

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

**ІНІ фінансів, економіки, управління та права
Кафедра фінансів, банківського бізнесу та оподаткування**



КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ

**з дисципліни «Фінансовий та інвестиційний
менеджмент»
для студентів другого (магістр) ступеня вищої освіти**



Укладач: Ліана Птащенко, д.е.н., професор

Полтава 2023

Конспект лекцій із дисципліни «Фінансовий та інвестиційний менеджмент»
для студентів другого (магістр) ступеня вищої освіти – НУПП, 2023. – 135 с.

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

Рецензенти: д.е.н., професор, завідувач кафедри міжнародних економічних
відносин та туризму Ірина Чичкало-Кондрацька

д.е.н., професор, завідувач кафедри менеджменту і логістики
Володимир Гришко

Відповідальний за випуск: в.о. завідувача кафедри фінансів, банківського
бізнесу та оподаткування В.А. Кулик, д.е.н., професор

Затверджено науково-методичною
комісією ННІ фінансів, економіки,
управління та права
Протокол № 3 від 31.10.2023 р.

Авторська редакція

52.38.02.01

© Птащенко Л. О., 2023 рік
© Національний університет імені
Юрія Кондратюка, 2023 рік

ЗМІСТ

Змістовий модуль 1

Методичний інструментарій фінансового менеджменту. Система управління активами та капіталом у бізнесі

Тема 1. Теоретико-методичні засади та механізм фінансового менеджменту.....	4
Тема 2. Концепція та методичний інструментарій оцінювання вартості грошових активів у часі та з урахуванням фактора інфляції.....	22
Тема 3. Управління капіталом підприємства й оптимізація його структури	
Тема 4. Управління оборотними активами підприємства.....	40
Тема 5. Управління грошовими потоками бізнесу.....	52

Змістовий модуль 2

Теоретичні основи та практична реалізація інвестиційного менеджменту

Тема 6. Теоретико-методичні засади інвестицій підприємства.....	77
Тема 7. Основи інвестиційного менеджменту підприємств.....	92
Тема 8. Управління формуванням інвестиційних ресурсів.....	104
Тема 9. Характеристика та методи оцінювання фінансових інструментів інвестування	112
Тема 10. Інвестиційна стратегія підприємства та основні методи її формування.....	120

РЕКОМЕНДОВАНИЙ СПИСОК БАЗОВОЇ ТА ДОПОМІЖНОЇ ЛІТЕРАТУРИ.....	135
---	-----

ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 1

МЕТОДИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ. СИСТЕМА УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ ТА КАПІТАЛОМ У БІЗНЕСІ

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 ХІХ-ХХ сторіччя 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 загальної структури фінансового менеджменту.

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

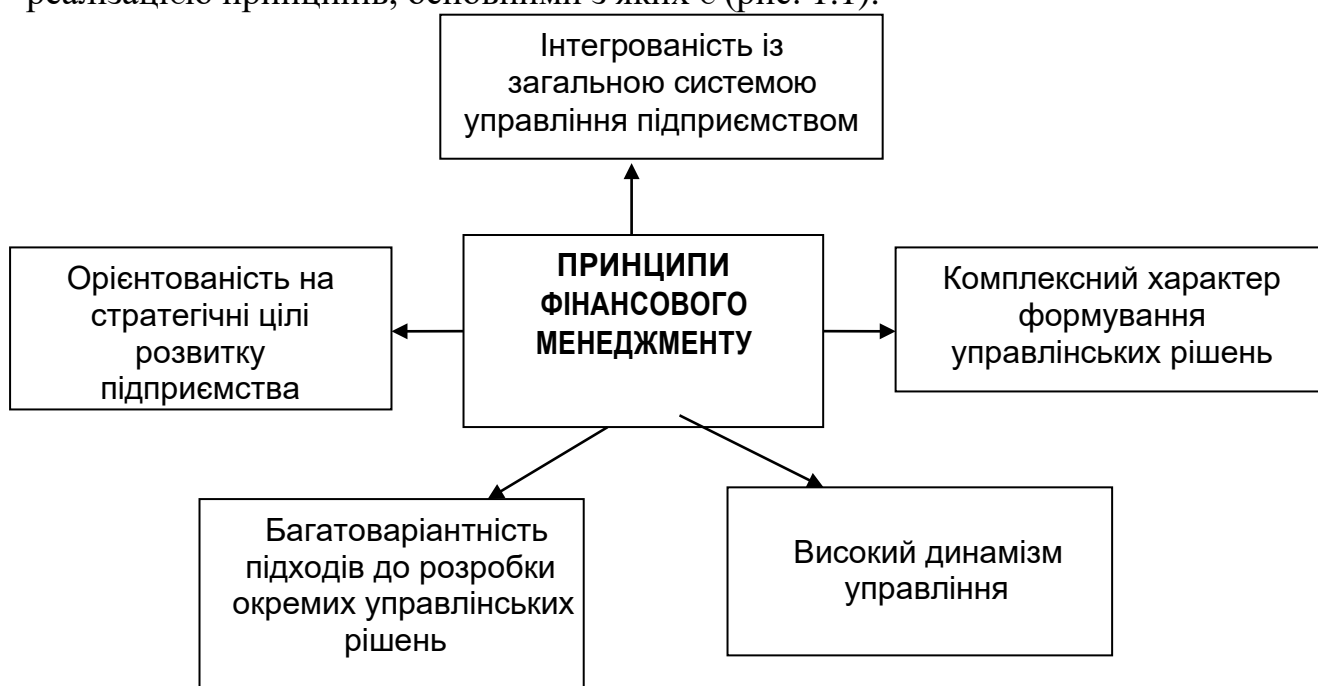


Рис. 1.1. Основні принципи фінансового менеджменту

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).

