$V_{зo} = \frac{РПП_o}{2},$$

де $V_{зo}$ – оптимальний середній розмір виробничого запасу (сировини, матеріалів).

Приклад. Річна потреба в сировині, яка визначає обсяг її закупівлі, складає 1000 грн. Середня вартість розміщення одного замовлення становить 12 грн., а середня вартість зберігання товару – 6 грн. Оптимальний середній розмір постачання становитиме:

$$РПП_o = \frac{2 \times 1000 \times 12}{\sqrt{6}} = \sqrt{400} = 63,2 \text{ грн.}$$

Оптимальний середній розмір сировини при цьому становитиме:

$$V_{зo} = \frac{63,2}{2} = 31,6 \text{ грн.}$$

4. Оптимізація загальної суми запасів товарно-матеріальних цінностей, які включені в склад ОА, здійснюється шляхом розрахунку за формулою

$$Z_n = (N_{пз} \times O_o) + Z_{сз} + Z_{цп},$$

де Z_n – оптимальна сума запасів на кінець періоду, що розглядається,

$N_{пз}$ – норматив запасів поточного зберігання в днях обігу,

O_o – односторонній обсяг виробництва (для запасів сировини і матеріалів) або реалізації (для запасів готової продукції) в майбутньому періоді,

$Z_{сз}$ – запланована сума запасів сезонного зберігання,

$Z_{цп}$ – запланована сума запасів цільового призначення інших видів.

5. Управління процесами забезпечення високого обертання та ефективних форм руху запасів здійснюється шляхом оптимізації матеріальних потоків усіх видів.

Інтегральна оцінка економічної ефективності оптимізації матеріальних потоків може бути отримана шляхом використання «методу сукупних витрат»:

$$I_{Eo} = \frac{ПВ_1 - ПВ_2}{ОПМ_n} \times 100 ,$$

де I_{Eo} – інтегральна економічна ефективність оптимізації матеріальних потоків ОА підприємства, у %,

$ПВ_1$ – фактична сума повних витрат на організацію матеріальних потоків до проведення їх оптимізації у визначеному періоді,

$ПВ_2$ – очікувана сума повних витрат на організацію матеріального потоку аналогічного обсягу після проведення його оптимізації в аналогічному періоді,

$ОПМ_n$ – запланований обсяг матеріального потоку ОА в аналогічному періоді.

6. Обґрунтування облікової політики оцінки запасів здійснюється методами:

- ідентифікованої собівартості одиниці запасів,
- середньозваженої собівартості,
- собівартості перших за часом надходжень (метод ФІФО),
- собівартості останніх за часом надходження запасів (метод ЛІФО),
- нормативних витрат,
- ціни продажу.

7. Побудова ефективних систем контролю за рухом запасів на підприємстві здійснюється шляхом оперативного контролінгу. Поширеними є системи «ABC» та «рівня повторного замовлення».

7.4. Управління дебіторською заборгованістю.

Розмір дебіторської заборгованості визначається багатьма внутрішніми та зовнішніми факторами. Внутрішні фактори: кредитна політика підприємства, професіоналізм фінансового менеджера, який займається управлінням дебіторською заборгованістю, види розрахунків, стан контролю за дебіторською заборгованістю. Зовнішні фактори: стан розрахунків в країні, ефективність грошово-кредитної політики центрального банку, рівень інфляції, види продукції, обсяг ринку та рівень його насиченості.

Алгоритм управління дебіторською заборгованістю має наступні складові:

- 1) фінансовий аналіз діяльності організації-постачальника;
- 2) розробка кредитної політики організації;
- 3) прийняття рішення про надання кредиту, страхування дебіторської заборгованості;
- 4) зміна кредитної політики організації;
- 5) контроль за відвантаженням продукції, випискою рахунків та відправкою покупцю; складання картотеки дебіторів;
- 6) контроль за фінансовим станом дебіторів;
- 7) прийняття рішення про можливість використання факторингу або форфейтингу;
- 8) при непогашенні боргу або його частини встановлення оперативного зв'язку з дебітором на предмет визнання ним боргу;
- 9) звернення до господарського суду із позовом про стягнення простроченої заборгованості;
- 10) порушення справи про банкрутство;
- 11) компенсація збитків з фонду безнадійних боргів.

Рівень дебіторської заборгованості покупців продукції оцінюється шляхом розрахунку:

- коефіцієнта відволікання оборотних активів у поточну дебіторську заборгованість

$$\text{КОА}_{\text{дз}} = \frac{\text{ДЗв} + \text{ЧРВ}_{\text{дз}} + \text{РСБ}}{\text{ОА}},$$

де $КОА_{дз}$ – коефіцієнт відволікання оборотних активів в поточну дебіторську заборгованість за товари, роботи та послуги,

$ДЗв$ – сума поточної дебіторської заборгованості покупців, яка оформлена вексями,

$ЧРВ_{дз}$ – сума чистої реалізаційної вартості дебіторської заборгованості,

$РСБ$ – сума резерву сумнівних боргів,

$ОА$ – сума оборотних активів підприємства.

– коефіцієнта можливої інкасації поточної дебіторської заборгованості

$$КМІ_{дз} = \frac{ДЗв + ЧРВ_{дз}}{ДЗв + ЧРВ_{дз} + РСБ} .$$

Середній період інкасації поточної дебіторської заборгованості розраховується за формулою:

$$ПІ_{дз} = \frac{ДЗв + ЧРВ_{дз}}{Оо} ,$$

де $ПІ_{дз}$ – середній період інкасації поточної дебіторської заборгованості (в днях),

$ДЗв$ – середня сума поточної дебіторської заборгованості покупців, яка оформлена векселем (розраховується як середня хронологічна),

$ЧРВ_{дз}$ – середня сума чистої реалізаційної вартості дебіторської заборгованості,

$Оо$ – сума денного обороту по реалізації продукції в періоді, що розглядається.

Сума ефекту від інвестування коштів в дебіторську заборгованість розраховують за формулою

$$Е_{дз} = П_{дз} - ПВ_{дз} - ФВ_{дз},$$

де $Е_{дз}$ – сума ефекту, отриманого від інвестування коштів в дебіторську заборгованість по розрахунках з покупцями,

$П_{дз}$ – додатковий прибуток підприємства, отриманий від збільшення обсягу реалізації продукції за рахунок надання кредиту,

$ПВ_{дз}$ – поточні витрати підприємства, пов'язані з організацією кредитування покупців та інкасацією боргу,

$ФВ_{дз}$ – сума прямих фінансових витрат від неповернення боргу покупцями.

Поряд з абсолютною сумою ефекту можна розрахувати і відносний показник – коефіцієнт інвестування коштів:

$$КЕ_{дз} = \frac{Е_{дз}}{ДЗ_{рп}} ,$$

де $КЕ_{дз}$ – коефіцієнт ефективності інвестування в дебіторську заборгованість по розрахунках з покупцями,

$Е_{дз}$ – сума ефекту, отриманого від інвестування коштів в поточну дебіторську заборгованість по розрахунках з покупцями у визначений період,

$DZ_{рп}$ – середній залишок поточної дебіторської заборгованості по розрахунках з покупцями в періоді, що розглядається.

При визначенні можливої суми оборотного капіталу, спрямованого в дебіторську заборгованість по товарному (комерційному) або споживчому кредиту використовують формулу:

$$OK_{дз} = \frac{OP_k \times K_{с/ц} \times (ПНК + ПР)}{360},$$

де $OK_{дз}$ – необхідна сума оборотного капіталу, спрямованого в дебіторську заборгованість,

OP_k – запланований обсяг реалізації продукції в кредит,

$K_{с/ц}$ – коефіцієнт співвідношення собівартості та ціни продукції, виражений десятковим дробом,

ПНК – середній період надання кредиту покупцям, в днях,

ПР – середній період прострочення платежів по наданому кредиту, в днях.

Приклад. Визначити необхідну суму оборотного капіталу, спрямованого в майбутньому періоді в дебіторську заборгованість, за умови, що запланований обсяг реалізації продукції з наданням товарного (комерційного) кредиту – 3200 тис. грн., запланована питома вага собівартості продукції в її ціні – 75%, середній період надання кредиту оптовим покупцям – 40 днів, середній період прострочення платежів по наданому кредиту за результатами аналізу – 20 днів.

$$OK_{дз} = \frac{3200 \times 0,75 \times (40 + 20)}{360} = 400 \text{ тис. грн.}$$

Для розрахунку коефіцієнтів оборотності дебіторської заборгованості використовується бухгалтерський баланс та звіт про фінансові результати.

Оборотність ДЗ = $ВР / DZ_{сер}$,

де ВР – виручка від реалізації,

$DZ_{сер}$ – середня дебіторська заборгованість.

Для розрахунку середньої дебіторської заборгованості використовуються формули:

Середньої хронологічної –

$$DZ_{сер} = \frac{DZ_1/2 + DZ_2 + DZ_3 + \dots + DZ_n/2}{n - 1},$$

де DZ_1, DZ_2, \dots, DZ_n – величина ДЗ на початок кожного місяця;

середньої арифметичної –

$$DZ_{сер} = \frac{DZ_{поч. \text{ періоду}} + DZ_{кін. \text{ періоду}}}{2};$$

$$\text{Період погашення ДЗ} = \frac{360 \text{ днів}}{\text{Оборотність ДЗ}}.$$

Критерієм оптимальності розробленої та впровадженої кредитної політики виступає наступна умова:

$$ДЗ_о \rightarrow ОП_{др} \geq ОВ_{дз} + ВК_{дз},$$

де $ДЗ_о$ – оптимальний розмір поточної дебіторської заборгованості при нормальному фінансовому стані підприємства,

$ОП_{др}$ – додатковий операційний прибуток, отриманий від збільшення продажу продукції в кредит,

$ОВ_{дз}$ – додаткові операційні витрати по обслуговуванню поточної дебіторської заборгованості,

$ВК_{дз}$ – розмір втрат капіталу, інвестованого в поточну дебіторську заборгованість, через недобросовісність (неплатоспроможність) покупців.

Лекція 8. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ ПІДПРИЄМСТВА

8.1. Поняття та види грошових потоків підприємства. Етапи управління грошовими активами.

8.2. Розрахунки грошових потоків підприємства. Управління грошовими потоками.

8.3. Аналіз грошових активів підприємства.

8.4. Оптимізація середнього залишку грошових активів підприємства.

8.5. Системи контролю за грошовими активами.

8.6. Тотальне управління грошима як система.

8.1. Поняття та види грошових потоків підприємства. Етапи управління грошовими активами

Деякі науковці тлумачать сутність грошового потоку як міру ліквідності компанії, що складається з чистого доходу і безготівкових витрат, таких як амортизаційні відрахування. Т.Райс визначає грошові потоки як потоки підприємства, що розподіляють на чисті, традиційні та операційні. Чистий грошовий потік являє собою зміну грошових коштів, що знаходяться у розпорядженні корпорації, за період, який аналізується. Традиційний потік – це приблизна оцінка надходжень грошових коштів від виробничої діяльності. Операційний потік – сума фактичних надходжень грошових коштів від операцій за визначений період (крім фінансових виплат).

А.Поддєрьогін визначає грошовий потік як сукупність послідовно розподілених у часі подій, які пов'язані з відособленим та логічно завершеним фактом зміни власника грошових коштів у зв'язку з виконанням договірних зобов'язань між економічними агентами (суб'єктами господарювання, державою, домогосподарствами, міжнародними організаціями).

І. Бланк розглядає грошовий потік як сукупність розподілених по окремих інтервалах періоду часу, що розглядається, надходжень та виплат грошових потоків підприємства, рух яких пов'язаний з факторами часу, ризику та ліквідності.

У загальному вигляді грошовий потік розглядається як сукупність розподілених у часі процесів надходження та вибуття грошових коштів, що

генеруються суб'єктом підприємництва в результаті здійснення його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності.

Тобто, грошовий потік – це надходження (вхідний ГП) і витрачання (вихідний ГП) грошових коштів у процесі здійснення господарської діяльності підприємства. Зауважимо, що не всі господарські операції, пов'язані з рухом грошових коштів, включаються до грошового потоку підприємства. Зокрема, не розглядаються як грошові потоки перекази грошових коштів між відокремленими підрозділами корпорації, видача (повернення) грошових коштів підзвітним особам, інкасація готівки, переказ грошових коштів з поточного на депозитний рахунок. Однак це не означає, що такі операції не повинні розглядатися як об'єкт фінансового управління.

Зупинимося на основних (базових) функціонально-організаційних характеристиках грошових потоків. До них належать такі:

- причина та джерело формування грошового потоку, тобто внаслідок якої фінансово-господарської операції корпорації відбулося формування грошового потоку;
- фактори формування абсолютної величини грошового потоку;
- вплив грошового потоку на корпоративне майно, зокрема на збільшення або зменшення абсолютної величини грошових коштів та їх еквівалентів, що перебувають у розпорядженні підприємства, – формування її резерву ліквідності;
- форма узгодження грошового потоку – процедура ідентифікації та структурування грошового потоку (віднесення, виходячи з характеристик господарської операції, руху грошових коштів до того чи іншого виду грошового потоку), групування та зведення грошових потоків з метою формування їх узагальнюючих показників;
- кількісне оцінювання грошового потоку – розрахунок абсолютної величини узагальнюючих показників руху грошових коштів (наприклад, операційного, інвестиційного чи фінансового грошових потоків), відносних показників та фінансових коефіцієнтів оцінки грошових потоків.

Для потреб управління грошовими потоками корпорації та формування інформаційної бази, яка використовується при обґрунтуванні та прийнятті управлінських фінансових рішень, сукупність грошових потоків, що генерується суб'єктом підприємництва, доцільно згрупувати в однорідні цілісні групи – види грошових потоків.

Структурування грошових потоків за різними критеріями пов'язана з необхідністю врахування часової вартості грошей у процесі управління грошовими потоками. Необхідність урахування часової вартості грошових потоків виникає під час обґрунтування управлінських рішень щодо господарських операцій, які генерують грошові потоки, розподілені у довгостроковому періоді (насамперед, реалізація інвестиційних проектів, залучення довгострокового капіталу).

А. Поддєрьогін пропонує класифікацію, як подано в таблиці 8.1. Основна увага фінансового менеджера корпорації має бути зосереджена на грошових

потоках, що належать до складу пріоритетних грошових потоків за операціями, які забезпечують створення більшої частини вартості або прибутку підприємства і, відповідно, формуються на регулярній основі. До пріоритетних грошових потоків можна віднести, зокрема, надходження виручки від реалізації; оплату рахунків постачальників; сплату податків, інших обов'язкових платежів; виплату заробітної плати; формування доходів власників (грошові дивідендні виплати, викуп власних корпоративних прав). Таким чином, за формуванням чистого грошового потоку корпорації грошовий потік класифікується як вхідний (див. рис. 8.1) (за умови, коли рух коштів у рамках господарської операції веде до збільшення абсолютної величини грошових коштів, які перебувають у розпорядженні корпорації на певний момент часу) та вихідний грошовий потік (протилежний до вхідного грошового потоку напрямом впливу на фінансовий стан підприємства).

Таблиця 8.1

Класифікаційна сукупність видів грошових потоків
суб'єкта підприємництва

Критерій або ознака класифікації	Класифікаційна сукупність
Вид фінансово-господарської діяльності	Операційний грошовий потік Інвестиційний грошовий потік Фінансовий грошовий потік
Масштаб діяльності (центри формування грошових потоків)	Грошовий потік по підприємству Грошовий потік по підрозділах Грошовий потік по центрах відповідальності Грошовий потік по господарській операції
Зміна залишків грошових коштів – резерву ліквідності (вплив на майно)	Вхідні грошові потоки Вихідні грошові потоки
Валюта деномінації	Грошові потоки в національній валюті Грошові потоки в іноземній валюті (у розрізі кожної валюти деномінації)
Значимість грошових потоків	Пріоритетні грошові потоки Другорядні грошові потоки Обслуговуючі грошові потоки
Розподіл у часі	Поточні (теперішні) грошові потоки Очікувані (майбутні) грошові потоки
Метод обчислення обсягу	Валовий грошовий потік Чистий грошовий потік
Рівень достатності обсягу	Надлишковий грошовий потік Дефіцитний грошовий потік
Періодичність формування	Регулярний грошовий потік Дискретний грошовий потік

Сукупність вхідних грошових потоків є складовою чистого грошового потоку підприємства, типовий приклад якої подано на рис 8.2.

Вихідні грошові потоки являють собою напрями використання грошових коштів підприємства (рис. 8.3).