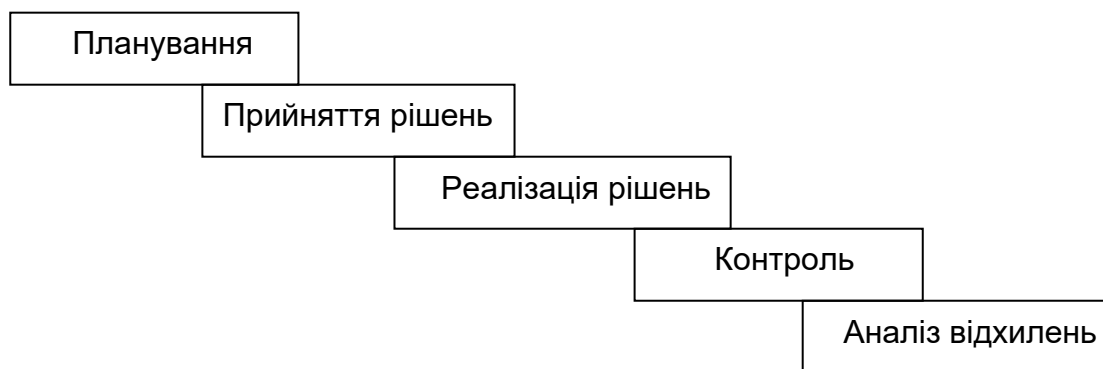


Рис. 1.2. Схема етапів процесу управління

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

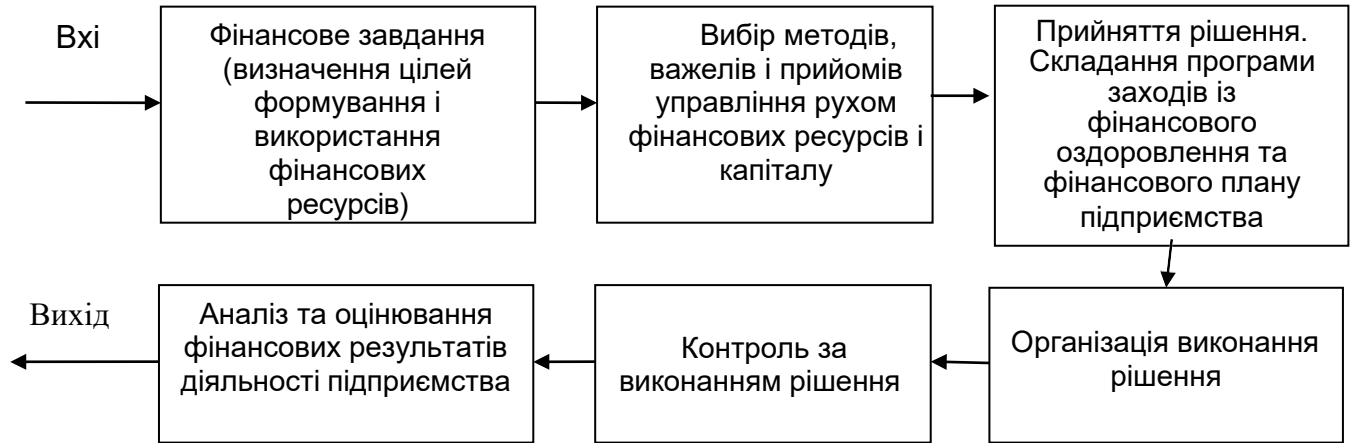


Рис. 1.3. Структурно-логічна схема фінансового менеджменту

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 загрозі 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 здійснюватися 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 доміантних 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;
- Послідуєчий 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.

Тема 2. КОНЦЕПЦІЯ І МЕТОДИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ГРОШОВИХ АКТИВІВ У ЧАСІ ТА З УРАХУВАННЯМ ФАКТОРА ІНФЛЯЦІЇ

- 2.1. Концепція і методичний інструментарій оцінки вартості грошей у часі.
- 2.2. Теперішня і майбутня вартість грошових активів. Методичний інструментарій оцінки теперішньої і майбутньої вартості грошей по схемі простих і складних відсотків.
- 2.3. Основні показники, що враховують фактор інфляції, та поняття, якими користуються при розрахунках.
- 2.4. Методичний інструментарій прогнозування річного темпу та індексу інфляції.
- 2.5. Формування реальної відсоткової ставки з урахуванням фактору інфляції. Оцінка вартості грошей з урахуванням фактору інфляції та ризику.

2.1. 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 послідуочі.

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

Послідуочий 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.

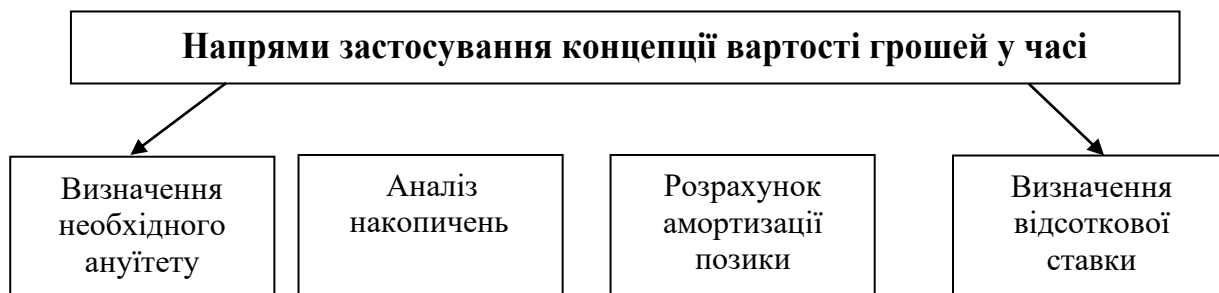


Рис. 2.1. Напрями застосування концепції вартості грошей в часі.

2.2. 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, приведену 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 перетворяться 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

$$P_n = P(1+r \times n), \quad (2.1)$$

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

$$P_t = P(1 + r(t/T)) \quad (2.2)$$

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

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

$$P_t = P (1 + r (t/360)) \quad (2.3)$$

чи $P_t = P(1 + r (t/365)). \quad (2.4)$

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:

$$r = r / 360 \times 365, \quad (2.5)$$

$$r = r / 365 \times 360, \quad (2.6)$$

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:

$$P_t = P (1 + r \times t/12). \quad (2.7)$$

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 зросте 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

$$P_n = P (1 + r)^n. \quad (2.8)$$

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

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

$$P_n = P (1 + r/m)^{nm}, \quad (2.9)$$

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.

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

$$б) P_5 = 9000 (1 + 0,18/4)^{5 \times 4} = 21705,43$$

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

$$P = \frac{P_n}{(1+r)^n}, \quad (2.10)$$

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 прийнятна норма прибутку складає 14%.

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

При нарахуванні складного відсотка m разів на рік формула (2.10) набуває вигляду:

$$P = \frac{P_n}{(1+r/m)^{mn}}, \quad (2.11)$$

а для відсотка, що нараховується безперервно:

$$P = \frac{P_n}{e^{mr}}, \quad (2.12)$$

На підставі формул (2.10), (2.11), (2.12) одержуємо відповідно формули дисконтованої вартості для простого відсотка:

$$P = \frac{P_n}{1+n \times r}; \quad (2.13)$$

$$P = \frac{P_n}{1+r (t/360)}; \quad (2.14)$$

$$P = \frac{P_n}{1+r (t/365)}. \quad (2.15)$$

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 (2.13) одержимо

$$n = (P_n / P - 1) : r. \quad (2.16)$$

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

$$F = \sum_{t=1}^n C_t (1+r)^{n-t}, \quad (2.17)$$

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.

$$F = C/r [(1+r)^n - 1] \quad (2.18)$$

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 :

$$C = \frac{F \times r}{(1+r)^n - 1}. \quad (2.19)$$

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: $5000 \times 0,3$

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

$$(1 + 0,3)^3 - 1$$

Вище розглянуто простий ануїтет (постнумерандо).

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

$$F_{pre} = C \frac{(1 + r)^{-n}}{r} \times (1 + r), \quad (2.20)$$

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.

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

2.3. 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, викликаної 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.

2.4. Методичний інструментарій прогнозування річного темпу та індексу інфляції

При прогнозуванні річного темпу інфляції використовується така формула:

$$i_p = (1 + i_m)^{12} - 1, \quad (2.21)$$

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:

$$I_p = 1 + i_p$$

$$\text{або } I_p = (1 + i_m)^{12}, \quad (2.22)$$

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.

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

3.1. 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:

$$1 + r = (1 + y)(1 + i), \quad (2.23)$$

де r – номінальна ставка відсотка,

y – реальна ставка відсотка,

i – темп інфляції.

З рівняння (2.23) можна одержати реальну відсоткову ставку:

$$y = \frac{1 + r}{1 + i} - 1, \quad \text{або} \quad (2.24)$$

$$y = \frac{r - i}{1 + i} \quad (2.25)$$

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 (2.23)

$$1 + r = 1 + y + i + yi \quad (2.26)$$

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):

$$P_p = \frac{S_n}{[(1 + y) \times (1 + i)]^n}, \quad (2.27)$$

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

$$P_i = P \times i_n \quad (2.28),$$

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.

Тема 3. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА Й ОПТИМІЗАЦІЯ ЙОГО СТРУКТУРИ

3.1. Економічна сутність та класифікація капіталу підприємства.

3.2. Мета формування та характеристика складових власного капіталу підприємства.

3.3. Політика управління власним капіталом підприємства.

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

3.5. Ефект фінансового левериджу.

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

3.1. Економічна сутність та класифікація капіталу підприємства

Капітал являє 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 або соціального ефекту. 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. 3.1):

Класифікація капіталу підприємства

Ознака класифікації	Класифікаційні групи
1	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»

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, депозитних рахунків, сертифікатів банків тощо).

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

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).

3.2. 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:

$$ВК_{ос} = НА - ДПК_{на},$$

де $ВК_{ос}$ – 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:

$$ВК_{об} = OA - ДПК_{о} - КПК,$$

де $ВК_{об}$ – 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. 3.1):