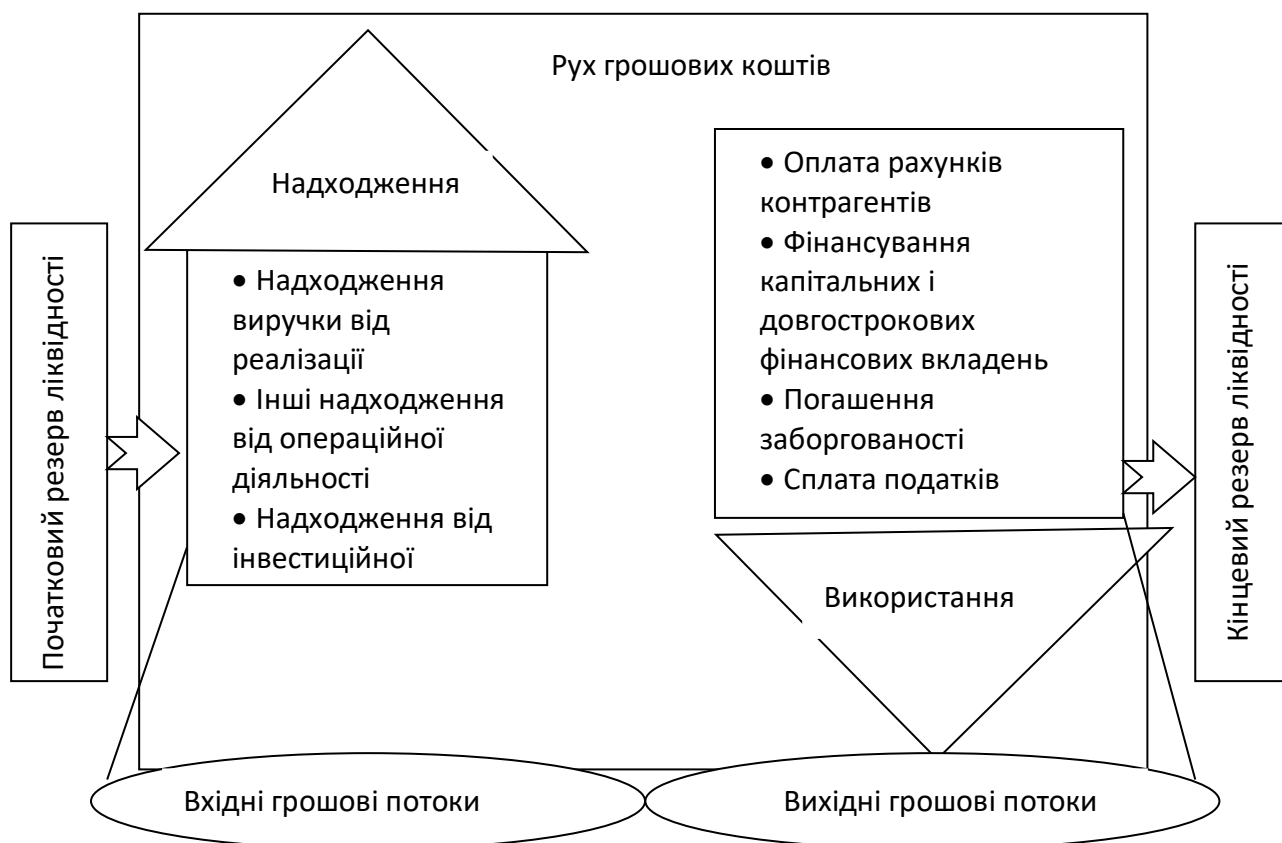


Рис. 8.1. Узгодження вхідних та вихідних грошових потоків

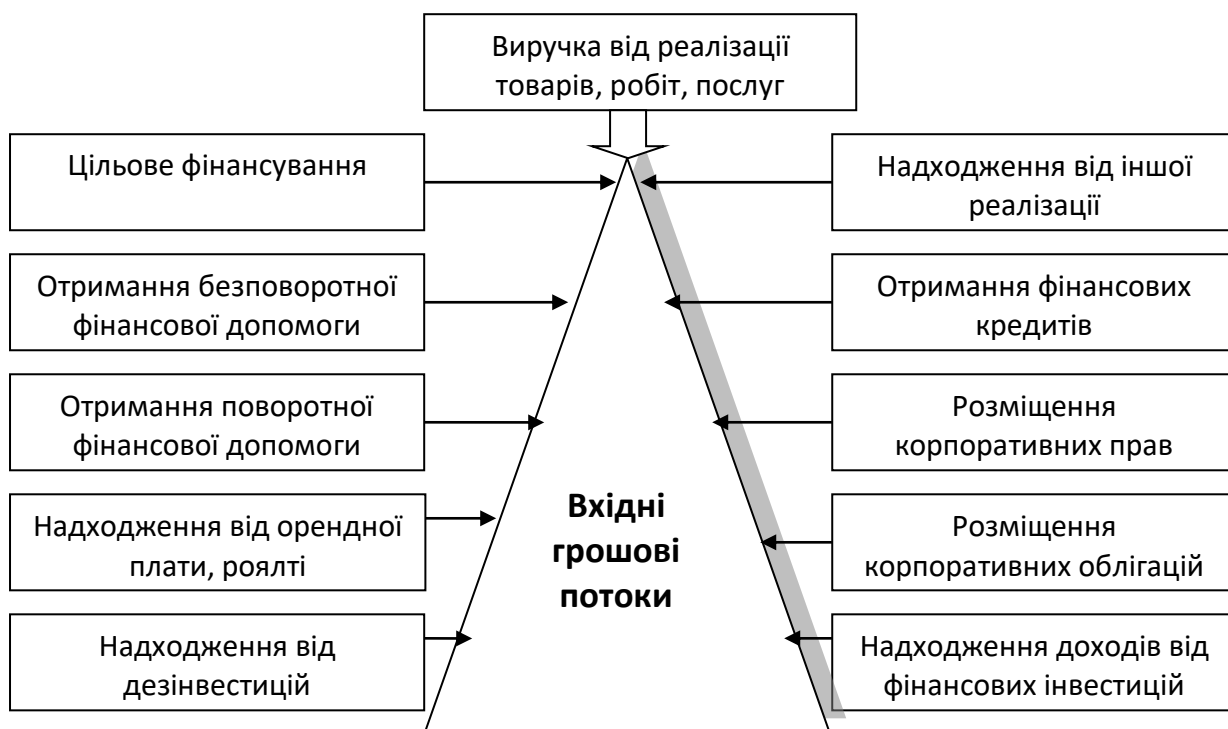


Рис. 8.2. Типова сукупність вхідних грошових потоків підприємства

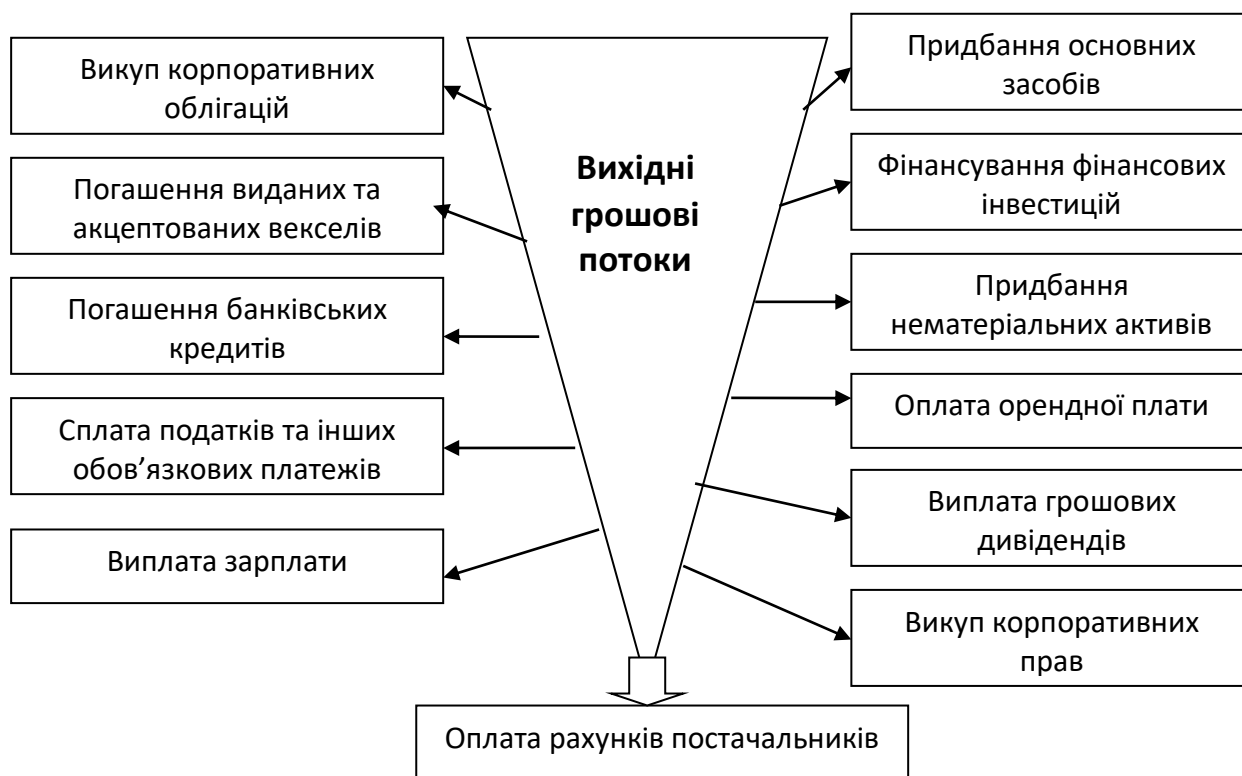


Рис. 8.3. Типова сукупність вихідних грошових потоків підприємства

8.2. Розрахунки грошових потоків підприємства. Управління грошовими потоками

Відповідно до Національних положень (стандартів) бухгалтерського обліку (П(С)БО), господарську діяльність підприємств для потреб організації фінансового менеджменту, обліку, а також формування та оприлюднення публічної фінансової звітності, поділяють на:

- основну діяльність (операційну);
- інвестиційну діяльність;
- фінансову діяльність.

Щоб розрахувати грошові потоки за зазначеними напрямками, необхідно визначити, які господарські операції корпорації належать до операційної, інвестиційної та фінансової діяльності.

Операційна діяльність суб'єкта підприємництва являє собою основну діяльність підприємства, а також будь-які інші види діяльності, які не можуть бути віднесені до інвестиційної або фінансової діяльності. Визначення абсолютної величини операційного грошового потоку є важливою кількісною характеристикою господарської діяльності корпорації. Ця величина є основою для розрахунку як чистого грошового потоку, так і більшості фінансових показників та коефіцієнтів, що використовуються для потреб управління грошовими потоками. Грошовий потік від операційної діяльності має розглядатися як основне джерело фінансового забезпечення корпорації. Тому однією з ключових характеристик ефективно функціонуючої корпорації є наявність протягом тривалого періоду позитивного операційного грошового потоку з відносно стабільною абсолютною величиною.

При цьому високий рівень абсолютної величини операційного грошового потоку має розглядатися як позитивне явище.

Алгоритм розрахунку операційного грошового потоку суб'єкта підприємництва



Операції, пов'язані з інвестиційною діяльністю суб'єкта підприємництва, ведуть 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 нематеріальних активів;
- 3) здійснення дезінвестицій;
- 4) придбання ринкових цінних паперів і, відповідно, отримання пасивного (відсотки або дивіденди) чи активного доходу;
- 5) фінансування та отримання доходів від спільної діяльності.

Абсолютна величина інвестиційного грошового потоку здебільшого має від'ємне значення, оскільки доходи від інвестиційної діяльності, як правило, не перекривають потреби підприємства в інвестиційному капіталі, насамперед, потреби на фінансування реальних інвестицій.

Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва визначається як сукупність господарських операцій, які ведуть до зміни величини та/або складу власного і позикового капіталу. Тобто фінансова діяльність спрямована на кількісну та/або якісну зміну пасивів підприємства з метою покриття потреб у капіталі. Типовими прикладами таких операцій, які належать до фінансової діяльності підприємства, можуть бути:

- 1) емісія корпоративних прав та обслуговування вторинного обігу акцій;

- 2) отримання банківського кредиту та його погашення;
- 3) розміщення корпоративних облігацій та обслуговування їх обігу;
- 4) отримання безповоротної фінансової допомоги;
- 5) лізингове фінансування придбання основних засобів;
- 6) викуп корпоративних прав власної емісії.

Фінансовий грошовий потік має розглядатися як коригуючий механізм формування фінансового забезпечення потреби підприємства у капіталі для фінансування операційної та інвестиційної діяльності. Як правило, його формування не характеризується стабільністю. Перманентність формування позитивного грошового потоку від фінансової діяльності свідчить про стійку залежність корпорації від зовнішнього фінансування. У випадку, коли таким зовнішнім джерелом є позиковий капітал, постає питання щодо фінансової стійкості корпорації.

Ключовим елементом структурування грошових потоків є розрахунок чистого грошового потоку, що являє собою зміну абсолютної величини грошових коштів, які перебувають у розпорядженні підприємства, за певний період.

Загальну суму чистого грошового потоку розраховують за формулою:

$$\text{ЧГПп} = \text{ЧГПо} + \text{ЧГПі} + \text{ЧГПф}, \quad (8.1)$$

де ЧГПп – загальна сума чистого грошового потоку за період, що розглядається, тис. грн;

ЧГПо – сума чистого грошового потоку по операційній діяльності, тис. грн;

ЧГПі – сума чистого грошового потоку підприємства по інвестиційній діяльності, тис. грн;

ЧГПф – сума чистого грошового потоку по фінансовій діяльності, тис. грн.

Для оцінювання операційного грошового потоку на практиці використовується один із двох методів – прямий або непрямий.

Загальна формула, за якою здійснюється розрахунок чистого грошового потоку по операційній діяльності прямим методом,

$$\text{ЧГПо} = \text{РП} + \text{ІНо} - \text{Зтм} - \text{ЗПп} - \text{ППв} - \text{ППпф} - \text{ІВо}, \quad (8.2)$$

де РП – сума грошових коштів, отриманих від реалізації продукції, тис. грн;

ІНо – сума інших надходжень грошових коштів у процесі операційної діяльності, тис. грн;

Зтм – сума грошових коштів, виплачених за придбання матеріальних цінностей у постачальників, тис. грн;

ЗПп – сума заробітної плати, виплаченої персоналу, тис. грн;

ППв – сума податкових платежів, перерахована до бюджету, тис. грн;

ППпф – сума платежів, перерахована у позабюджетні фонди, тис. грн;

ІВо – сума інших виплат грошових коштів у процесі операційної діяльності, тис. грн.

Операційний чистий грошовий потік (CASH-FLOW) можна розглядати як критерій оцінювання внутрішнього потенціалу фінансування корпорації. Його достатній розмір створює сприятливі передумови для залучення фінансових ресурсів із зовнішніх джерел. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку рекомендує

використовувати прямий метод розрахунку операційного грошового потоку, що дає змогу забезпечити більшу інформаційну прозорість і використовувати елементи такого розрахунку для потреб фінансового моделювання. Непрямий метод розрахунку передбачає коригування абсолютної величини прибутку підприємства до оподаткування на величину впливу негрошових (немонетарних) операцій у рамках операційної діяльності суб'єкта господарювання. Його використання було обов'язковим при складанні публічної фінансової звітності вітчизняними підприємствами до 2010 року (форма № 3).

Управління грошовими потоками являє собою систему принципів і методів розробки й реалізації управлінських рішень, пов'язаних з формуванням, розподілом і використанням грошових коштів та організацією їх обігу, спрямованих на забезпечення фінансової рівноваги підприємства та її стійкого зростання.



Рис. 8.4. Основні етапи управління грошовими активами

Модель управління грошовими потоками суб'єкта господарювання є індивідуальною для кожного підприємства, оскільки має враховувати особливості його фінансово-господарської діяльності та специфічні умови зовнішнього і внутрішнього середовища її реалізації. Однак слід урахувувати й використовувати сукупність загальних підходів, прийомів та методів – інструментарій управління грошовими потоками.

Підтримання належного рівня платоспроможності та ліквідності підприємства досягається шляхом відповідної організації руху грошових потоків у часі та просторі – управління грошовими потоками.

Визначимо базові положення щодо організації управління грошовими потоками.

- *По-перше*, грошові потоки не можуть виникати за пасивної економічної поведінки суб'єкта. Отже, необхідно здійснювати певні заходи щодо формування грошових потоків та впливу на їх параметри.
- *По-друге*, грошові потоки є невід'ємною складовою фінансового та операційного циклів, що вимагає узгодження фінансових рішень у сфері управління грошовими потоками з іншими напрямками управління фінансами суб'єкта господарювання.
- *По-третє*, управління грошовими потоками потребує відповідного інформаційного наповнення системи прийняття управлінських фінансових рішень.
- *По-четверте*, управління грошовими потоками передбачає однозначність трактування прийнятих фінансових рішень, чіткість їх доведення до виконавців та забезпечення адекватного зворотного зв'язку – моніторингу, перегляду і коригування фінансових рішень.

Як і всі функціональні системи фінансового менеджменту, управління грошовими потоками підлегле головній меті – максимізації ринкової вартості корпорації. Досягнення загальної мети фінансового менеджменту можна забезпечити лише при виконанні головної цільової установки управління грошовими потоками – забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства.

Таблиця 8.2

Система основних завдань, спрямованих на реалізацію
головної мети управління грошовими потоками підприємства

Головна мета управління грошовими потоками	Завдання управління грошовими потоками
ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ПОСТІЙНОЇ ФІНАНСОВОЇ РІВНОВАГИ ПІДПРИЄМСТВА	<ol style="list-style-type: none"> 1. Формування достатнього обсягу грошових ресурсів корпорації відповідно потреб її господарської діяльності в майбутньому. 2. Оптимізація розподілу сформованого обсягу грошових ресурсів за видами господарської діяльності підприємства та напрямками використання. 3. Забезпечення високого рівня фінансової стійкості підприємства в процесі його розвитку. 4. Підтримка постійної платоспроможності підприємства. 5. Максимізація чистого грошового потоку, яка забезпечує бажані темпи економічного розвитку підприємства на умовах самофінансування. 6. Забезпечення мінімізації втрат вартості грошових коштів у процесі їх господарського використання підприємством.

1. Формування достатнього обсягу грошових ресурсів підприємства відповідно до потреб її господарської діяльності у майбутньому. Завдання реалізується шляхом визначення потреби в необхідному обсязі грошових ресурсів на майбутній період, визначення джерел формування, забезпечення мінімізації вартості їх залучення на підприємство.

2. Оптимізація розподілу сформованого обсягу грошових ресурсів за видами господарської діяльності підприємства та напрямками використання. У процесі реалізації цього завдання забезпечується необхідна пропорційність у напрямках грошових ресурсів підприємства на розвиток його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності. В межах кожного виду діяльності обираються найбільш ефективні напрями використання грошових ресурсів, які забезпечать досягнення найліпших кінцевих результатів господарської діяльності підприємства, стратегічних цілей його розвитку.

3. Забезпечення високого рівня фінансової стійкості підприємства в процесі її розвитку. Така фінансова стійкість досягається шляхом формування раціональної структури джерел залучення грошових коштів. В першу чергу слід звернути увагу на співвідношення між власними і позиковими коштами, оптимізувати структуру грошових коштів за періодами їх повернення, своєчасно проводити реструктуризацію зобов'язань в умовах кризового розвитку підприємства.

4. Підтримка постійної платоспроможності підприємства. Це завдання розв'язується в першу чергу за рахунок ефективного управління залишками грошових коштів та їх еквівалентів, формуванням достатнього резерву, забезпеченням рівномірності надходжень грошових коштів та синхронності між вхідними й вихідними грошовими потоками, вибором найкращих засобів платежу в розрахунках з контрагентами.

5. Максимізація чистого грошового потоку, яка забезпечує бажані темпи економічного розвитку підприємства на умовах самофінансування. Реалізація цього завдання забезпечується за рахунок формування такого грошового обігу, який максимізує прибуток підприємства від усіх видів діяльності, вибору ефективної амортизаційної політики, своєчасної реалізації активів, які не використовуються, реінвестування тимчасово вільних грошових коштів.

6. Забезпечення мінімізації втрат вартості грошових коштів у процесі їх господарського використання підприємством. Грошові активи втрачають свою вартість під впливом факторів часу, інфляції, ризику. Тому в процесі організації грошового обігу на підприємстві слід уникати надмірних запасів грошових коштів, диверсифікувати напрями і форми використання грошових ресурсів, при цьому уникати ризиків або страхувати їх.

Процес управління потоками грошових коштів являє собою постійний моніторинг відхилень реального руху грошових коштів від планових показників та використання заходів з усунення таких відхилень. У свою чергу планові показники повинні враховувати пропозиції з ефективного використання грошових коштів (наприклад, прискорення їх обороту). Різноманітні об'єктивні та суб'єктивні причини можуть спричинювати дефіцит готівки на підприємстві, що неминуче

приведе до негативних наслідків. Зокрема, причини недостатності грошових коштів у підприємства такі:

1. Внутрішні:

- падіння обсягу продажу: втрата одного або декількох великих споживачів, недоліки в управлінні асортиментом продукції;
- недоліки в системі управління фінансами: слабе фінансове планування, відсутність оптимальної організаційної структури фінансових служб, відсутність управлінського обліку, втрата контролю за витратами, низька кваліфікація кадрів.

2. Зовнішні:

- криза неплатежів;
- ненадійні форми розрахунків;
- конкуренція зі сторони інших товаровиробників;
- зростання цін на енергоносії;
- втрати від експорту через знижений обмінний курс;
- зміна податкового законодавства;
- висока вартість позикових коштів;
- вплив інфляції.

Ефективне управління грошовими потоками потребує формування відповідної політики, яка розробляється і реалізується за такими основними етапами:

ЕТАПИ РОЗРОБЛЕННЯ І РЕАЛІЗАЦІЇ ПОЛІТИКИ УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ ПІДПРИЄМСТВА

- | | |
|-----|---|
| ➤ 1 | АНАЛІЗ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ У ПОПЕРЕДНЬОМУ ПЕРІОДІ |
| ➤ 2 | ДОСЛІДЖЕННЯ ФАКТОРІВ, ЯКІ ВПЛИВАЮТЬ НА ФОРМУВАННЯ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ |
| ➤ 3 | ОБҐРУНТУВАННЯ ТИПУ ПОЛІТИКИ УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ |
| ➤ 4 | ВИБІР МЕТОДІВ І НАПРЯМІВ ОПТИМІЗАЦІЇ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ, ЯКІ ЗАБЕЗПЕЧУЮТЬ РЕАЛІЗАЦІЮ ОБРАНОЇ ПОЛІТИКИ |
| ➤ 5 | УПРАВЛІННЯ НИМИ |
| ➤ 6 | ПЛАНУВАННЯ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ ПІДПРИЄМСТВА У РОЗРІЗІ ОКРЕМИХ ЇХ ВИДІВ (СКЛАДАННЯ БЮДЖЕТІВ) |

Рис. 8.5. Основні етапи розроблення і реалізації політики управління грошовими потоками підприємства

У процесі аналізу досліджується динаміка загального обсягу грошового обороту капіталу, окремо позитивного і негативного грошового потоку,

розглядається збалансованість між позитивним і негативним грошовими потоками, ритмічність та рівномірність між грошовими надходженнями і витрачаннями.

Досліджуючи фактори, які впливають на формування грошових потоків, їх розподіляють на зовнішні (кон'юнктура товарного і фінансового ринків, система оподаткування, практика кредитування, що склалася, розрахункова система, можливість залучення коштів цільового фінансування тощо) та внутрішні (життєвий цикл корпорації, тривалість операційного циклу, специфіка виробництва, амортизаційна політика тощо).

Щодо вибору політики управління грошовими потоками, то науковці поділяють її на три типи:

Агресивна – характеризується високими темпами нарощення обсягів надходження грошових коштів переважно з позикових джерел при відносно невисокому рівні реінвестування чистого грошового потоку, значна частина якого використовується на виплату дивідендів і відсотків власникам. Така політика, з одного боку, забезпечує формування грошових ресурсів у достатньому для розвитку обсязі, а з іншого – супроводжується високим рівнем ризику, порушенням фінансової стійкості та платоспроможності підприємства.

Поміркована – характеризується зваженими пропорціями залучення власних і позикових грошових коштів. Зазвичай, у складі позикових переважають довгострокові кредитні ресурси. Рівень фінансових ризиків при цьому знаходиться в межах середніх значень.

Консервативна – передбачає мінімізацію обсягу залучених позикових коштів. Для господарських цілей використовується переважно чистий грошовий потік підприємства, який спрямовується на реінвестування. Така політика стримує темпи розвитку корпорації, але мінімізує рівень фінансових ризиків, пов'язаних з формуванням грошових потоків.

Незважаючи на обраний тип політики управління грошовими потоками, слід враховувати, що управління має здійснюватись за всіма напрямками діяльності. Зокрема, управління операційним грошовим потоком базується на використанні касових розривів, що формуються внаслідок розбіжності у строках генерування вихідних грошових потоків (наприклад, закупівля сировини, оплата праці персоналу) та вхідних грошових потоків (насамперед, виручка від реалізації продукції, виконання робіт, надання послуг). Касовий розрив формується у безпосередній залежності від операційного та фінансового циклів підприємства, основні елементи якого відображено на рис. 8.6.

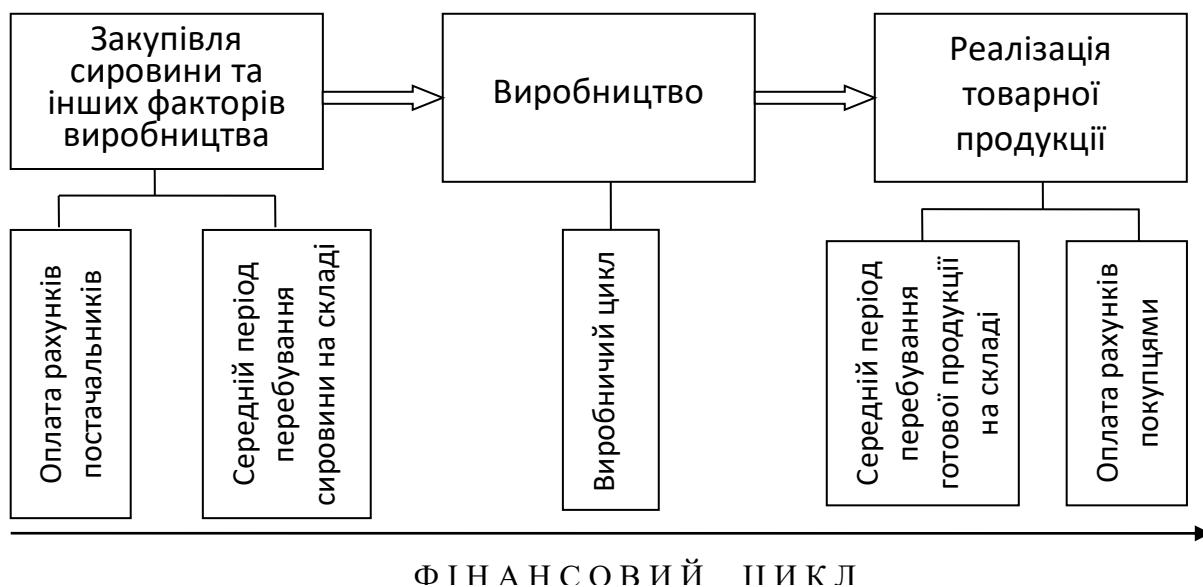


Рис. 8.6. Критичні фактори формування фінансового циклу

У спрощеному вигляді формування касового розриву в результаті основної діяльності підприємства можна подати таким чином:

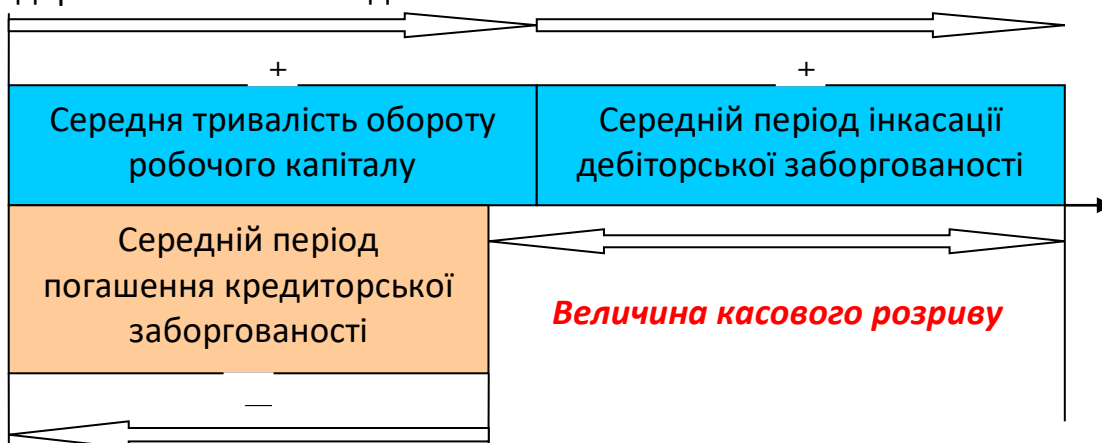


Рис. 8.7. Визначення касового розриву

Загалом управління операційними грошовими потоками підприємства має здійснюватися з дотриманням певних принципів та виконанням таких критеріїв.

По-перше, скорочення тривалості касового розриву шляхом:

- прискорення оборотності робочого капіталу, а також окремих його складових – виробничих запасів, незавершеного виробництва і готової продукції; при цьому передбачається забезпечення виваженого компромісу між потребами у скороченні абсолютної величини оборотного капіталу й необхідністю стабільного забезпечення виробничого процесу з метою зростання обсягів виробництва та паралельне стимулювання збуту готової продукції;
- прискорення інкасації дебіторської заборгованості, а також використання послуг фінансово-кредитних установ щодо рефінансування боргових вимог корпорації до третіх осіб (покупців), зокрема – облік векселів, факторинг та форфейтинг;

- оптимізація відповідно до встановлених критеріїв умов поставки сировини на підприємство – узгодження строків оплати рахунків постачальників з іншими параметрами господарських договорів із постачальниками, такими як строки постачання, ціна, знижки та ін.

По-друге, забезпечення стабільності формування резерву ліквідності корпорації (залишки грошових коштів на рахунках та в касі) з відповідним його коригуванням у кожному плановому періоді, прив'язуючи таке коригування до зміни, наприклад, валюти балансу підприємства або абсолютної величини його доходів (чистих доходів) від реалізації продукції.

По-третє, забезпечення відповідності абсолютної величини резерву ліквідності підприємства потребам фінансового забезпечення касового розриву.

По-четверте, здійснення мобілізації фінансових ресурсів (формування вхідного грошового потоку від фінансової діяльності) у випадку тимчасової неспроможності підприємства покрити вихідні операційні грошові потоки в межах касового розриву за рахунок резерву ліквідності (покриття дефіциту ліквідності) на термін, що не менший величини касового розриву. Це має на меті забезпечити підтримання платоспроможності підприємства на прийнятному рівні шляхом генерування вхідних грошових потоків у рамках фінансового циклу, за рахунок яких і буде здійснено погашення основної суми заборгованості, що була створена при мобілізації капіталу.

Управління інвестиційними грошовими потоками передбачає врахування особливостей інвестиційної діяльності підприємства. Зокрема, слід з'ясувати вплив проектування інвестицій на операційну діяльність, врахувати довгостроковий характер прийняття управлінських рішень у рамках інвестиційної діяльності; значний рівень невизначеності щодо очікуваних грошових потоків від реалізації інвестиційного проекту (сукупності ризиків) потребує дисконтування майбутніх грошових потоків; покриття вихідних грошових потоків здійснюється за рахунок вхідних грошових потоків від операційної та фінансової діяльності; різноманітність інвестиційних вкладень потребує використання різних підходів до оцінки грошових потоків та їх планування, що визначається їх суттєвими відмінностями (реальні та фінансові інвестиції, вкладення в асоціації, дочірні підприємства, непряме портфельне інвестування тощо).

Управління фінансовими грошовими потоками пов'язано з такими особливостями, що проявляються у співвідношенні завдань фінансової діяльності з потребами операційної та інвестиційної. Прийняття управлінських фінансових рішень залежить від таких факторів:

1) політики підприємства щодо структури капіталу (при виборі між фінансуванням за рахунок власного чи позикового капіталу);

2) специфіки джерела формування дефіциту грошових коштів (мобілізація короткострокового позикового капіталу для покриття вихідних грошових потоків від операційної діяльності та довгострокового позикового або власного капіталу для покриття вихідних грошових потоків по інвестиційній діяльності);

3) тимчасове підтримання резерву ліквідності підприємства за рахунок короткострокових зобов'язань (вхідних фінансових грошових потоків).

Вище розглянуто формування косового розриву, яке призводить до тимчасового дефіциту грошових коштів в операційній діяльності підприємства. У процесі надходження і витрачання грошових потоків спостерігається нерівномірність формування різних видів грошових потоків. Тому необхідно проводити постійний моніторинг синхронності формування вхідних і вихідних грошових потоків у розрізі окремих часових інтервалів.

На рисунку 8.8 зображено нерівномірність грошових потоків на підприємстві. Показані на рисунку тимчасово вільні залишки грошових коштів мають характер непродуктивних активів (до моменту їх використання у господарському процесі), які втрачають свою вартість у часі, від інфляції, з інших причин. Такі тимчасово вільні залишки грошових коштів розглядаються як резерв підвищення ефективності організації грошових потоків у майбутньому періоді.

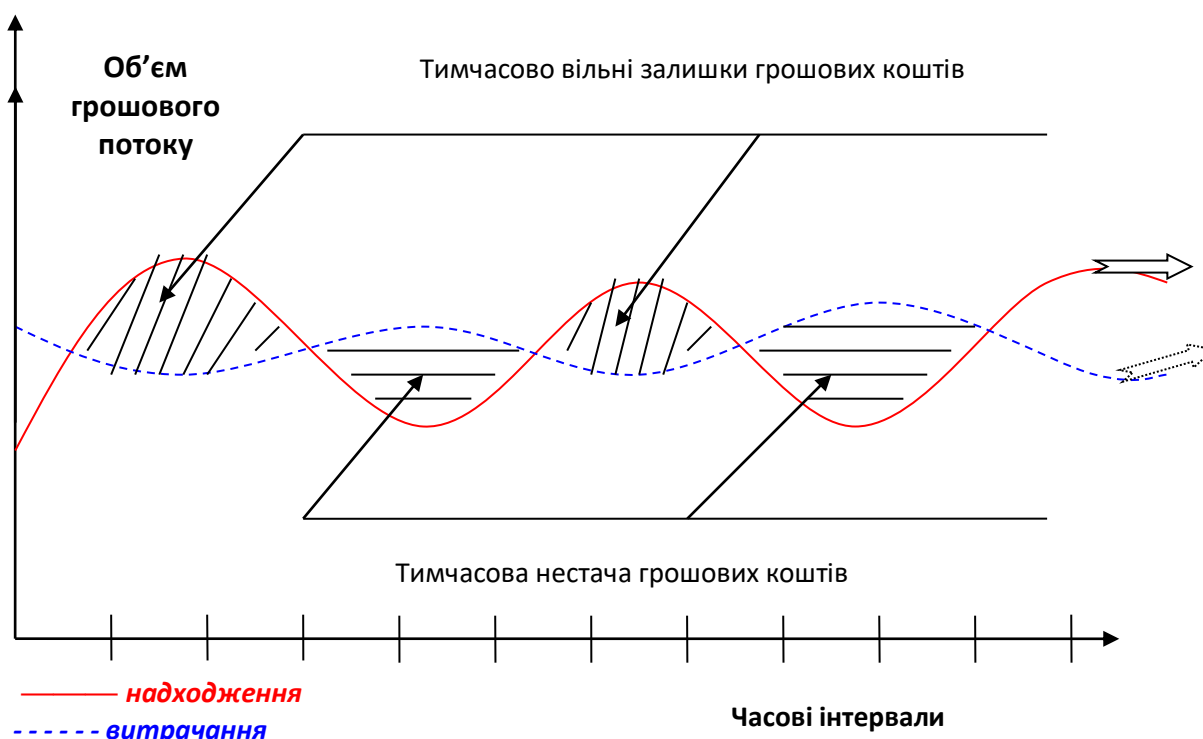


Рис. 8.8. Нерівномірність окремих видів грошових потоків у часі

У той же час тимчасова нестача грошових коштів, пов'язана з нерівномірністю формування грошових потоків, генерує ризик неплатоспроможності та несе загрозу банкрутству підприємства навіть при рентабельній роботі підприємства. Оцінювання синхронності формування вхідних і вихідних грошових потоків проводиться на основі коефіцієнта кореляції за формулою

$$KK_{\Gamma\Pi} = \sum_{t=1}^n P_{\Pi, H} \left[\frac{\overline{\Pi \Gamma_{nt}} - \overline{\Pi} \overline{\Gamma}}{\sigma_{\Pi \Gamma}} \right] \times \left[\frac{\overline{H \Gamma_{nt}} - \overline{H} \overline{\Gamma}}{\sigma_{H \Gamma}} \right],$$

де $KK_{гп}$ – коефіцієнт кореляції позитивного і негативного грошових потоків корпорації в періоді, що розглядається;

$P_{п,н}$ – частота виникнення відхилень позитивного і негативного грошових потоків;

$ПГП_t$ – сума позитивних грошових потоків в одному інтервалі періоду, що розглядається;

$\overline{ПГП}$ – середня сума позитивних грошових потоків в одному інтервалі періоду, що розглядається;

$\sigma_{пгп}$ – середньоквадратичне відхилення позитивного грошового потоку в періоді, що розглядається;

$НГП_t$ – сума негативних грошових потоків в одному інтервалі періоду, що розглядається;

$\overline{НГП}$ – середня сума негативних грошових потоків в одному інтервалі періоду, що розглядається;

$\sigma_{нгп}$ – середньоквадратичне відхилення негативного грошового потоку в періоді, що розглядається;

n – загальна кількість інтервалів періоду, що розглядається.

Слід пам'ятати, що покриття грошових потоків підприємства має здійснюватися в основному за рахунок операційного потоку і лише в окремих випадках – за рахунок фінансової діяльності підприємства (наприклад, пролонгація заборгованості, реструктуризація заборгованості або погашення заборгованості за рахунок формування нової).

Важливим елементом політики управління є кількісна оцінка грошових потоків, яка здійснюється на основі структурування сукупності грошових потоків відповідно до структурних характеристик та визначення арифметичної суми абсолютних величин сукупності грошових потоків. Крім детального аналізу інформації щодо операційного, фінансового та інвестиційного грошових потоків, в практиці використовуються й інші показники.

Важливим індикатором в управлінні грошовими потоками корпорації є нетто-грошовий потік як абсолютна величина грошових коштів, акумульованих корпорацією за певний період, що доступна власникам. Нетто-грошовий потік є інструментом реалізації в рамках фінансового менеджменту концепції максимізації добробуту власників. Пропорції розподілу нетто-грошового потоку на реінвестовану та розподілену частини визначаються дивідендною політикою підприємства.

Управлінські рішення, що збільшують потік грошових коштів, є такими (табл. 8.3):

Таблиця 8.3

Управлінські рішення, що регулюють потік грошових коштів

<i>Види заходів</i>	<i>Збільшення потоку грошових коштів</i>	<i>Зменшення потоку грошових коштів</i>
Короткострокові заходи	Продаж або здача в оренду необоротних активів. Реалізація асортименту продукції. Реструктуризація дебіторської заборгованості у фінансові інструменти. Використання часткової передоплати. Залучення зовнішніх джерел короткострокового фінансування. Розробка системи знижок для покупців.	Скорочення витрат. Відстрочка платежів за зобов'язаннями. Використання знижок постачальників. Перегляд програми інвестицій. Податкове планування. Вексельні розрахунки і взаємозалік.
Довгострокові заходи	Додаткова емісія акцій і облігацій. Реструктуризація підприємства – ліквідація або виділення в окремі структури. Пошук стратегічних партнерів. Пошук потенційного інвестора.	Довгострокові контракти, що передбачають знижки або відстрочки платежів. Податкове планування.