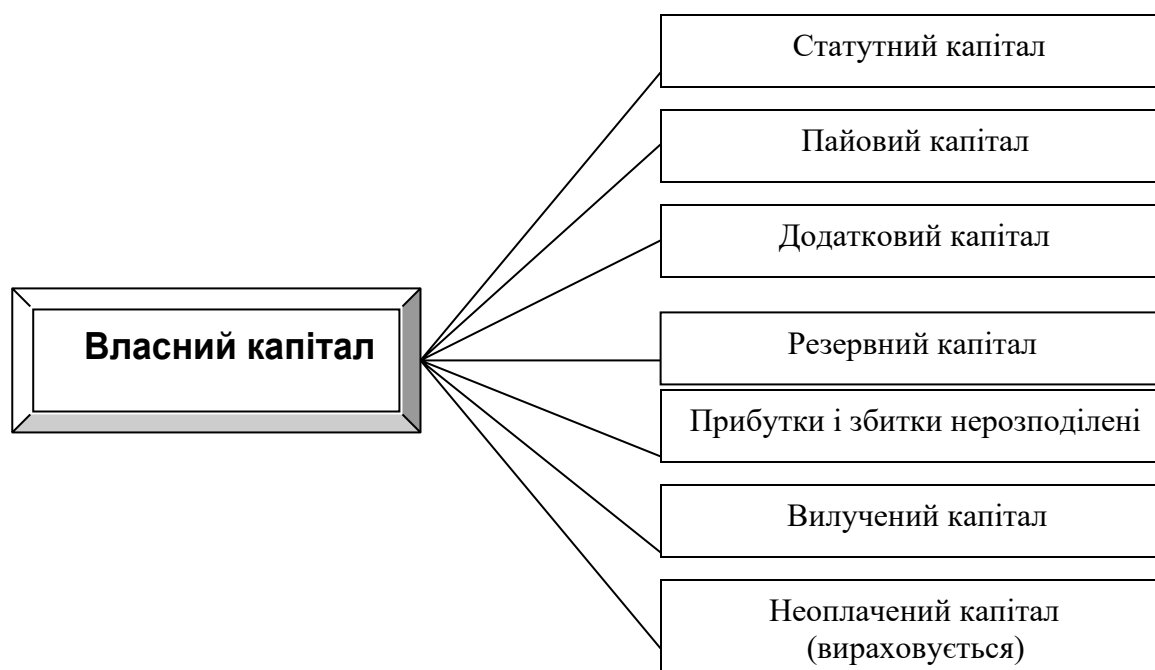


Рис. 3.1. Форми власного капіталу.

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.

3.3. 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:

$$P_{\text{вфр}} = \frac{P_{\text{к}} \times U_{\text{вк}}}{100} - \text{ВК}_{\text{поч}} + P_{\text{р}},$$

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

$P_{\text{к}}$ – загальна потреба в капіталі на кінець планового періоду,

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

$\text{ВК}_{\text{поч}}$ – сума власного капіталу на початок планового року,

$P_{\text{р}}$ – 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:

$$\text{ЧП} + \text{АВ} \rightarrow \text{ВФР}_{\text{макс}},$$

де ЧП – запланована сума чистого прибутку підприємства;

АВ – запланована сума амортизаційних відрахувань,

ВФР_{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:

$$\Delta ВФР_{зовн} = П_{вфр} - \Delta ВФР_{внут},$$

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

$П_{вфр}$ – загальна потреба у власних фінансових ресурсах підприємства у плановому періоді,

$\Delta ВФР_{внут}$ – 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.

$$К_{сф} = \frac{ВФР}{\Delta А + С_{вфр}},$$

де $К_{сф}$ – коефіцієнт самофінансування розвитку підприємства в майбутньому періоді,

ВФР – запланований обсяг формування власних фінансових ресурсів,

$\Delta А$ – запланований приріст активів підприємства,

$С_{вфр}$ – 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. 3.2.):



Рис.3.2. Основні етапи формування емісійної політики підприємства при залученні акціонерного капіталу.

3.4. 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

$$\text{ВКФ}_3 = \frac{\text{ЧП}_в}{\text{ВК}} \times 100 ,$$

де ВКФ_3 – вартість функціонуючого власного капіталу підприємства у звітному періоді, %;

$\text{ЧП}_в$ – 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 ($\text{ВКФ}_п = \text{ВКФ}_3 \times \text{ПВ}_т$, де $\text{ВКФ}_п$ – вартість функціонуючого власного капіталу в плановому періоді, $\text{ПВ}_т$ – 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 звітного періоду – 720 тис. грн, а на кінець, відповідно – 910 тис. грн.

Визначити вартість власного капіталу, який використовується у звітному періоді.
Розв'язок.

$$\text{ВКФ}_3 = \frac{240}{(720 + 910): 2} \times 100 = 29,4\% .$$

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 вирахуванням витрат на розміщення.

Ціна капіталу, залученого шляхом емісії привілейованих акцій дорівнює приблизно сумі дивідендів, яку сплачує акціонерам емітент, за вирахуванням витрат на розміщення. Оскільки привілейовані акції є цінними паперами з фіксованим доходом, то ціна цього джерела ($\text{Ц}_{ап}$) визначається за формулою

$$\text{Ц}_{ап} = \frac{\text{Д}_р}{\text{ВК}_{ап} \times (1 - \text{В}_{еап})} \times 100\% ,$$

де $\text{Д}_р$ – сума фіксованих дивідендів у грошовому виразі;

$\text{ВК}_{ап}$ – сума власного капіталу, залученого за рахунок емісії привілейованих акцій;

$\text{В}_{еап}$ – рівень витрат на емісію привілейованих акцій, виражений дес. дробом.

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

$$\text{ВК}_{аз} = \frac{\text{К}_а \times \text{Д}_{аз} \times \text{Т}_{\Delta д} \times 100}{\text{ВК}_{аз} \times (1 - \text{В}_е)} ,$$

де $V_{K_{аз}}$ – 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;

$V_{K_{аз}}$ – 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:

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

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

ВКб – ставка відсотку за банківський кредит, %;

С_{пп} – 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%.

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

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 квартальних 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):

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

де r_{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.

$$ВФЛ = \frac{(ЛС - НА) \times (1 - С_{пп})}{1 - ВЗ_{фл}},$$

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

$ЛС$ – річна лізингова ставка, %;

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

$С_{пп}$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

$ВЗ_{фл}$ – 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 $ВТК_k$ – 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 $ВТК_k$ - 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 облигацій** на базі ставки купонного відсотку здійснюється за формулою:

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

де $ВOP_k$ – вартість позикового капіталу, залученого за рахунок емісії облигацій, %;

$СК$ – ставка купонного відсотку по облигації,

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

дробу;

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

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

Розв'язок.

1) Визначаємо ставку купонного відсотку $СК = 20: 200 \times 100\% = 10\%$.