І, нарешті, важливим елементом управління грошовими потоками є оперативне планування, зокрема складання касового бюджету. Зазвичай, у ньому на півроку вперед плануються (помісячно або потижнево) всі надходження за реалізовану продукцію, продану за готівку й у кредит на різні терміни. Також у бюджеті відображаються всі витрати, пов'язані з виплатами. На кожну дату виводиться сальдо за платежами і надходженнями. У разі негативних залишків оформляється короткостроковий кредит, позитивні залишки накопичуються і можуть використовуватися на покриття негативного сальдо майбутніх періодів.

8.3. Аналіз грошових активів підприємства

Аналіз грошових активів підприємства має на меті оцінку суми та рівня середнього залишку ГА з позиції забезпечення платоспроможності підприємства та ефективності використання ГА.

Спочатку здійснюється оцінка участі грошових активів в сукупних обігових активах підприємства шляхом розрахунку коефіцієнта участі:

$$КУ_{га} = \frac{ГА}{ОА},$$

де КУ_{га} – коефіцієнт участі грошових активів у сукупних оборотних активах;

ГА – середній залишок сукупних грошових активів в періоді, що розглядається;

ОА – середня сума оборотних активів в періоді, що розглядається.

Потім розраховується середній період обороту грошових активів за формулою

$$ПО_{га} = \frac{ГА}{ВГА_о},$$

де ПО_{га} – середній період обороту грошовий активів, у днях;

ВГА_о – одноденний обсяг витрат грошових активів в періоді, що розглядається.

Аналогічно здійснюється розрахунок оберненого показника – кількості оборотів середнього залишку грошових активів у періоді, що розглядається

$$КО_{га} = \frac{ВГА_0}{ГА}$$

До основних формалізованих методів аналізу грошових потоків відноситься розрахунок відповідних коефіцієнтів, серед яких виділяють такі:

– коефіцієнт достатності чистого грошового потоку підприємства в періоді, що розглядається

$$КД_{чгп} = \frac{ЧГП}{ОБ + \Delta З_{тм} + Д_y}$$

де $КД_{чгп}$ - коефіцієнт достатності чистого грошового потоку підприємства в періоді, що розглядається;

$ЧГП$ – чистий грошовий потік;

$ОБ$ – сума виплат основного боргу по довго- і короткострокових кредитах і позиках підприємства;

$\Delta З_{тм}$ – сума приросту запасів товарно-матеріальних цінностей у складі оборотних активів;

$Д_y$ – сума дивідендів (процентів), виплачених власникам підприємства на вкладений капітал.

– коефіцієнт ліквідності грошового потоку підприємства в періоді, що розглядається

$$КЛ_{гп} = \frac{ПГП - (ГА_k - ГА_n)}{НГП}$$

де $КЛ_{гп}$ – коефіцієнт ліквідності грошового потоку підприємства в період, що розглядається;

$ПГП$ – сума валового позитивного грошового потоку (надходження грошових коштів);

$ГА_k$ – сума залишку грошових активів підприємства на кінець періоду, що розглядається;

$ГА_n$ – сума залишку грошових активів підприємства на початок періоду, що розглядається;

$НГП$ – сума валового негативного грошового потоку (витрачання грошових коштів).

– Коефіцієнт ефективності грошового потоку

$$КЕ_{гп} = \frac{ЧГП}{НГП}$$

– Коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку в періоді, що розглядається

$$КР_{чгп} = \frac{ЧГП - Д_y}{\Delta P + \Delta \Phi_{д}}$$

де $КР_{чгп}$ – коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку в періоді, що розглядається,

$Д_y$ – сума дивідендів (відсотків), виплачених власникам підприємства на вкладений капітал,

ΔP – сума приросту реальних інвестицій підприємства в період, що розглядається,

$\Delta\Phi_d$ - сума приросту довгострокових фінансових інвестицій підприємства в періоді, що розглядається.

8.4. Оптимізація середнього залишку грошових активів підприємства

Грошові потоки, крім участі у виробничому та фінансовому процесах, використовуються для формування підприємством грошових авуарів (різні активи, за рахунок яких можуть бути здійснені виплати і погашені зобов'язання), що викликане причинами, які покладені в основу відповідної класифікації залишків грошових активів.

Операційний (транзакційний) залишок ГА формується з метою забезпечення поточних платежів, пов'язаних з операційною діяльністю підприємства: по закупівлі сировини, матеріалів, напівфабрикатів, сплаті податків тощо.

Страховий (резервний) залишок ГА формується для страхування ризику несвоєчасного надходження коштів від операційної діяльності у зв'язку з погіршенням кон'юнктури на ринку готової продукції, уповільненням платіжного обороту та з інших причин.

Інвестиційний (спекулятивний) залишок ГА формується з метою здійснення ефективних короткотермінових фінансових інвестицій при позитивній кон'юктурі в окремих сегментах ринку грошей. Формується лише у тому випадку, коли повністю задоволена потреба у формуванні інших грошових авуарів.

Компенсаційний залишок ГА формується в основному за вимогою банку, який здійснює розрахункове обслуговування підприємства та надає йому інші види фінансових послуг. Представляє собою незнижену суму грошових активів, яка згідно банківської умови, повинна постійно зберігатися на поточному рахунку підприємства.

Оптимізація забезпечується шляхом розрахунків необхідного розміру окремих видів залишку ГА.

Потреба в операційному (транзакційному) залишку грошових активів характеризує мінімально необхідну їх суму в наступному періоді для здійснення поточної господарської діяльності. Для розрахунку даної суми операційного залишку використовується наступна формула:

$$GA_o = \frac{PO_{нгп}}{KO_{га}},$$

де GA_o – планована сума операційного залишку ГА підприємства,

$PO_{нгп}$ – планований обсяг негативного грошового потоку по операційній діяльності підприємства,

$KO_{га}$ – кількість оборотів середнього залишку грошових активів в плановому періоді.

Приклад. Визначити плановану суму операційного залишку ГА, якщо у відповідності з планом надходжень і витрат грошових коштів на наступний рік обсяг негативного грошового потоку по операційній діяльності передбачений в розмірі 300 тис. грн., кількість обертань середнього залишку ГА в попередньому році склало 24. На плановий період цей показник залишився без змін.

$$ГА_0 = \frac{300}{24} = 12,5 \text{ грн.}$$

Розрахунок планованої суми операційного залишку ГА може здійснюватись і на основі звітнього показника, якщо в процесі аналізу встановлено, що він забезпечував своєчасність здійснення всіх платежів, пов'язаних з операційною діяльністю підприємства. В цьому випадку для розрахунку використовується формула:

$$ГА_0 = ГА_\phi + \frac{ПО_{вг} - ФО_{вг}}{КО_{га}},$$

де $ГА_\phi$ – фактична середня сума операційного залишку ГА в наступному аналогічному періоді,

$ПО_{вг}$ – планований обсяг негативного грошового потоку (суми витрачання грошових коштів) по операційній діяльності підприємства,

$ФО_{вг}$ – фактичний обсяг негативного грошового потоку по операційній діяльності в наступному аналогічному періоді,

$КО_{га}$ – кількість обертань середнього залишку ГА в плановому періоді.

Приклад. Доповнення до попереднього прикладу: операційний залишок ГА складав в середньому 11 тис. грн., фактичний обсяг негативного грошового потоку по операційній діяльності склав у звітному році 262 тис. грн.

$$ГА_0 = 11 + \frac{300 - 262}{24} = 12,6 \text{ тис. грн.}$$

Потреба в страховому (резервному) залишку грошових активів визначається на основі розрахованої суми їх операційного залишку та коефіцієнта нерівномірності (варіації) надходження грошових коштів по окремих місяцях наступного року. Для розрахунку використовується наступна формула:

$$ГА_с = ГА_0 \times КВ_{нгк},$$

де $ГА_с$ – планована сума страхового залишку ГА,

$ГА_0$ – планова сума операційного залишку ГА,

$КВ_{нгк}$ – коефіцієнт варіації надходження грошових коштів на підприємство у звітному періоді.

Потреба в компенсаційному залишку планується у відповідності з угодою між банком та підприємством, а потреба в інвестиційному залишку розраховується в залежності від необхідності забезпечення високого коефіцієнту рентабельності короткотермінових інвестицій в порівнянні з коефіцієнтом рентабельності операційних активів.

Загальний розмір середнього залишку ГА в плановому періоді визначається шляхом додавання розрахованої потреби в окремих видах:

$$ГА = ГА_0 + ГА_с + ГА_к + ГА_і,$$

де $ГА$ – середня сума ГА в складі оборотного капіталу підприємства в плановому періоді,

GA_o – середня сума операційного залишку ГА в плановому періоді,
 GA_c – середня сума страхового залишку ГА в плановому періоді,
 GA_k – середня сума компенсаційного залишку ГА в плановому періоді,
 GA_i – середня сума інвестиційного залишку ГА в плановому періоді.

В практиці зарубіжного фінансового менеджменту застосовуються більш складні моделі визначення середнього залишку ГА, наприклад, Модель Баумоля.

$$GA_{\text{макс}} = \frac{2 \times V_o \times PO_{\text{го}}}{\sqrt{V_d}}, \quad GA = \frac{GA_{\text{макс}}}{2},$$

де $GA_{\text{макс}}$ – оптимальний розмір максимального залишку ГА підприємства,

V_o – витрати по обслуговуванню однієї операції поповнення грошових коштів,
 $PO_{\text{го}}$ – планований обсяг негативного грошового потоку по операційній діяльності,

V_d – рівень втрати альтернативних доходів при зберіганні грошових коштів (середня ставка відсотка по короткостроковим фінансовим інвестиціям), виражений десятковим дробом,

GA – оптимальний розмір середнього залишку ГА.

Приклад. Визначити на основі Моделі Баумоля середній та максимальний розмір залишків грошових коштів, якщо: планований річний обсяг негативного грошового потоку підприємства по операційній діяльності складає 225 тис. грн, витрати по обслуговуванню однієї операції поповнення грошових коштів – 100 грн, середньорічна ставка відсотку по короткотерміновим фінансовим інвестиціям – 20%.

$$GA_{\text{макс}} = \frac{2 \times 100 \times 225000}{\sqrt{0,2}} = 15\,000 \text{ грн.}, \quad GA = \frac{15000}{2} = 7500 \text{ грн.}$$

Відома також модель Міллера-Орра.

8.5. Системи контролю за грошовими активами

Контроль за сукупним рівнем залишку грошових активів при забезпеченні платоспроможності корпорації повинен виходити з таких критеріїв:

НЕВІДКЛАДНІ ЗОБОВ'ЯЗАННЯ (з терміном виконання до 1 місяця)	\leq	ЗАЛИШОК ГРОШОВИХ АКТИВІВ
---	--------	-----------------------------

КОРОТКОСТРОКОВІ ЗОБОВ'ЯЗАННЯ (з терміном виконання ЗАБОРГОВАНІ)	\leq	ЗАЛИШОК ГРОШОВИХ АКТИВІВ + РОЗМІР ЧИСТОЇ ВАРТОСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ ПОТОЧНОЇ ДЕБІТОРСЬКОЇ
--	--------	--

Контроль за рівнем ефективності сформованого портфеля короткострокових фінансових інвестицій – еквівалентів грошових коштів корпорації повинен виходити з таких критеріїв:

РІВЕНЬ ДОХОДНОСТІ СЕРЕДНЬОРИНКОВИЙ ПОРТФЕЛЯ В ЦІЛОМУ ТА ОКРЕМИХ ЙОГО ІНСТРУМЕНТІВ ІНВЕСТИЦІЙ	\geq	РІВЕНЬ ДОХОДНОСТІ КОРОТКОТЕРМІНОВИХ
РІВЕНЬ ДОХОДНОСТІ КОЖНОГО ІНСТРУМЕНТУ ІНВЕСТУВАННЯ	$>$	ТЕМП ІНФЛЯЦІЇ В КРАЇНІ

8.6. Тотальне управління грошима як система

Економічні, правові, соціальні відносини між власниками акціонерного капіталу, менеджерами, працівниками, органами управління та іншими зацікавленими сторонами створюються в межах системи корпоративного управління.

Цілями якісного корпоративного управління є підвищення ефективності функціонування корпорації і створення балансу інтересів зацікавлених сторін. Їх досягнення стимулює добробут і розвиток суспільства, створює і підтримує ділове середовище, максимізує ефективність господарювання і прибутковість інвестицій, забезпечує довгострокове економічне зростання.

Дотримання вимог міжнародних стандартів і загальноприйнятих принципів гарантує відповідальність інтересів підприємства й ефективного захисту прав інвесторів, економічних агентів і суспільства. Однією з передових концепцій сучасного менеджменту, кількість прихильників якої постійно збільшується, є система тотального управління грошима (Total Cash Management, TCM). Ця концепція базується на пріоритеті грошових потоків над усіма іншими об'єктами фінансового управління. Застосування TCM у практиці корпоративного управління сприятиме підвищенню добробуту власників підприємства та поліпшенню економічних і ділових стосунків з агентами ринку, які мають власні інтереси в економічних відносинах.

Батьком концепції тотального управління грошима по праву вважається Альфред М. Кінг, який вперше дав наукове обґрунтування методу TCM у своїй книзі «Total Cash Management». Основна ідея роботи Кінга полягає в тому, що в цілях управління компанією перевага повинна надаватися грошовим потокам. Серед вітчизняних науковців розглядають концепцію TCM В. Савчук і О. Шевчук.

Суть TCM виявляється в практичній реалізації таких двох принципових положень: 1) усі аспекти діяльності підприємства повинні залучати наявні в розпорядженні грошові ресурси; 2) кожен працівник підприємства може впливати на стан грошових ресурсів, застосовуючи деякі прості правила щодня.

Досить часто менеджери підприємства не усвідомлюють виняткової важливості грошей. На їх думку грошима повинні займатися виключно бухгалтери та інші фінансисти. Вони не розуміють, що гроші є абсолютно ліквідним активом. Маючи гроші, підприємство може розв'язати абсолютно всі проблеми.

Успіх упровадження TCM полягає в системності дій, обумовлених основними стратегічними установками TCM:

- 1) збільшувати об'єм грошових коштів;
- 2) бути впевненим, що наявні грошові кошти використовуються оптимальним чином.

Такі стратегічні установки можуть бути втілені в життя тільки у разі розділення TCM на окремі блоки з відповідним делегуванням відповідальності (рис. 4.9). Системність концепції TCM виявляється в тому, що додатковий ефект може створюватися на стику між блоками. Тобто вдосконалення в одному з напрямів можуть викликати зміни в інших таким чином, що інтегральний ефект виявиться або більшим, або меншим суми двох окремих ефектів.

Зупинимося на деяких положеннях, що пропонує концепція TCM, і які мають практичний інтерес. Управляючи запасами, менеджерам необхідно розробити технологію оцінки допустимого розміру знижок по критерію максимального підсумкового грошового потоку, випробувати її в процесі практичної діяльності і потім зробити внутрішнім стандартом.



Рис. 8.9. Основні блоки концепції TCM

Так, намагаючись максимально повною мірою задовольнити клієнтів, підприємство незмінно нарощує обсяги запасів. Питання управління запасами є актуальним з точки зору практично будь-якого бізнесу. Для багатьох підприємств характерним є надлишок запасів та їх неоптимальний склад. Особливо наявність надмірного залишку властива вітчизняним управлінцям з їх переважно старою парадигмою управління – якомога більше придбати, щоб було спокійніше.

Справа в тому, що запаси принципово мають тенденцію до зростання. Такий закон бізнесу. Але це зростання може бути виправдане тільки адекватним збільшенням обсягу продаж так, щоб обіговість запасів не знижувалась. В ідеальному для фінансиста вигляді обсяг товарів на складі повинен дорівнювати нулю. Практично це значить, що середній період оборотності товарних запасів складає 1–2 дні. Така система управління запасами називається «якраз у строк».

Основні проблемні питання, які повинна розв'язати в частині скорочення запасів система TCM:

- досягнення компромісу між обсягом товарних запасів та рівнем обслуговування клієнтів;
- оптимізація обсягу закупівлі партії товарів;
- впровадження системи обліку та контролю запасів, яка працює в режимі реального часу і реальної цінності;
- вибір системи обліку запасів, яка найбільше підходить для підприємства (LIFO, FIFO);
- безперервна оцінка реальної вартості запасів на складі;
- продаж або списання застарілих товарів на складах;
- контроль за витратами, пов'язаними з товарними запасами;
- оптимізація об'єму запасних частин до виробничого обладнання;
- аналіз можливості впровадити сучасні управлінські прийоми регулювання запасів;
- оптимізація асортименту продукції з точки зору скорочення обсягу запасів.

TCM – процес постійний. Важко переоцінити важливість збалансованого повсякденного управління грошима. Перекоси в одну (агресивну) або іншу (інертну) сторони можуть викликати негативні наслідки для компанії в цілому.

Наприклад:

1. Затримка платежів постачальникам може ускладнити взаємовідносини з ними, що у свою чергу призведе до необхідності посилення контролю закупівель та продукції, що закупляється.

2. Через занадто агресивну систему заходів щодо збору грошей від клієнтів можна втратити довіру покупців.

3. Несвоечасність та недостовірність інформації, яка міститься у фінансових звітах, може призвести до втрати довіри до фінансового відділу та управлінських помилок, зроблених на їх основі.

Основні завдання та проблемні питання повсякденного управління грошима:

- оперативне бюджетування денних платежів;
- щоденні звіти по грошових коштах;
- раціональне погашення рахунків до сплати;
- виплата заробітної плати та інших винагород працівникам;
- відшкодування витрат (на відрядження, представницьких та ін.);
- використання системи електронних переказів;
- використання кредитних карток.

Концепція TCM розглядає й таке питання як створення адекватної для корпорації реакції конкурентів. Під адекватною реакцією розуміється збентеження конкурентів у зв'язку з діями підприємства, яке користується принципами TCM. Нехай конкурент не дотримується принципів TCM. Це означає, що ефективність своєї діяльності він вимірює за допомогою місячного або квартального звіту про прибуток. Наша корпорація робить цінову знижку на ринку, одночасно зменшуючи термін надання відстрочки платежів. Зрозуміло, що обіговість грошей у цьому випадку зростає, хоча чистий (нарахований) прибуток знижується. Конкурент також вимушений робити цінові знижки. Але у зв'язку з тим, що для нього критерієм є прибуток, він, природно, збентежений, оскільки прибуток знижується, і вдається до помилок, наприклад, починає неадекватно знижувати витрати за рахунок зменшення заробітної плати менеджерів, і тим самим його фінансовий стан погіршується. Наше підприємство спокійне, тому що не втратило грошей і йому не потрібно знижувати заробітну плату.

Як технології оцінювання ефективності того чи іншого прийому TCM можуть бути дії менеджера, який моделює бюджет на місяць або квартал, і починає гру із числами, будуючи можливі сценарії. При цьому ці сценарії повинні мати конкретну мету. В розглянутому прикладі мета полягає у визначенні співвідношення цінової знижки і терміну відстрочки платежу таким чином, щоб не допустити зниження грошового потоку за період, що аналізується. І не боятися тимчасового зниження чистого прибутку. В межах TCM це менш важливо. Отже, тут, як практично в усіх аналогічних ситуаціях, основною технологією прийняття рішення є програма бюджетування, яка дозволяє оцінити грошові наслідки будь-якого управлінського кроку.

Говорячи про систему погашення кредиторської заборгованості, слід мати на увазі дві обставини. З одного боку, при регулярній затримці платежів репутація корпорації може бути безнадійно зіпсованою. З іншого – прострочена кредиторська заборгованість є додатковим джерелом грошових коштів підприємства.

Працюючи з банком, слід мати на увазі, що досягти виграшу в часі при отриманні грошей можна за допомогою автоматизованої системи управління грошима. Адже використання системи «Банк-клієнт», яка ґрунтується на електронних розрахунках, дозволяє отримати гроші в той же день. Це посилює обіговість грошей для забезпечення операційної діяльності, що дає можливість використовувати гроші в процесі інвестиційної та фінансової діяльності з високим ступенем ефективності.

У роботі з банком існують дві взаємодоповнюючі мети. Перша – забезпечити собі необхідне якісне та кваліфіковане обслуговування. Друга – можливість постійного доступу до короткострокових кредитів. У сучасних умовах загальної недовіри (банка до клієнта, клієнта до банку) розраховувати на постійне кредитне джерело для покриття короткострокового дефіциту бюджету досить складно. Проте, необхідна умова ефективного бюджетування – це можливість використання короткострокових кредитів, найкраще у вигляді кредитних ліній.

У системі роботи з банками в рамках ТСМ можуть розглядатися такі проблемні питання:

- встановлення критеріїв, за якими вибирається банк;
- постійний моніторинг стану банку з метою виявлення можливих негативних аспектів його діяльності, наприклад, зниження ліквідності;
- зменшення витрат на банківське обслуговування;
- здійснення періодичної звірки банківських рахунків;
- одержання кредитної лінії і постійна її підтримка;
- періодичне розміщення тимчасово вільних грошових коштів на строкових банківських депозитах.

Управління дебіторською заборгованістю

Не менш важливим у системі фінансового управління є питання взаємодії з клієнтами, які користуються продуктом, виробленим підприємством. Адже, у вітчизняній практиці переважає система продажу кожному, «хто постукає у двері». У випадку, якщо мова йде не про роздрібну торгівлю, така практика згубно впливає на фінансовий стан підприємства – великі суми на дебіторському рахунку і дефіцит реальних грошей.

У тому випадку, якщо підприємство самостійно реалізує товар з відстроченням, йому необхідно подумати про забезпечення заборгованості. Законодавство передбачає такі види забезпечення виконання зобов'язань: неустойка (штраф, пеня), застава, поручництво або гарантія.

Якими б не були запобіжні засоби (якщо підприємство ще не перейшло на 100% передоплату за всіма контрактами), рано чи пізно виникають борги, які не погашаються вчасно. При значних обсягах реалізації і достатньо широкому колі покупців неповернення якоїсь частини заборгованості, як правило, планується як частина витрат до бюджету підприємства.

Розміри таких неповернень можуть бути відомі з власного досвіду минулих періодів, або як середньостатистичний показник у галузі. Американські фінансисти, наприклад, вважають безнадійну заборгованість на рівні 2–10% (залежно від ступеня ризику у бізнесі та відсотка рентабельності) цілком допустимою. Але це зовсім не означає, що поверненню боргів не варто приділяти увагу.

Першим кроком у цьому напрямі повинне бути з'ясування тих причин, за якими покупець не платить. Знання цих обставин дозволяє правильно визначити подальші дії. Серед основних чинників, що визначають причини несплати боргів, можна виділити такі групи:

1. Економічного характеру. Покупець є добросовісним, але тимчасово відчуває дефіцит оборотних коштів.
2. «Політичного» характеру. Боржник має кошти, не відмовляється платити, але не платить вчасно. Затримка в оплаті може бути «нормальною» для цієї компанії, наприклад, через монопольне положення на ринку.
3. Форс-мажорні обставини. Дія непереборних сил.
4. Причини недобросовісного характеру. Наприклад, боржник взагалі не збирався розраховуватися. З дебіторами такого сорту найчастіше доводиться мати

справу тим підприємствам, які, через особливості своєї продукції, вимушені працювати з дрібними замовниками або фізичними особами.

Розглядаючи прострочену заборгованість з фінансової точки зору, слід підкреслити, що для клієнта вона є істотним джерелом фінансових ресурсів, особливо в умовах високих процентних ставок. Тому клієнт триматиметься цього правила всіма силами. Головне завдання ТСМ у частині забезпечення збору дебіторської заборгованості полягає в ретельному аналізі всіх клієнтів і з'ясуванні причин невчасної оплати рахунків підприємства.

Методи впливу на боржників найбільш узагальнено можна класифікувати як юридичні (претензійна робота, досудове листування, подача позову), економічні (фінансові санкції і заставні відносини) та психологічні (постійні нагадування телефоном (факсом, поштою і т. п.) різного емоційного забарвлення.

Узагальнимо статистику, спостереження та оцінки багатьох фахівців і практиків з повернення боргів (табл. 8.4).

Таблиця 8.4

Методи впливу на дебіторів та ефективність їх застосування

Методи впливу	Коефіцієнт корисної дії (ККД) у %	
	Добросовісний дебітор	Недобросовісний дебітор
1. Усні нагадування	10-20	0,1-2
2. Письмові нагадування	15-30	0,1-2
3. Подача позову	20-40	5-15
4. Виконання рішення суду	30-50	10-20
5. Штраф, пеня, неустойка	40-60	2-10
6. Застава	80-90	70-80
7. Вірогідність втрати іміджу	30-40	0,1-5
8. Припинення постачань	10-30	5-20
9. Втручання офіційних і контролюючих органів	50-70	20-40

Щоденне управління грошима неможливе без високопродуктивної облікової системи і відповідного програмного забезпечення. Незважаючи на багатогранність взаємовідносин підприємства з контрагентами, головне призначення системи ТСМ полягає в забезпеченні покриття тимчасового дефіциту грошей, а також у пошуку вдалого розміщення тимчасово вільних грошових коштів.

Контрольні запитання та завдання

1. Розкрийте сутність поняття «грошовий потік».
2. Визначте основні критерії класифікації грошових потоків.
3. Сформулюйте взаємозалежність вхідних та вихідних грошових потоків.
4. Структуруйте сукупний грошовий потік за видами діяльності підприємства.
5. Дайте характеристику операційного грошового потоку.
6. Зіставте роль кожного виду діяльності підприємства у формуванні його сукупного грошового потоку.

7. Охарактеризуйте інвестиційний та фінансовий грошові потоки.
8. Визначте поняття і характеристики фінансового циклу.
9. Що собою являє «касовий розрив» і яка його роль в управлінні операційними грошовими потоками?
10. Визначте основні складові політики управління грошовими потоками.
11. Охарактеризуйте типи політики управління грошовими потоками.
12. Сформулюйте основні цілі управління грошовими потоками.
13. Розкрийте сутність концепції TCM.
14. Охарактеризуйте основні блоки концепції TCM.
15. У чому полягає принцип адекватної реакції конкурента?
16. Визначте шляхи скорочення запасів.
17. Розкрийте концептуальні положення TCM щодо ефективної роботи з банком.
18. Проаналізуйте ефективність методів впливу на дебіторів.
19. Схарактеризуйте основні чинники, що визначають причини несплати боргів.

Тема 9. УПРАВЛІННЯ ОПЕРАЦІЙНИМ ПРИБУТКОМ

- 9.1. Прибуток як фінансова категорія.
- 9.2. Операційний аналіз на підприємстві. Фактори, які впливають на величину прибутку.
- 9.3. Сила впливу операційного важеля.
- 9.4. Задача максимізації прибутку

9.1. Прибуток як фінансова категорія

Прибуток – найважливіша фінансова категорія, що відображає позитивний фінансовий результат господарської діяльності підприємства. Він характеризує ефективність виробництва і, в кінцевому рахунку, свідчить про обсяг і якість продукції, стан продуктивності праці, рівень собівартості. Водночас прибуток впливає на зміцнення комерційного розрахунку, інтенсифікацію виробництва при будь-якій формі власності. Він є не тільки джерелом забезпечення внутрішньогосподарських потреб підприємства, а й джерелом формування бюджетних ресурсів держави.

Прибуток визначається, виходячи з доходів (збитків) підприємства за всіма видами її діяльності. Класифікацію таких доходів узагальнено на рис. 9.1.

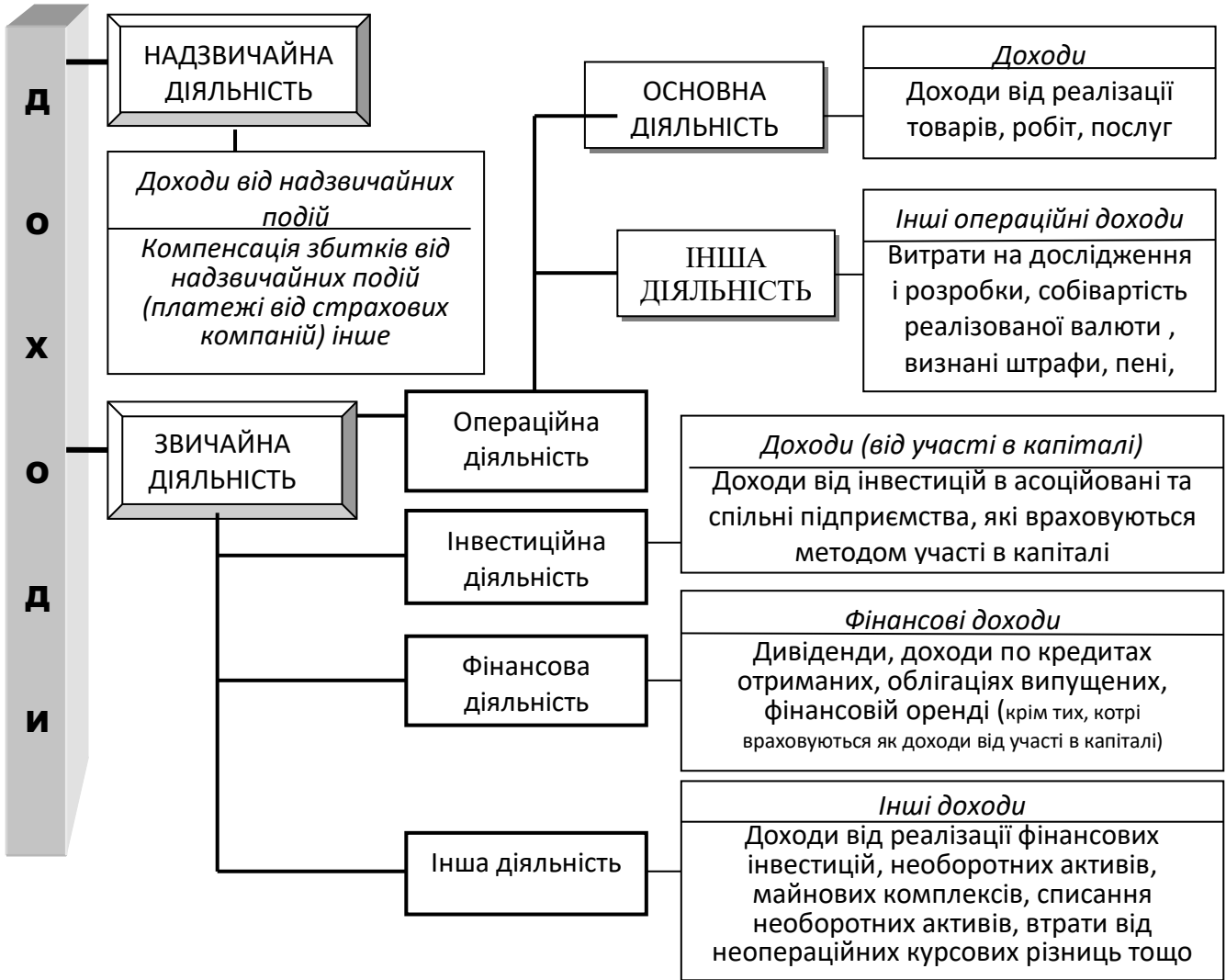


Рис. 9.1. Класифікація доходів за видами діяльності підприємства

Для визначення основних напрямів, орієнтованих на пошук резервів збільшення прибутку, фактори, що впливають на її отримання, класифікують за різними ознаками (рис.9.2).

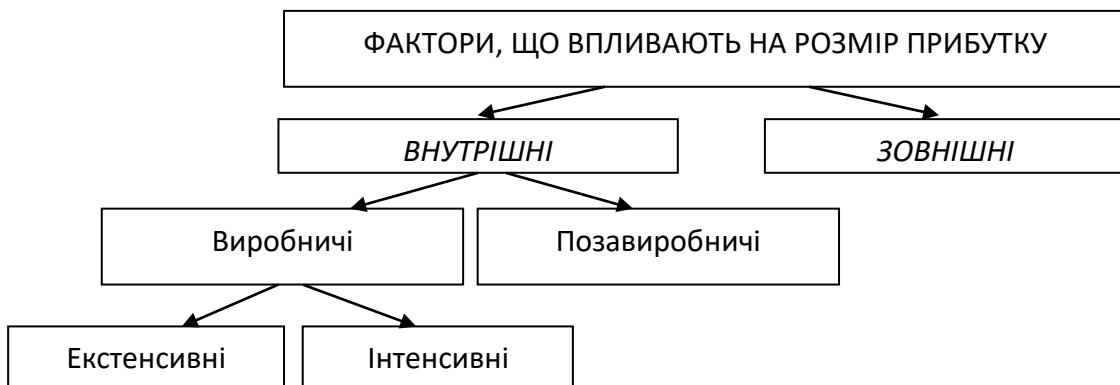


Рис. 9.2. Класифікація факторів, що впливають на величину прибутку

Внутрішні фактори поділяються на виробничі та позавиробничі. Виробничі фактори характеризують наявність і використання засобів і предметів праці, трудових і фінансових ресурсів і, у свою чергу, розподіляються на екстенсивні та

інтенсивні. Екстенсивні фактори впливають на процес отримання прибутку через кількісні зміни: обсягу засобів і предметів праці, фінансових ресурсів, часу роботи обладнання, чисельності персоналу, фонду робочого часу тощо.

Інтенсивні фактори впливають на процес отримання прибутку через «якісні» зміни: підвищення продуктивності обладнання і його якості, застосування прогресивних видів матеріалів і вдосконалення технології їх обробки, прискорення оборотності оборотних коштів, підвищення кваліфікації та продуктивності праці персоналу, зниження матеріалоемності продукції, удосконалення організації праці та більш ефективного використання фінансових ресурсів і т.п. До позавиробничих факторів належать, наприклад, постачальницько-збутова і природоохоронна діяльність, соціальні умови праці та побуту і т.д. До зовнішніх факторів належать природні умови, державне регулювання цін, тарифів, відсотків, податкових ставок і пільг, штрафних санкцій та інше. Ці фактори не залежать від діяльності підприємства, але можуть мати значний вплив на величину прибутку.

При здійсненні фінансово-господарської діяльності всі ці фактори знаходяться в тісному взаємозв'язку і взаємозалежності. «Прямий» вплив на величину собівартості продукції, а, отже, і прибутку, залежить від того, наскільки раціонально й економно витрачаються матеріальні ресурси – адже частка матеріальних витрат у складі собівартості зазвичай коливається від 60 до 90%.

9.2. Операційний аналіз на підприємстві. Фактори, які впливають на величину прибутку

Фінансова стійкість, рівень прибутковості підприємства в першу чергу визначаються результатами його основної, операційної діяльності. Результати виробничо-комерційної діяльності, зокрема розмір операційного прибутку, безпосередньо залежать від обсягів виробництва і реалізації продукції і загальної суми операційних витрат. Максимізація обсягу операційного прибутку передбачає зростання обсягів виробничо-комерційної діяльності та зменшення питомої ваги витрат у розрахунку на одиницю продукції.

Одним з ефективних механізмів управління процесами формування операційного прибутку є метод, відомий під назвою «Витрати – обсяг – прибуток» (Costs – Volume – Profit). Цей метод дозволяє відстежувати залежність фінансових результатів від обсягів і структури операційних витрат і обсягів виробництва та реалізації продукції. У ринкових умовах господарювання широкого застосування отримав розрахунок кінцевих результатів діяльності підприємства за допомогою цього методу.

Фінансовий менеджер і власники підприємства орієнтуються на досягнення високого або постійно зростаючого прибутку від реалізації. Отримання бажаного результату залежить від трьох складових – витрат на виробництво й реалізацію продукції, планової ціни одиниці продукції та обсягу реалізації. Взаємозв'язок складових визначається в процесі операційного аналізу, який і називають аналізом «Витрати – обсяг – прибуток», тим самим розкриваючи його сутність – дослідження залежності між витратами, обсягом реалізації, ціною і прибутком підприємства, а

також пошук можливостей максимізації прибутку шляхом вибору ефективного поєднання змінних і постійних витрат, а також оптимізації капіталу.

Процес оптимізації структури активів і пасивів підприємства з метою збільшення прибутку отримав у фінансовому аналізі назву «леверидж». Розрізняють три його види: виробничий, фінансовий і виробничо-фінансовий. У прямому сенсі леверидж розуміють як важіль, при незначній зміні якого можна істотно змінити результати виробничо-фінансової діяльності корпорації.

Аналіз «Витрати – обсяг – прибуток» відповідає на найважливіші питання, що постають перед фінансистами підприємства на всіх основних етапах його грошового обігу (рис. 9.3).

Операційний аналіз – невід’ємна частина управлінського обліку. Його дані становлять комерційну таємницю підприємства.

Такий операційний аналіз сприяє пошуку найбільш вигідних комбінацій між змінними витратами на одиницю продукції, постійними витратами, ціною і обсягом продажів. Тому цей аналіз неможливий без поділу витрат на постійні та змінні.

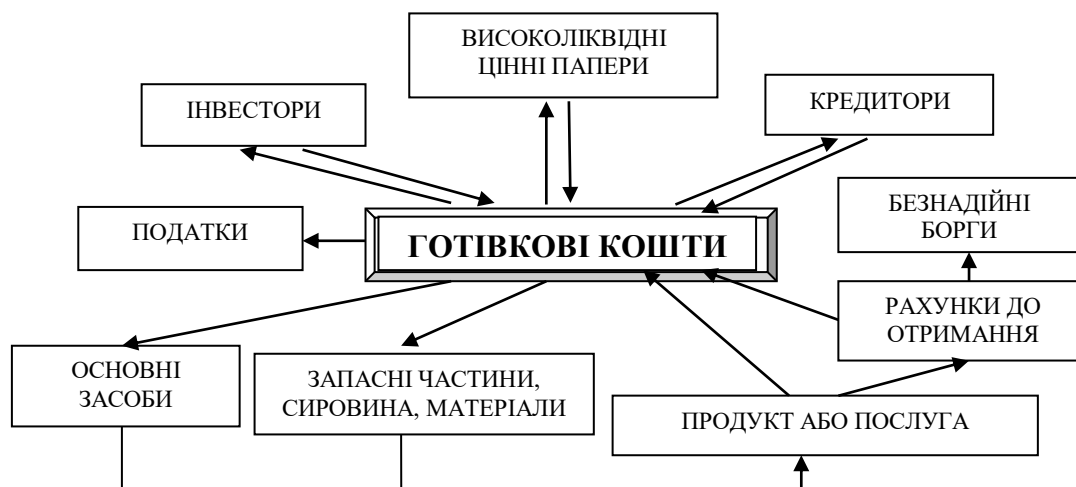


Рис. 95.3. Грошовий обіг у підприємства

Змінні витрати (витрати на паливо, матеріали, комісійні продавцям) змінюються пропорційно обсягу виробництва.