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

$$V_B = \sum_{k=1}^{1 \times 2} \frac{20/1}{(1 + 0,2)^k} + \frac{200}{(1 + 0,2)^{2 \times 1}} = 16,67 + 13,89 + 138,89 = 169,45 \text{ грн.}$$

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 облігацій:

$$10 \times (1 - 0,16)$$

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

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

$$СВК = \sum_{i=1}^n V_i \times U_i$$

де СВК – середньозважена вартість капіталу підприємства; V_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 3.2

Вартість джерел коштів підприємства

Джерела коштів	Частка, (U_i), %	Потрібна прибутковість (V_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,

$$ЦКр = \frac{ЧП + Пк}{ВКс} ,$$

де ЦКр – ціна корпорації;

ВКс – ціна капіталу;

ЧП – чистий прибуток корпорації;

Пк – відсотки за користування позиковими джерелами.

Маржинальна (гранична) вартість капіталу

Ціна окремих джерел коштів, як і структура капіталу, може змінюватись. Тому зважена ціна капіталу (ВКс) 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 ВКс для первісного інвестиційного проекту і маржинальну вартість капіталу.

$$ВКс1 = 0,75 \times 0,20 + 0,25 \times 0,15 = 0,1875 \text{ (18,75\%)}$$

$$ВКс2 = 0,75 \times 0,22 + 0,25 \times 0,17 = 0,2075 \text{ (20,75\%)}$$

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.

3.5. Ефект фінансового левериджу

Одним з механізмів оптимізації структури капіталу підприємства є фінансовий леверидж. **Фінансовий леверидж 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 левериджу*. Він розраховується за такою формулою

$$\text{ЕФЛ} = (1 - C_{\text{пп}}) \times (\text{КВР}_a - \text{ВК}_{\text{кр}}) \times \text{ПК}/\text{ВК},$$

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

$C_{\text{пп}}$ – ставка податку на прибуток, виражена в десятковому дробі;

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

$\text{ВК}_{\text{кр}}$ – середній розмір відсотків за кредитні ресурси, які корпорація виплачує за використання позикового капіталу, %;

ПК – середня сума використовуюваного корпорацією позикового капіталу; ВК – середня сума власного капіталу корпорації.

З формули можна виділити три основні складові:

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

2. *Диференціал фінансового левериджу* $(\text{КВР}_a - \text{ВК}_{\text{кр}})$, який характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів та середнім розміром відсотка за кредит.

3. *Коефіцієнт фінансового левериджу* $(\text{ПК}/\text{ВК})$, що характеризує суму позикового капіталу, який підприємство використовує, в розрахунку на одиницю власного капіталу.

Податковий коректор фінансового левериджу практично не залежить від діяльності корпорації, оскільки ставка податку на прибуток визначена законодавчо. Разом з тим, у процесі управління фінансовим левериджем 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 левериджу є головною умовою, яка формує позитивний ефект фінансового левериджу. 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 левериджу є позитивною величиною. Чим вище позитивне значення диференціалу фінансового левериджу, 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 використовуюваного 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 левериджу з вище перелічених причин завжди призводить до зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу. В цьому випадку використання корпорацією позикового капіталу дає негативний ефект.

Коефіцієнт фінансового левериджу 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 левериджу буде викликати ще більший приріст коефіцієнта рентабельності власного капіталу, а при від'ємному значенні диференціалу приріст коефіцієнту фінансового левериджу буде призводити до ще більшого темпу зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу.

Таблиця 3.3

Формування ефекту фінансового левериджу

(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 позикового 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 позикового 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.

3.6. 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 позичкових 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.3.3).



Рис. 3.3. 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. 3.4. 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.

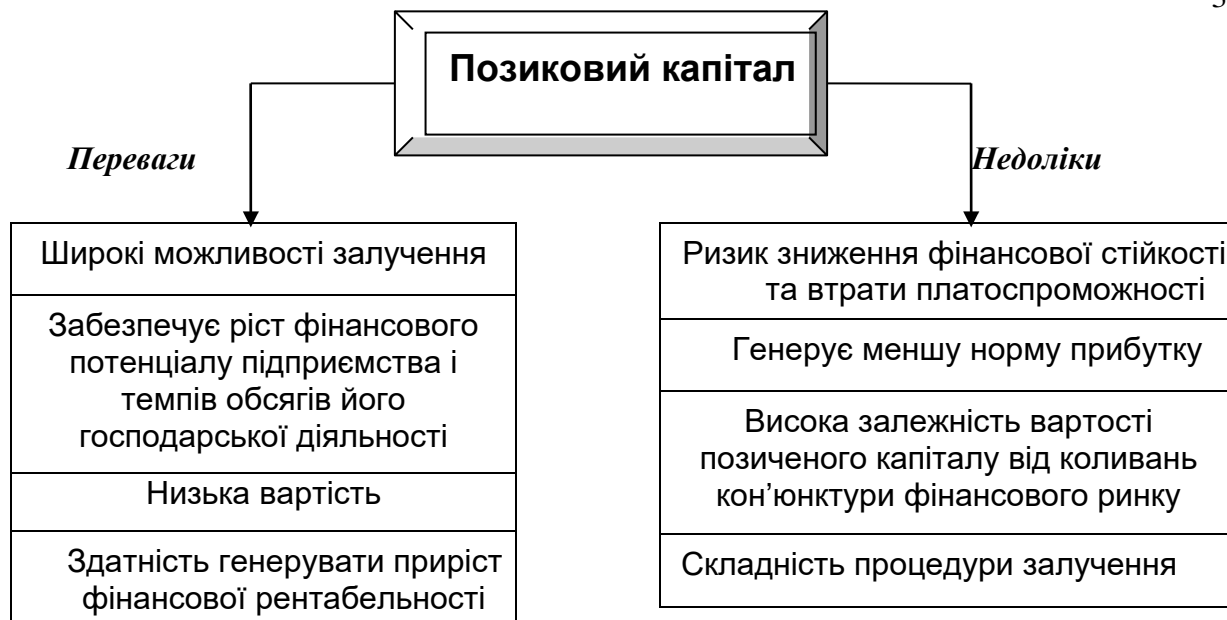


Рис. 3.4. Переваги та недоліки позикового капіталу.