Постійні витрати (витрати по оренді, амортизаційні відрахування, заробітна плата адміністративного персоналу) не змінюються або змінюються незначною мірою при зміні обсягу виробництва продукції.

Комбіновані витрати включають елементи як постійних, так і змінних витрат. Приклади змінних витрат: оплата за електроенергію, заробітна плата продавців, яка складається з постійного окладу і комісійних з продажу, заробітна плата виробничого персоналу.

На рисунку 9.4. показано три графіки поведінки сумарних змінних витрат у розрахунку на заданий обсяг виробництва. Кожен із цих графіків має свій власний кут нахилу до горизонтальної осі, який залежить від величини змінних витрат на одиницю продукції. Чим менше кут нахилу графіка витрат, тим вигідніше це для бізнесу: невеликі змінні витрати на одиницю продукції привертають менше оборотного капіталу й обіцяють великий прибуток.

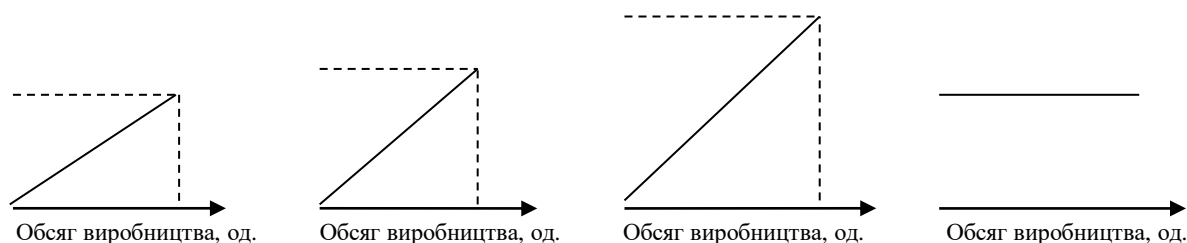


Рис. 5.9. Поведінка змінних і постійних витрат

При співставленні змінних і постійних витрат отримують загальні витрати (рис. 9.5).

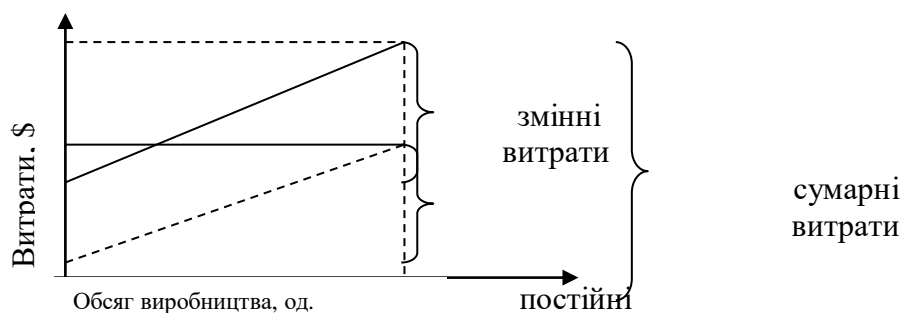


Рис. 9.5. Сумарні витрати підприємства

Фінансовому менеджеру обов'язково слід пам'ятати про характер руху витрат (сумарних і на одиницю продукції) (табл. 9.1).

Таблиця 9.1

Вплив зміни обсягу виробництва (реалізації) продукції на змінні й умовно-постійні витрати

Обсяг	Змінні витрати		Постійні витрати	
	Сумарні	На одиницю продукції	Сумарні	На одиницю продукції
Виробництва (збуту)				
Збільшується	Збільшуються	Постійні	Постійні	Знижуються
Знижується	Знижуються	Постійні	Постійні	Збільшуються

Для ефективного управління прибутком слід починати з управління витратами. Управління витратами – це вміння економити ресурси і максимізувати віддачу від них.

Оскільки аналіз «Витрати – обсяг – прибуток» вимагає розподілу витрат на змінні та постійні, при аналітичних розрахунках необхідно розрізнити перші витрати від інших за допомогою проміжного результату діяльності підприємства.

Згідно з концепцією аналізу «Costs – Volume – Profit» залежність прибутку корпорації від обсягу і структури витрат, зокрема змінних і постійних, обсягів реалізації продукції характеризується такими показниками.

Валова маржа – це різниця між доходами від реалізації і змінними витратами. За своєю структурою – це сума постійних витрат і прибутку підприємства.

Валова маржа = Чистий дохід від реалізації – Змінні витрати

Валова маржа = Постійні витрати + Операційний прибуток

$$\text{Коефіцієнт валової маржі} = \frac{\text{Валова маржа}}{\text{Чистий дохід від реалізації}}$$

Поріг рентабельності – це такі обсяги виробництва та реалізації продукції, за яких підприємство вже не має збитків, але ще не має і прибутку.

$$\text{Поріг рентабельності} = \frac{\text{Постійні витрати}}{\text{Коефіцієнт валової маржі}}$$

або

$$\text{Поріг рентабельності} = \frac{\text{Постійні витрати}}{\text{Ціна одиниці продукції} - \text{Змінні витрати на одиницю}}$$

Пройшовши поріг рентабельності, підприємство отримує додатковий маржинальний дохід на кожну чергову одиницю товару. Тим самим зростає і маса прибутку. Для визначення обсягу маржинального доходу (прибутку) після проходження порогу рентабельності використовують формулу.

Обсяг маржинального доходу після проходження порогу рентабельності = Кількість проданого товару після проходження порогу рентабельності × Маржинальний дохід / Загальна кількість проданого товару.

Запас фінансової стійкості – це зона виробничо-комерційної діяльності, в рамках якої формується операційний прибуток підприємства.

$$\text{Запас фінансової стійкості} = \text{Чистий дохід від реалізації} - \text{Поріг рентабельності}$$

$$\text{Коефіцієнт запасу фінансової стійкості} = \frac{\text{Запас фінансової стійкості}}{\text{Чистий дохід від реалізації}}$$

9.3. Сила впливу операційного важеля

Операційний важіль – показник, що характеризує структуру валової маржі.

Сила впливу операційного важеля розраховується відношенням валової маржі до прибутку і показує, скільки відсотків зміни прибутку приносить кожний відсоток зміни виручки.

$$\text{Операційний важіль} = \frac{\text{Валова маржа}}{\text{Операційний прибуток}}$$

$$\text{Операційний прибуток} = \text{Запас фінансової стійкості} \times \text{Коефіцієнт валової маржі.}$$

Сила впливу операційного важеля на фінансові результати діяльності підприємства визначається такою залежністю:

$$\text{Темп приросту (падіння) операційного прибутку} = \text{Операційний важіль} \times \text{Темп приросту (падіння) чистого доходу від реалізації.}$$

Цю величину називають валовою маржею, яка є результатом від реалізації після відшкодування змінних витрат, сумою покриття або внеском. Головною метою підприємства є максимізація валової маржі, оскільки саме вона є межею покриття постійних витрат і формування прибутку.

При управлінні фінансами підприємства застосовують інструмент левериджу (leverage), або важеля. Його можна розглядати, як використання витрат, величина

яких залишається постійною в цьому релевантному періоді з метою отримання додаткового прибутку.

Операційний леверидж (operating leverage) проявляється у випадках, коли в корпорації є постійні витрати (Fixed Costs, FC), незалежно від обсягу виробництва (продажів). У короткостроковому періоді, на відміну від постійних, змінні витрати (Variable Costs, VC) можуть змінюватися під впливом коригувань обсягу виробництва (продажу товарів). Ефект операційного важеля виявляється у тому, що будь-яка зміна обсягу виробництва призводить до пропорційно більшої зміни операційного прибутку, тобто прибутку до вирахування відсотків і податків (Earnings before Interest and Taxes, EBIT) або збитку в цьому релевантному періоді.

Операційний аналіз також часто називають аналізом беззбитковості, оскільки він дозволяє розраховувати таку суму або кількість продажів, при яких надходження дорівнюють витрачанням. Бізнес не несе збитків, але і не приносить прибутку. Точка беззбитковості – це та межа, яку підприємству слід перевищити, щоб вижити. Тому точку беззбитковості називають межею рентабельності. Чим вища межа рентабельності, тим складніше її перевищити. З низькою межею рентабельності легше переносити зменшення попиту, відмовитись від завищеної ціни реалізації.

Зниження межі рентабельності можна досягти за рахунок збільшення валової маржі або скорочення постійних витрат.

Ідеальні умови для бізнесу – поєднання низьких постійних витрат з високою валовою маржею. Необхідно знаходити вдалий компроміс між постійними і змінними витратами.

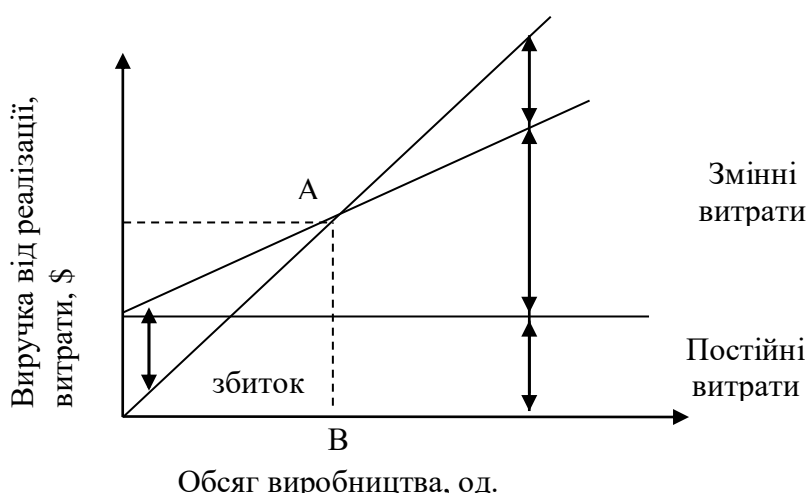


Рис. 9.6. Графік беззбитковості підприємства

З графіка випливає, що площа нижнього лівого трикутника відповідає збиткам корпорації до досягнення нею порогу рентабельності (А), а площа верхнього правого трикутника – обсягу прибутку. Кожна наступна одиниця товару продана, починаючи з точки В на графіку, буде приносити прибуток.

Для фахівців підприємства принципове значення мають три моменти: встановити, якій кількості товару (при таких цінах реалізації) відповідає гранична

виручка від продажів, і отримати критичне значення обсягу виробництва у фізичному вираженні. Нижче цієї кількості виробляти не вигідно, оскільки підприємство потрапляє в зону збитків. На рисунках 9.7 та 9.8 продемонстровано високий і низький рівні операційного важеля.

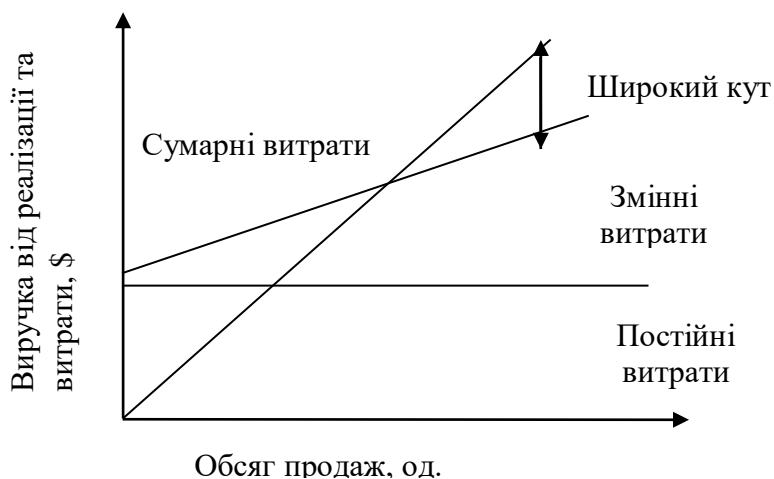


Рис. 9.7. Високий рівень операційного важеля

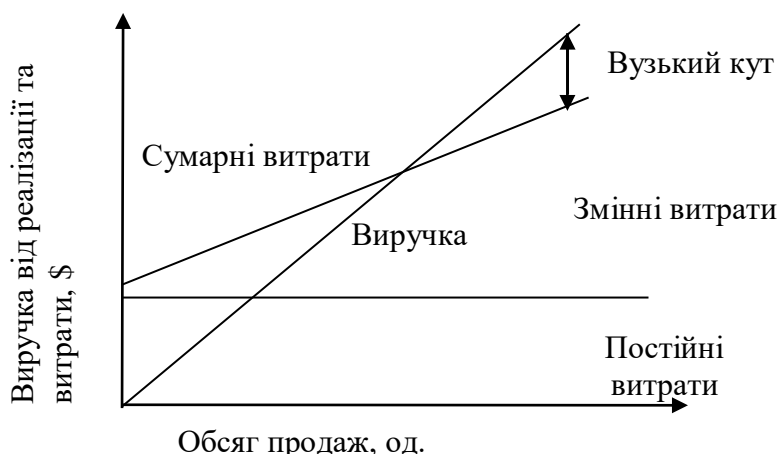


Рис. 9.8. Низький рівень операційного важеля

Для корпорації кращою є ситуація, коли рівень операційного важеля високий. Тоді їй легше перейти межу рентабельності та увійти в зону прибутку. Таким чином, максимізація прибутку шляхом зміни частки змінних і постійних витрат, визначення точки беззбитковості і запасу фінансової міцності відкриває можливості корпораціям планувати на перспективу розміри зростання прибутку і заздалегідь вживати відповідних заходів щодо зміни в ту чи іншу сторону величини змінних і постійних витрат.

9.4. Задача максимізації прибутку

Крім визначення рівня беззбитковості, завдання максимізації прибутку полягає в тому, щоб визначити стан динамічної рівноваги між попитом і пропозицією, а також визначити рівноважну ціну і відповідний обсяг продажів (рис. 9.9).

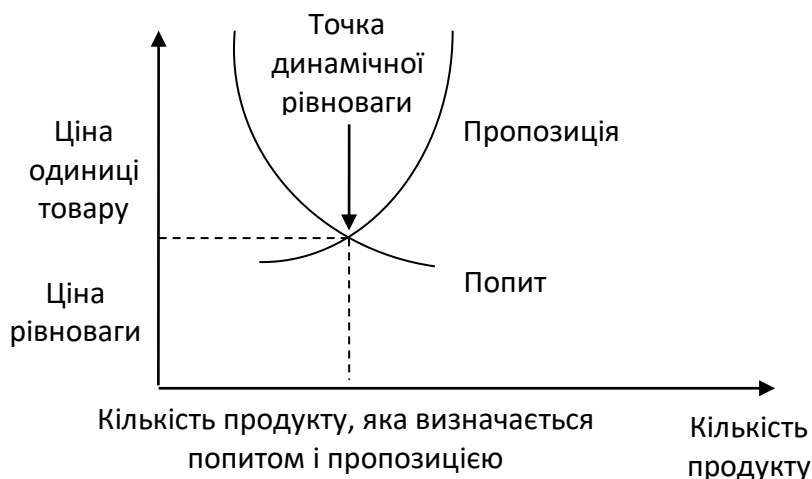


Рис. 9.9. Визначення ціни рівноваги

Для підприємства, яке хоче досягти стійкого положення на ринку, визначення ціни має ключове значення для успіху обраної стратегії.

Ціна є інструментом стимулювання попиту, індикатором конкурентоспроможності підприємства і одночасно являє собою головний фактор довгострокової рентабельності.

Контрольні запитання та завдання

1. Визначте сутність і роль прибутку корпорації.
2. Які доходи отримує корпорація в результаті своєї господарської діяльності?
3. Розкрийте суть і основний інструментарій аналізу операційної діяльності корпорації.
4. Охарактеризуйте запас фінансової міцності.
5. Визначте силу впливу операційного важеля на досягнення беззбитковості корпорації.
6. Які витрати і чому мають найбільший вплив на результати операційної діяльності корпорації?
7. Розкрийте сутність показника «межа рентабельності» і його роль в операційному аналізі.

Тема 10. ПРИНЦИПИ СКЛАДАННЯ Й ОЦІНЮВАННЯ ФІНАНСОВОЇ ЗВІТНОСТІ. ФІНАНСОВА ДІАГНОСТИКА В СИСТЕМІ АНТИКРИЗОВОГО ФІНАНСОВОГО УПРАВЛІННЯ

- 10.1. Зміст, завдання і методи аналізу фінансової звітності.
- 10.2. Користувачі фінансової інформації.
- 10.3. Фінансова діагностика підприємства.
- 10.4. Основи антикризового фінансового управління.
- 10.5. Аналіз факторів виникнення кризових ситуацій і банкрутства.

10.1. Зміст, завдання і методи аналізу фінансової звітності

Фінансова звітність – це сукупність форм звітності, які складені на підставі даних фінансового обліку з метою надання зовнішнім і внутрішнім користувачам узагальненої інформації про фінансовий стан у вигляді, який зручний і зрозумілий для прийняття цими користувачами певних ділових рішень.

У світовій і національній практиці побудова фінансової звітності базується на принципах:

- відкритості інформації;
- зрозумілості фінансової звітності особам, які приймають ділові рішення на її підставі;
- корисності чи значущості та вірогідності;
- припущень і обмежень, які дають змогу адекватної інтерпретації фінансової звітності.

Головна мета аналізу фінансових звітів – своєчасне виявлення й усунення недоліків у фінансовій звітності та знаходження резервів поліпшення фінансового стану і платоспроможності підприємства.

При досягненні головної мети необхідно вирішити такі завдання:

1) На підставі вивчення виробничої, інвестиційної і фінансової діяльності дати оцінку виконання плану з надходження фінансових ресурсів та їх використання з позиції поліпшення фінансового стану підприємства.

2) Прогнозування можливих фінансових результатів, тобто прибутку та рентабельності, виходячи з реальних умов господарської діяльності й наявності власних і позикових ресурсів, розроблення моделей фінансового стану за різних варіантів використання ресурсів.

3) Розроблення конкретних заходів, які спрямовані на ефективніше використання фінансових ресурсів і зміцнення фінансового стану підприємства.

Основними джерелами інформації для аналізу фінансового стану підприємства є форми №1, 2, 3, 4.

Аналіз фінансової звітності допомагає:

- обґрунтувати фінансові плани ;
- виявити слабкі місця у фінансових операціях підприємства;
- вжити відповідних заходів, які допоможуть виправити становище;
- прийняти рішення про ефективніше використання коштів і ресурсів підприємства;
- адекватно скоригувати напрями майбутньої діяльності підприємства;
- вивчити ліквідність, платоспроможність, фінансову стійкість і кредитоспроможність підприємства;
- забезпечити інформаційні потреби користувачів (власників, інвесторів, кредиторів).

Головне в аналізі фінансової звітності – зрозуміти та правильно інтерпретувати результати опрацювання даних.

Аналізуючи фінансові звіти використовують різні методи та прийоми.

До прийомів аналізу відносять:

- горизонтальний (часовий) аналіз;

- вертикальний (структурний) аналіз;
- трендовий аналіз;
- аналіз відносних показників (коефіцієнтів);
- порівняльний аналіз;
- факторний аналіз.

Методи аналізу:

1) неформалізовані:

- експертних оцінок;
- порівняльні;
- побудова системи показників;
- побудова системи аналітичних таблиць.

2) формалізовані:

- ланцюгових підстановок;
- арифметичних різниць;
- балансовий;
- відсоткових чисел;
- простих і складних процентів;
- дисконтування.

3) традиційні методи економічної статистики:

- середніх та відносних величин;
- групування;
- індексний.

10.2. Користувачі фінансової інформації

Користувачі фінансової звітності – фізичні або юридичні особи, які потребують інформації про діяльність підприємств для прийняття відповідних рішень (ст. 1 ЗУ «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні»).

Фінансова звітність забезпечує інформаційні потреби користувачів щодо:

- придбання, продажу та володіння цінними паперами;
- участі в капіталі підприємства;
- оцінки якості управління;
- оцінки здатності підприємства своєчасно виконувати свої зобов'язання;
- забезпеченості зобов'язань підприємства;
- визначення суми дивідендів, що підлягають розподілу;
- регулювання діяльності підприємства;
- інших рішень.

Сторони, зацікавлені в інформації про діяльність підприємства, в ринкових умовах можна поділити на дві основні категорії: внутрішні та зовнішні користувачі.

До внутрішніх користувачів інформації відноситься управлінський персонал підприємства, який приймає різні рішення виробничого і фінансового характеру. Наприклад, на базі звітності складається фінансовий план підприємства на наступний рік, приймаються рішення про ціноутворення тощо.

Серед зовнішніх користувачів виділяють:

1) користувачі, безпосередньо зацікавлені в діяльності підприємства:

- теперішні та потенційні власники підприємства, яким необхідно визначити збільшення або зменшення частки власних засобів підприємства та оцінити ефективність використання ресурсів керівництвом підприємства;

- теперішні та потенційні кредитори, які використовують звітність для оцінки доцільності надання або продовження кредиту, визначення умов кредитування, гарантій повернення кредитів, оцінки довіри до підприємства, як до клієнта;

- постачальники та покупці, які визначають надійність ділових зв'язків з клієнтом;

- держава в особі податкових органів, які перевіряють правильність оформлення звітних документів, розрахунок податків, визначають податкову політику;

- працівники підприємства, які цікавляться даними звітності з точки зору рівня їх заробітної плати та перспектив роботи на підприємстві.

2) користувачі, опосередковано зацікавлені в діяльності підприємства, яким вивчення звітності необхідно для захисту інтересів безпосередніх користувачів:

- аудиторські служби, які перевіряють дані звітності на відповідність законодавству та загальноприйнятим правилам обліку та звітності з метою захисту інтересів інвесторів;

- консультанти по фінансових питаннях, які використовують звітність з метою розробки рекомендацій своїм клієнтам щодо розміщення капіталу в те чи інше підприємство;

- біржі цінних паперів;

- державні органи, які приймають рішення про реєстрацію підприємств, призупинення їх діяльності та оцінюють необхідність зміни методів обліку та складання звітності;

- законодавчі органи;

- юристи, яким необхідна звітність для оцінки виконання умов договорів, дотримання законодавчих норм при розподілі прибутку, а також для визначення умов пенсійного забезпечення;

- статистичні органи, які використовують звітність для статистичних узагальнень по галузях та для порівняльного аналізу і оцінки результатів діяльності на галузевому рівні;

- преса та інформаційні агентства, які використовують звітність для підготовки оглядів, оцінки тенденцій розвитку і аналізу діяльності окремих підприємств та галузей, розрахунку узагальнених показників фінансової діяльності;

- профспілки, зацікавлені у фінансовій інформації для визначення власних вимог у відношенні до заробітної плати та умов трудових угод;

- громадськість, якій необхідна інформація щодо діапазону діяльності підприємства, кількості надання ним робочих місць тощо.

Який інтерес у найбільш важливих груп користувачів викликає те чи інше джерело інформації узагальнено в таблиці.

Таблиця 10.1

Інтереси користувачів фінансової звітності

<i>Користувачі</i>	<i>Інтереси</i>	<i>Джерела інформації</i>
Менеджери підприємства	Оцінка ефективності виробничої і фінансової діяльності; прийняття управлінських і фінансових рішень	Внутрішні звіти; фінансова звітність
Органи оподаткування	Оподаткування	Фінансова та податкова звітність, дані внутрішніх перевірок
Акціонери	Оцінка адекватності доходу ступеню ризику вкладених інвестицій; оцінка перспектив виплати дивідендів	Фінансова звітність
Кредитори	Визначення ступеня наявності ресурсів для погашення кредитів і сплати відсотків	Фінансова звітність, спеціальні довідки
Постачальники	Визначення наявності ресурсів для оплати поставок	Фінансова звітність
Покупці	Оцінка тривалості функціонування підприємства	Фінансова звітність
Службовці і робітники	Оцінка стабільності і рентабельності діяльності підприємства з метою визначення перспективи своєї зайнятості, отримання фінансових та інших пільг і виплат від підприємства	Фінансова звітність
Статистичні органи	Статистичні повідомлення	Фінансова та статистична звітність

Вимоги до фінансової звітності

Основна вимога до інформації, що надається зовнішнім користувачам розвинутих фінансових ринків, - це її корисність.

Щоб ця вимога виконувалась, необхідно щоб вона відповідала наступним критеріям (див. рис. 10.1).

Згідно із ЗУ «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні» виділяють наступні якісні характеристики фінансової звітності:

- зрозумілість та адекватність тлумачення;
- достовірність;
- зіставність;
- доречність;
- доступність.

Фінансова звітність повинна надавати можливість користувачам порівнювати:

- фінансові звіти підприємства за різні періоди;
- фінансові звіти різних підприємств.

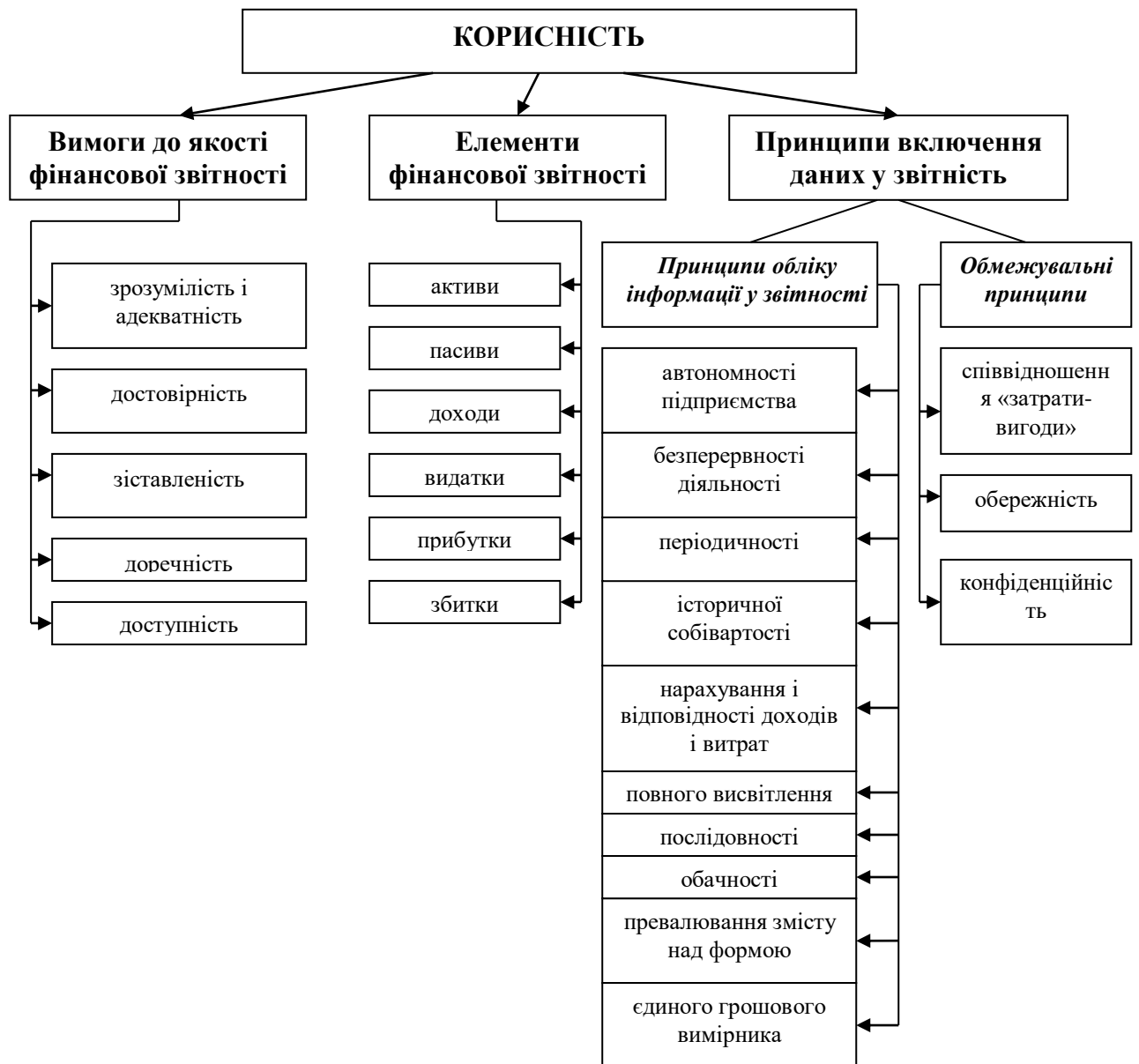


Рис 10.1. Якісні характеристики фінансової звітності

Принципи включення інформації у фінансову звітність:

- *принцип автономності підприємства*, за яким кожне підприємство розглядається як юридична особа, що відокремлена від власників. Тому особисте майно і зобов'язання власників не повинні відобразитись у фінансовій звітності;
- *принцип безперервності діяльності*, що передбачає оцінку активів та зобов'язань підприємства, виходячи з припущення, що його діяльність триватиме далі;
- *принцип періодичності*, що припускає розподіл діяльності підприємства на певні періоди часу з метою складання фінансової звітності;
- *принцип історичної (фактичної) собівартості*, що визначає пріоритет оцінки активів, виходячи з витрат на їх виробництво та придбання;
- *принцип нарахування та відповідності доходів і витрат*, за яким для визначення фінансового результату звітного періоду доходи порівнюються з витратами, які були здійснені для отримання цих доходів. При цьому доходи і

витрати відображаються в обліку і звітності у момент їх виникнення, незалежно від часу надходження і сплати грошей;

– *принцип повного висвітлення*, згідно з яким фінансова звітність повинна містити всю інформацію про фактичні та потенційні наслідки операцій і подій, яка може вплинути на рішення, що приймаються на її основі;

– *принцип послідовності*, який передбачає постійне із року в рік застосування підприємством обраної облікової політики. Зміна облікової політики повинна бути обґрунтована і розкрита у фінансовій звітності;

– *принцип обачності*, згідно з яким методи оцінювання, що застосовуються в бухгалтерському обліку, повинні запобігти заниженню оцінки зобов'язань та витрат і завищенню оцінки активів і доходів підприємства;

– *принцип превалювання змісту над формою*, за яким операції повинні обліковуватись відповідно до їх сутності, а не лише з юридичної форми;

– *принцип єдиного грошового вимірника*, який передбачає вимірювання та узагальнення всіх операцій підприємства у його фінансовій звітності в єдиній грошовій одиниці.

10.3. Фінансова діагностика підприємства

Професор Бернар Колланс із французького Університету Дофін (Париж) увів у словник економіста термін «фінансова діагностика» (від грец. *diagnostikos* – здатний розпізнавати). Він запропонував методологічний цикл фінансової діагностики.

Фінансова діагностика заснована на всебічному аналізі фінансової звітності підприємств, а також статистичних даних, небухгалтерської звітності – як внутрішньої так і зовнішньої.

Фінансова діагностика – процес нескінченний, тому її методологічний цикл являє собою замкнуте коло, усі стадії якого повторюються (рис. 10.2).

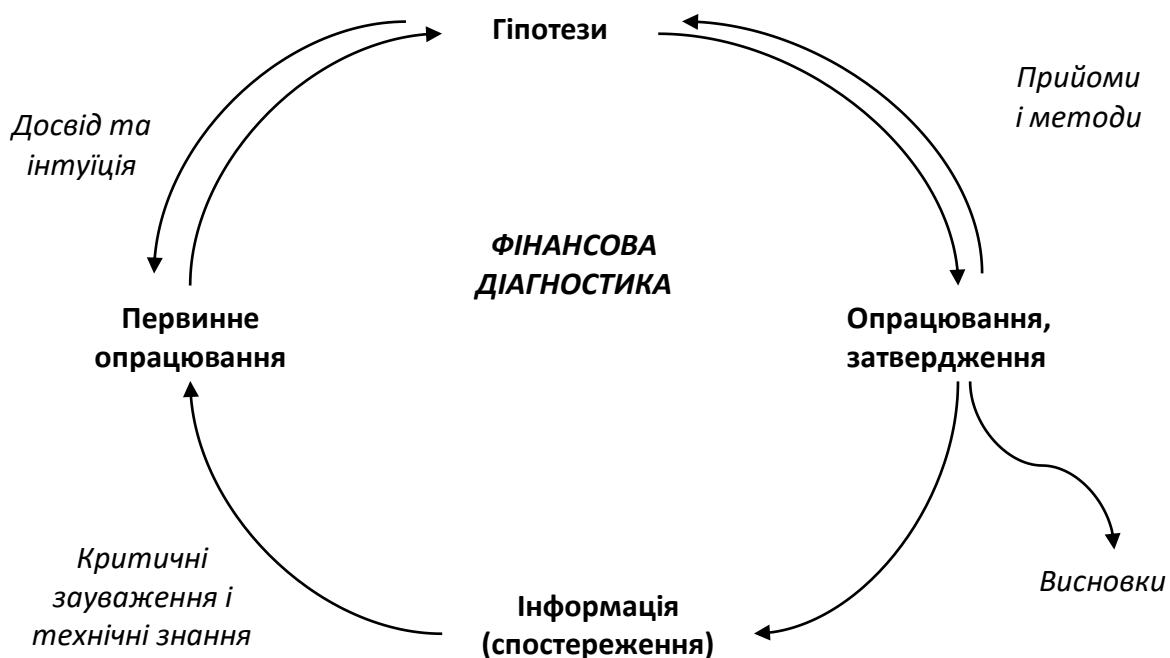


Рис. 10.2. Методологічний цикл фінансової діагностики

Основні положення діагностики можна сформулювати таким чином:

- 1) діагностика підприємства визначає дві сфери застосування (результати діяльності підприємства і його основні бізнес-процеси);
- 2) інструментарій діагностики не повинен обмежуватись розрахунком лише фінансових показників;
- 3) необхідно використовувати методи фінансового аналізу в межах оптимальної достатності;
- 4) дотримання принципу порівняння і співставлення;
- 5) дотримання принципу часової узгодженості;
- 6) діагностика повинна закінчуватись лаконічним представленням основних висновків.

1. Виходячи з першого положення, діагностика підприємства визначає дві сфери застосування (об'єкти діагностики).

В діагностиці підприємства існують два об'єкта аналізу:

- результати діяльності підприємства за відповідний період та його поточний стан;

- основні бізнес-процеси підприємства (діагностика управління підприємством).

2. При здійсненні діагностики очевидним представляється те, що її інструментарій не повинен обмежуватись розрахунком лише фінансових показників.

Показники розраховуються на кінцевій стадії діагностики і являються по своїй суті узагальненням. Тому, може виникнути ситуація: весь менеджмент підприємства потужно працював протягом місяця або кварталу, потім підрахували фінансові показники і «просльозились». Вирішити дане питання принципово не можливо, якщо використовувати лише фінансові показники. Слід не забувати, що діагностика не проводиться сама по собі – вона слугує цілям управління. А управляти підприємством за допомогою тільки фінансових коефіцієнтів – це те саме, що управляти автомобілем, використовуючи дзеркало заднього огляду: «видно, що залишив за собою, але не зрозуміло, як це трапилось».

Структура фінансової діагностики може бути подана у вигляді інструментарію (рис. 10.3).

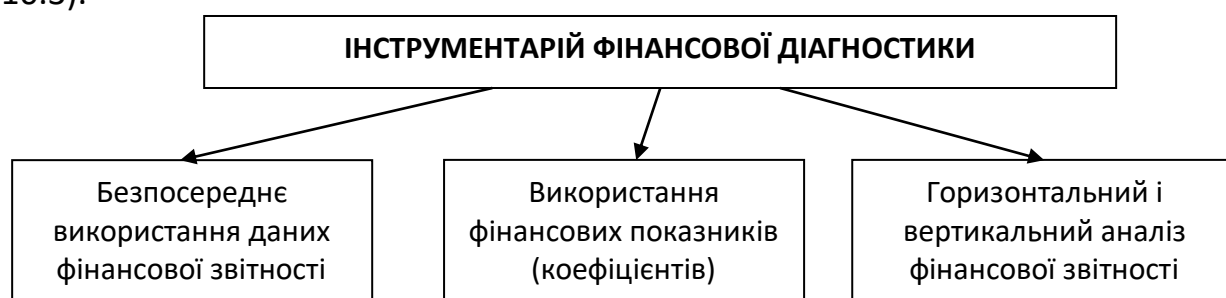


Рис. 10.3. Інструментарій фінансової діагностики

3. Необхідно використовувати методи фінансового аналізу в межах оптимальної достатності.

Дане положення ґрунтується на необхідності враховувати, що фінансовий інструментарій діагностики результатів діяльності підприємства досить об'ємний, містить велику кількість фінансових показників (коефіцієнтів), які часто дублюють один одного. Тому не завжди очевидна необхідність використання тих або інших коефіцієнтів. Принцип достатності використання методів фінансового аналізу полягає у наступному – **для цілей діагностики слід використовувати лише ті показники, які є інформаційною основою прийняття управлінських рішень.**

4. Дотримання принципу порівняння і співставлення.

Сутність даного положення полягає в тому, що самі по собі фінансові показники не можуть бути корисними для прийняття управлінських рішень, якщо менеджер не порівнює їх з іншими даними, які мають відношення до об'єкта діагностики.

Існують два типи показників для співставлення:

- показники даного підприємства за попередні періоди;
- аналогічні показники інших підприємств тієї ж галузі (зазвичай підприємств-конкурентів).