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.

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 сформувався 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.

Тема 4. УПРАВЛІННЯ ОБОРОТНИМИ АКТИВАМИ ПІДПРИЄМСТВА

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

4.2. Метод оптимізації оборотних активів.

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

4.4. Управління дебіторською заборгованістю.

4.1. 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. 4.1).

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 тощо.

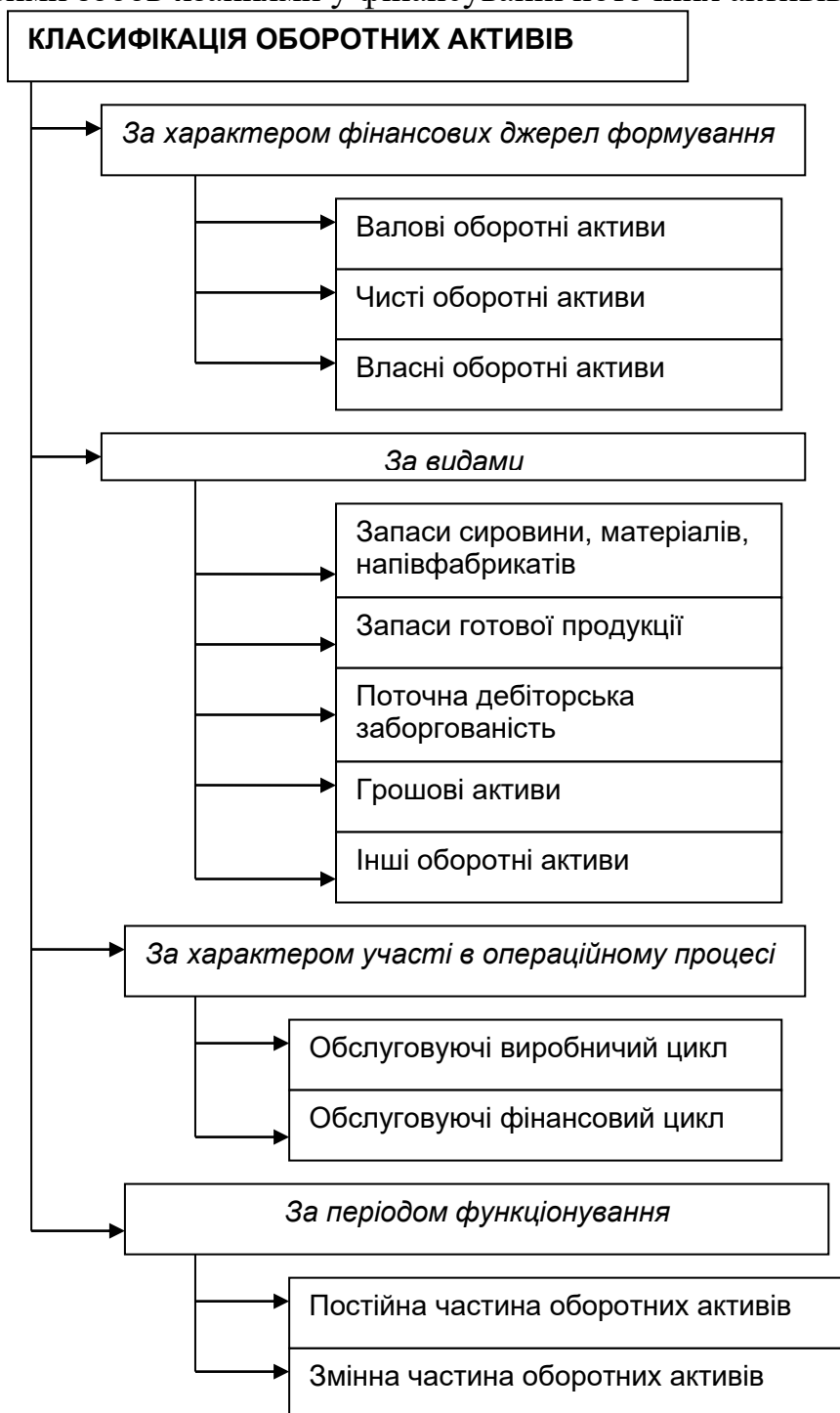


Рис. 4.1. Класифікація оборотних активів за основними ознаками

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. 4.2.).