Зазначене положення символізує прагматичну простоту основної мети діагностики – отримання наступних висновків:

- Як змінився стан підприємства в порівнянні з попередніми періодами - погіршився чи покращився?
- Наскільки успішно працює наше підприємство у порівнянні з конкурентами.

5. Дотримання принципу часової узгодженості.

Згідно з цим принципом діагностика підприємства повинна проводитися по певному часовому регламенту. З практичної точки зору доцільно дотримуватися наступного регламенту діагностики:

- раз у рік проводиться фундаментальна діагностика, яка передбачає використання всього діагностичного інструментарію;
- щомісяця здійснюється оцінювання обмеженої кількості показників по результатах поточного періоду (моніторинг).

Слід мати на увазі, що в процесі моніторингу здійснюється контроль показників, які характеризують оперативні результати діяльності підприємства. Зокрема, до складу показників моніторингу не має сенсу включати інтегральні показники, наприклад, прибутковості активів або власного капіталу, так як вони формуються протягом всього року. В той же час доцільно частіше «моніторити» такий показник як валова прибутковість (відношення валового прибутку до виручки), щоб своєчасно виявити негативну тенденцію погіршення операційної діяльності підприємства.

6. Останнім положенням фінансової діагностики виступає принцип завершеності.

Сутність даного положення полягає в тому, що після розрахунків всіх фінансових коефіцієнтів, проведення горизонтального і вертикального аналізу фінансової звітності та опису її особливостей в періоді, який аналізується, необхідно зробити

висновки, заради яких, власне, і були виконані всі зазначені роботи. Висновки повинні бути лаконічними і конструктивними. При цьому практики рекомендують використовувати формат SWOT-аналізу, особливість якого полягає у тому, що всі численні фактори діяльності підприємства групуються таким чином:

- S (Strengths) – сильні сторони діяльності підприємства;
- W (Weaknesses) – слабкі сторони діяльності підприємства;
- O (Opportunities) – можливості підприємства, що дозволяють покращити свій стан;
- T (Threats) – загрози, які можуть спіткати підприємство на шляху покращання своєї діяльності.

Керуючись основними позиціями SWOT-аналізу менеджмент підприємства повинен сформулювати рекомендації по основних напрямках покращання діяльності. Лише тоді процес діагностики можна вважати завершеним.

10.4. Основи антикризового фінансового управління

Подолання кризового стану, за якого виникає загроза банкрутства, вимагає розробки і здійснення спеціальних методів фінансового управління підприємством. Система антикризового фінансового управління базується на таких основних принципах:

- *Постійна готовність до можливого порушення фінансової рівноваги на підприємстві.*
- *Рання діагностика кризових явищ у фінансовій діяльності підприємства.*
- *Диференціація індикаторів кризових явищ за ступенем їх загрози для фінансового розвитку підприємства.*
- *Негайне реагування на окремі кризові явища у фінансовому розвитку підприємстві.* (кожне кризове явище не тільки має тенденцію до розширення з кожним новим господарським циклом підприємства, а й породжує нові супутні йому кризові явища. Тому, чим раніше будуть включені антикризові механізми по кожному діагностованому кризовому явищу, тим більші можливості відновлення порушеної фінансової рівноваги.)
- *Адекватність реагування підприємства на ступінь реальної загрози його фінансовій рівновазі.* (рівень затрат на здійснення окремих механізмів нейтралізації загрози банкрутства повинен бути адекватним рівню цієї загрози).
- *Повна реалізація внутрішніх можливостей виходу підприємства з кризового фінансового стану* (за досвідом, при нормальних маркетингових позиціях підприємства загроза банкрутства повністю може бути нейтралізована внутрішніми механізмами антикризового фінансового управління і в межах фінансових можливостей підприємства).
- *Використання при необхідності відповідних форм санації підприємства для попередження його банкрутства* (якщо загроза банкрутства діагностовано лише на кінцевій її стадії і носить катастрофічний характер, а механізми внутрішньої нейтралізації не дозволяють досягти необхідного ефекту у відновленні фінансової рівноваги підприємства, воно повинно ініціювати свою санацію, вибравши для цього найбільш ефективні її форми.)

Політика антикризового фінансового управління являє собою частину загальної фінансової стратегії підприємства, що містить розробку системи методів попереднього діагностування загрози банкрутства і застосування механізмів фінансового оздоровлення підприємства, що забезпечують його вихід із кризового стану.

Реалізація політики антикризового управління передбачає:

1. *Здійснення постійного моніторингу фінансового стану підприємства з метою раннього виявлення ознак його кризового стану.* (в системі загального моніторингу виділяється окрема група об'єктів спостереження, що формують можливе «кризове» поле. В процесі спостереження використовуються спеціальні індикатори кризового розвитку).

2. *Визначення масштабів кризового стану підприємства.* (при виявленні в процесі моніторингу суттєвих відхилень від нормальної фінансової діяльності, виявляються масштаби кризового стану підприємства, тобто його глибина з позицій загрози банкрутства. Дозволяє вибрати відповідну систему механізмів захисту від можливого банкрутства).

3. *Дослідження основних факторів, що викликають кризовий розвиток підприємства.* (групування таких факторів за основними визначальними ознаками, дослідження ступеню впливу окремих факторів на форми і масштаби кризового розвитку, прогнозування розвитку факторів, що здійснюють такий негативний вплив).

4. *Формування системи цілей виходу підприємства з кризового стану, адекватних його масштабам.* (цілі антикризового фінансового управління конкретизуються у відповідності з масштабами кризового стану. Тому менеджмент повинен бути спрямований на реалізацію таких цілей: усунення неплатоспроможності; відновлення фінансової стійкості підприємства в короткостроковій перспективі; зміна фінансової стратегії з метою забезпечення стійкого економічного зростання підприємства в довгостроковій перспективі).

5. *Вибір і використання дієвих внутрішніх механізмів фінансової стабілізації підприємства, відповідних масштабам його кризового стану.* (повинні забезпечити реалізацію термінових заходів по відновленню платоспроможності і відновленню фінансової рівноваги підприємства за рахунок внутрішніх резервів. Першочергова увага).

6. *Вибір ефективних форм санації підприємства.* (в разі неможливості виходу з кризового стану за рахунок використання внутрішніх механізмів і фінансових резервів).

7. *Забезпечення контролю за результатами розроблених заходів по виведенню підприємства з фінансової кризи.* (покладається на керівників підприємства. В системі оперативного контролінгу. Результати контролю періодично обговорюються з метою внесення необхідних коректив, спрямованих на підвищення ефективності антикризових заходів).

Механізм антикризового управління (подолання кризи) на підприємстві включає:

- організацію перспективного планування;
- постійне відстеження зовнішніх і внутрішніх обставин, виявлення факторів, що мають викликати кризу, загрожуючи діяльності підприємства;
- розроблення попередніх заходів по зниженню уразливості підприємства, в тому числі по попередженню аварій, екологічних бід;
- створення резервів (фінансових, сировинних);
- скорочення поточних витрат на виробництві;
- створення дублюючих систем управління;
- диверсифікація виробництва;
- активна інноваційна політика;
- трансформація організаційних структур управління.

Оздоровлення фінансового стану підприємства як складова частина управління кризовими станами і банкрутством передбачає вибір найбільш ефективних засобів стратегії і тактики в залежності від конкретного випадку. Можна виділити 2 найбільш розповсюджених види антикризової стратегії і тактики:

I) захисна тактична програма

Тактика підприємства

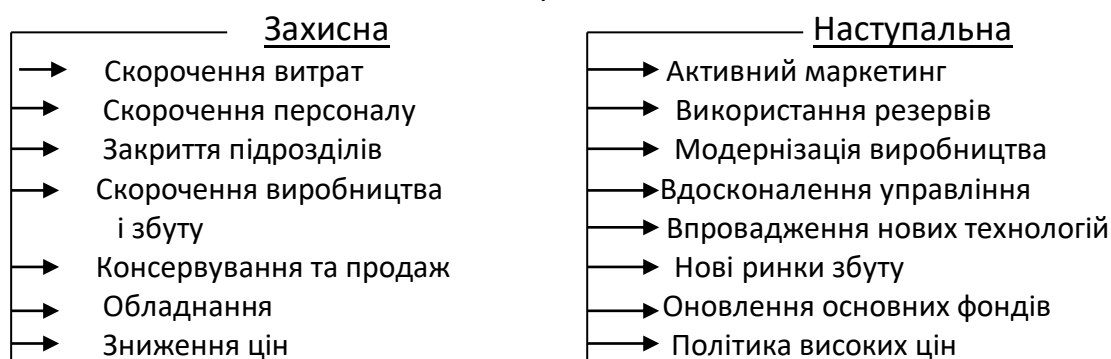


Рис.10.4. Управління кризовими ситуаціями

Захисна програма заснована на проведенні зберігаючих заходів, основу яких являє скорочення всіх витрат, пов'язаних з виробництвом і збутом, управлінням основних фондів і персоналу, що призводить до скорочення виробництва в цілому.

Застосовується при дуже несприятливих зовнішніх факторах для окремих підприємств. (для більшості – ні, оскільки зменшення виробництва призводить до кризи економіки).

II) наступальна стратегія більш ефективна. Поряд з економічними ресурсозберігаючими заходами проводяться активний маркетинг, завоювання нових ринків збуту, політика високих цін, модернізація виробництва, оновлення основних фондів, впровадження перспективних технологій.

У той же час змінюється або укріплюється керівництво підприємства, здійснюється комплексний аналіз і оцінка ситуації та, за потреби, змінюється стратегія.

Нові виробничі програми → нові ринки → нова номенклатура. Все це відображається у розробленій концепції фінансового, виробничого і кадрового

оздоровлення відповідно до якої виникають фінансова, технічна та інвестиційна програми.



Рис. 10.5. Оперативні та стратегічні антикризові заходи

За умови очевидної загрози банкрутства застосовуються екстрені «пожежні» заходи:

- зміна керівництва, якщо банкрутство відбувається за внутрішніми причинами;
- зміна організаційної структури підприємства, скорочення апарату управління, централізація контрольно-планових функцій;
- встановлення жорсткого контролю затрат;
- зміна культури роботи (перепідготовка персоналу, психологічна переорієнтація);
- скорочення номенклатури продукції і послуг;
- репрофілювання підприємства.

10.5. Аналіз факторів виникнення кризових ситуацій і банкрутства

Під **фінансовою кризою** розуміють фазу розбалансованої діяльності підприємства та обмежених можливостей впливу його керівництва на фінансові відносини. На практиці з кризою ідентифікується загроза неплатоспроможності та банкрутства підприємства, діяльність його в неприбутковій зоні або відсутність потенціалу для успішного функціонування. З позицій фінансового менеджменту кризовий стан полягає в нездатності здійснювати фінансове забезпечення поточної виробничої діяльності.

Основними причинами виникнення таких криз є наступні:

- раптове виникнення непередбачених подій у зовнішньому середовищі (зміна політичної ситуації, податкового законодавства і цін, коливання валютного курсу і т. ін.);
- зміна відносин суб'єкта з його контрагентами;
- зміни всередині суб'єкта;
- зміни в НТП, результатом чого є формування нових підходів, поглядів і орієнтирів.

Вирізняють такі **рівні криз**:

1. мікрорівень;
2. галузевий;
3. регіональний;
4. державний.

Фінансову кризу характеризують трьома **параметрами**:

- джерелами (факторами) виникнення;
- видом кризи;
- стадією її розвитку.

Ідентифікація цих ознак дає змогу правильно діагностувати фінансову неспроможність підприємства та підібрати відповідні заходи з антикризового управління. Ступінь передбачуваності кризових явищ і ситуацій залежить від факторів, що поділяються на дві групи: *зовнішні* або екзогенні (що не залежать від підприємства) та *внутрішні* або ендогенні (які залежать від підприємства).

Зовнішні фактори кризового стану в свою чергу розподіляються на три підгрупи:

1) *Загальноекономічні фактори* (ті, що здійснюють негативний вплив на господарську діяльність підприємства). Це: зниження рівня національного доходу, зростання інфляції, сповільнення платіжного обороту, нестабільність податкової системи, нестабільність законодавства, зниження рівня реальних доходів населення, зростання рівня безробіття.

2) *Ринкові фактори* (негативні тенденції розвитку товарних та фінансових ринків). Це: зниження місткості внутрішнього ринку, суттєве зниження попиту, зростання пропозиції товарів-субститутів, посилення монополізму на ринку, зниження активності фондового ринку, нестабільність валютного ринку.

3) *Інші зовнішні фактори* (їх склад визначається підприємством самостійно в залежності від специфіки своєї діяльності). Це: політична нестабільність, негативні демографічні тенденції, стихійні лиха, погіршення криміногенної ситуації.

Внутрішні фактори кризового стану також поділяються на підгрупи в залежності від особливостей формування грошових потоків підприємства.

1) *Операційні фактори* (неефективний маркетинг, неефективна структура поточних витрат (висока доля постійних витрат), низький рівень використання основних засобів, високий розмір страхових і сезонних запасів, недостатньо диверсифікований асортимент продукції, неефективний виробничий менеджмент)

2) *Інвестиційні фактори* (неефективний фондовий портфель, висока тривалість будівельно-монтажних робіт, суттєве пере використання інвестиційних ресурсів, недосягнення запланованих обсягів прибутку за реалізованими реальними проектами, неефективний інвестиційний менеджмент)

3) *Фінансові фактори* (неефективна фінансова стратегія, низька ліквідність активів, завелика доля позикового капіталу, висока частка короткострокових джерел залучення позикового капіталу, зростання дебіторської заборгованості, висока вартість капіталу, перевищення допустимих рівнів фінансових ризиків, неефективний фінансовий менеджмент)

Основними зовнішніми факторами виникнення фінансової кризи на підприємстві можуть бути:

- розмір і структура потреб населення, рівень його доходів і накопичень, а відповідно, й купівельна спроможність;
- політична нестабільність та напрям внутрішньої політики, фінансова, кредитна і податкова політика держави;
- розвиток науки і техніки;
- загальноекономічний спад в країні та загальний рівень інфляції;
- нестабільність законодавства та фінансового і валютного ринків;
- пріоритети розподілу держзамовлень;
- посилення конкуренції або криза окремої галузі;
- сезонні коливання та інше.

Вплив зовнішніх факторів має здебільшого стратегічний характер. Вони зумовлюють фінансову кризу, якщо менеджмент неправильно або несвоєчасно реагує на них, тобто, якщо відсутня або недосконало функціонує система раннього попередження та реагування, одним із завдань якої є прогнозування банкрутства.

Серед внутрішніх факторів можна виділити такі основні блоки:

- низька якість і некомпетентність менеджменту;
- низький рівень кваліфікації персоналу;
- незадовільна організація маркетингу і збуту, втрата ринків;
- підвищення рівня витрат;
- недостатній або застарілий технічний рівень виробництва;
- прорахунки у сфері постачання;
- брак інновацій і раціоналізаторства;
- дефіцит фінансових ресурсів;
- незадовільна робота планування, аналізу, інформаційного забезпечення, контролю;
- відсутність стимулів праці у персоналу тощо.

Кризові явища на рівні підприємства можна класифікувати так:

– стратегічна (зруйновано виробничий потенціал і відсутні довгострокові фактори успіху);

– криза прибутковості (збитки «з'їдають» власний капітал і це призводить до незадовільної структури балансу);

криза ліквідності (підприємство є неплатоспроможним або існує загроза втрати платоспроможності).

Контрольні запитання та завдання

1. Перелічіть види фінансових звітів і охарактеризуйте їх.
2. Сформулюйте методичні підходи до оцінки фінансової звітності.
3. Якими прийомами користуються під час аналізу фінансових звітів?
4. Розкрийте поняття фінансової діагностики та її значення в системі управління підприємством.
4. Визначте основні положення фінансової діагностики.
5. Якими показниками користуються при оцінюванні фінансового стану підприємства?

6. Що собою являє політика антикризового фінансового управління і які тактичні заходи подолання кризових явищ Вам відомі?

7. Визначте й схарактеризуйте внутрішні та зовнішні фактори виникнення фінансових криз.

РЕКОМЕНДОВАНИЙ СПИСОК ОСНОВНОЇ ТА ДОДАТКОВОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: [Підручник]/ И.А. Бланк– К.: Ника-Центр, 2004. – 653 с.
2. Брігхем Є. Основи фінансового менеджменту: [Підручник] / Є. Брігхем. – К.: Молодь, 1997.– 1000 с.
3. Гончаров А.Б. Фінансовий менеджмент: Навчальний посібник. – Х.:ВД «ІНЖЕК», 2003. – 240 с.
4. Гридчина М.В. Фінансовий менеджмент: [Курс лекцій]. – К., 2002. – 158 с.
5. Кірейцев Г.Г. Фінансовий менеджмент: [Підручник]. – К., 2004. – 531 с.
6. Крайник О.П., Клепова З.В. Фінансовий менеджмент: [Навч. посібник] – Львів: Дакор, 2000. - 260 с.
7. Миронов М.Г. Финансовый менеджмент: [Підручник] – М., 2004.
8. Пазинич В.І. Фінансовий менеджмент: [Навч. посібник] / В.І. Пазинич, А.В. Шулейко. – К.:ЦУЛ, 2011. – 408 с.
9. Фінансовий менеджмент: [Підручник] / за ред. А.М. Поддєрьогіна. –К.: КНЕУ, 2005. – С.9-13.
10. Птащенко Л.О. Управління корпоративними фінансами: [Навч. посібник] / Л.О. Птащенко. – К.: ЦУЛ, 2008. – 298 с.
11. Савчук В.П. Практическая энциклопедия. Финансовый менеджмент. – К.: Издательский дом «Максимум», 2005. – 884 с.
12. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: [Навчальний посібник] – К.: КНЕУ, 2003. – 554 с.
13. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: [Навч. посіб.] – К.: Знання-Прес, 2002.
14. Глівенко С.В., Соколов М.О., Теліженко О.М. Економічне прогнозування: [Навч. посібник]. - 3-є видання, доп. – Суми: ВТД «Університетська книга», 2004.
15. Глушко В.І., Пилипенко О.І. Фінансові ризики: [Навчальний посібник]. – К.: Знання, 1998. – 188 с.
16. Кононенко О. Аналіз фінансової діяльності. – 3-є видання. – Х.: Фактор, 2005. – 156 с.
17. Про акціонерні товариства: Закон України, 2009 р.
18. Про господарські товариства: Закон України від 19 вересня 1991 року.
19. Про інвестиційну діяльність: Закон України / Збірник законів України. Т.1. – 1991.
20. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23 лютого 2006 року.
21. Інвестування: [Навч. посібник] / За ред. В.О. Грищової. - 2-е видання. – Х.: ІНЖЕК, 2004.
22. Кудряшов В.П. Финансы: [Навчальний посібник] – Х., 2002. – 351 с.
23. Пушкар М.С., Пушкар Р.М. Контролінг – інформаційна підсистема стратегічного менеджменту: Монографія. – Тернопіль, 2004. – 370 с.
24. Терещенко О.О. Фінансова санація та банкрутство підприємств: [Навч. посібник] – К.: КНЕУ, 2002. – 412с.