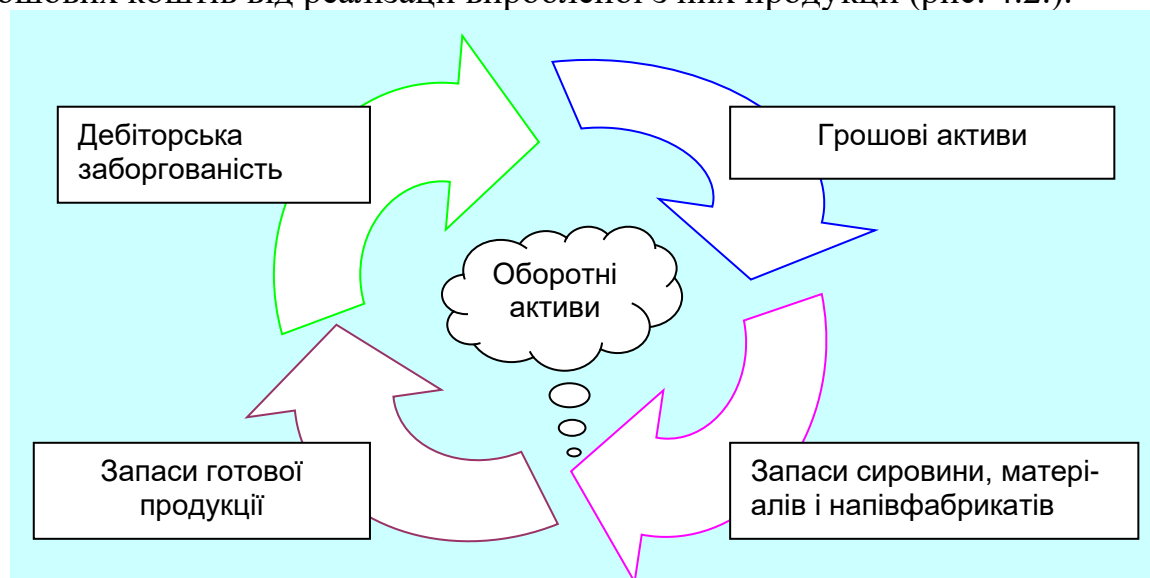


Рис. 4.2. Характеристика руху оборотних активів в процесі кругообігу

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

$$TOЦ = TO_{M3} + TO_{ГП} + TO_{ДЗ},$$

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

TO_{M3} – 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:

$$ТВЦ = TO_{M3} + TO_{НВ} + TO_{ГП},$$

де ТВЦ – тривалість виробничого циклу, в днях,

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

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

ТО_п – 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:

$$\text{ТФЦ} = \text{ТВЦ} + \text{ТО}_{\text{дз}} - \text{ТО}_{\text{кз}},$$

де ТФЦ – тривалість фінансового циклу, в днях,

ТВЦ – тривалість виробничого циклу, в днях,

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

ТО_{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 – $\text{ТОЦ} = 25 + 8 + 19 + 20 = 72$ дні.

2. Тривалість виробничого циклу – $\text{ТВЦ} = 25 + 8 + 19 = 52$ дні.

3. Тривалість фінансового циклу - $\text{ТФЦ} = 52 + 20 - 16 = 56$ 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:

$$R_{\text{оа}} = R_{\text{рп}} \times O_{\text{оа}},$$

де $R_{\text{оа}}$ – рентабельність оборотних активів,

$R_{\text{рп}}$ – рентабельність реалізації продукції,

$O_{\text{оа}}$ – 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:

$$OA_{п} = 3C_{п} + 3Г_{п} + ДЗ_{п} + ГА_{п} + I_{п},$$

де $OA_{п}$ – загальний обсяг ОА на кінець періоду, що розглядається,
 $3C_{п}$ – сума запасів сировини та матеріалів на кінець майбутнього періоду,
 $3Г_{п}$ – сума запасів готової продукції на кінець майбутнього періоду (з урахуванням перерахованого обсягу незавершеного виробництва),
 $ДЗ_{п}$ – сума поточної дебіторської заборгованості на кінець майбутнього періоду,
 $ГА_{п}$ – сума грошових активів на кінець майбутнього періоду,
 $I_{п}$ – 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:

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

де $OA_{пост}$ – сума постійної частини ОА в майбутньому періоді,
 $OA_{пл}$ – середня сума ОА в майбутньому періоді,
 $K_{мін}$ – коефіцієнт мінімального рівня ОА.
 - визначається максимальна і середня сума змінної частини ОА в майбутньому періоді по формулі:

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

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

де $OA_{з макс}$ – максимальна сума змінної частини ОА в майбутньому періоді,
 $OA_{з ср}$ – середня сума змінної частини ОА в майбутньому періоді,
 $OA_{пост}$ – сума постійної частини ОА в майбутньому періоді,
 $K_{макс}$ – коефіцієнт максимального рівня ОА,
 $K_{мін}$ – коефіцієнт мінімального рівня ОА.

4.2. 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 їх 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 зростанні 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:

$$K = C / B,$$

де C – середня вартість виробу в незавершеному виробництві,

B – 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.

4.3. 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.

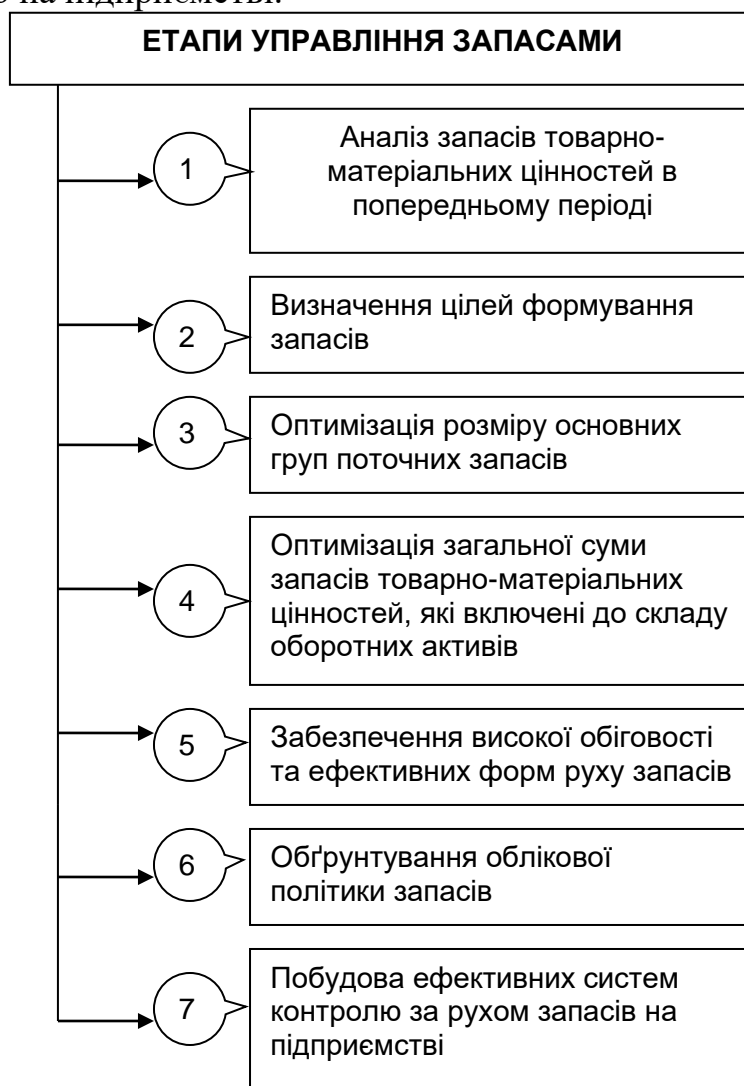


Рис. 4.3. Основні етапи управління запасами на підприємстві.

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:

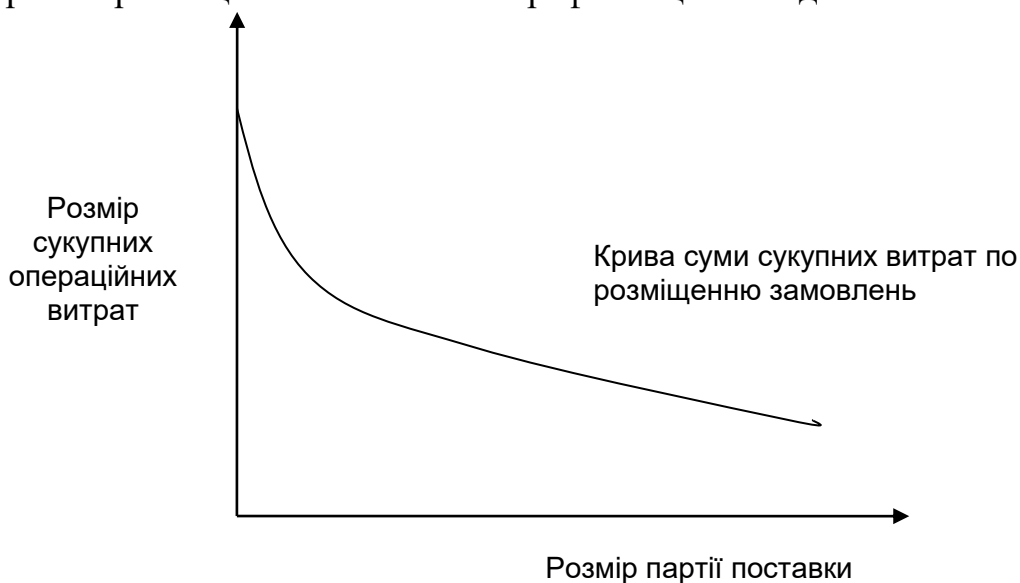


Рис. 4.4. Залежність сукупної суми операційних витрат по розміщенню замовлень від розміру партії поставки товарів.

Сума сукупних операційних витрат по розміщенню замовлень визначається за формулою:

$$OB_{pz} = \frac{OBC}{RPP} \times C_{pz},$$

де OB_{pz} – сума сукупних операційних витрат по розміщенню замовлень,

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

RPP – середній розмір однієї партії постачання товарів,

C_{pz} – 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 наступній формулі:

$$OB_{зб} = \frac{РПП}{2} \times V_{зб},$$

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

$V_{зб}$ – 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 наступною формулою:

$$РПП_0 = \sqrt{\frac{2 \times OBC \times C_{pz}}{V_{зб}}},$$

де $РПП_0$ – оптимальний середній розмір партії постачання товарів (EOQ),

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

C_{pz} – середня вартість розміщення одного замовлення,

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

Відповідно оптимальний середній розмір виробничого запасу визначається за формулою:

$$V_{з0} = \frac{РПП_0}{2},$$

де $V_{з0}$ – 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:

$$РПП_0 = \sqrt{\frac{2 \times 1000 \times 12}{6}} = \sqrt{400} = 63,2 \text{ грн.}$$

Оптимальний середній розмір сировини при цьому становитиме:

$$V_{з0} = \frac{63,2}{2} = 31,6 \text{ грн.}$$

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

$$Z_{п} = (N_{пз} \times O_0) + Z_{сз} + Z_{цп},$$

де $Z_{п}$ – оптимальна сума запасів на кінець періоду, що розглядається,

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

O_0 – 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»:

$$IE_o = \frac{PB_1 - PB_2}{OПM_п} \times 100 ,$$

де IE_o – інтегральна економічна ефективність оптимізації матеріальних потоків ОА підприємства, у %,

PB_1 – фактична сума повних витрат на організацію матеріальних потоків до проведення їх оптимізації у визначеному періоді,

PB_2 – очікувана сума повних витрат на організацію матеріального потоку аналогічного обсягу після проведення його оптимізації в аналогічному періоді,

$OПM_п$ – 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 «АВС» та «рівня повторного замовлення».

4.4. 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 в поточну дебіторську заборгованість:

$$\text{КОА}_{\text{дз}} = \frac{\text{ДЗ}_{\text{в}} + \text{ЧРВ}_{\text{дз}} + \text{РСБ}}{\text{ОА}},$$

де $\text{КОА}_{\text{дз}}$ – коефіцієнт відволікання оборотних активів в поточну дебіторську заборгованість за товари, роботи та послуги,

$\text{ДЗ}_{\text{в}}$ – сума поточної дебіторської заборгованості покупців, яка оформлена векселями,

$\text{ЧРВ}_{\text{дз}}$ – сума чистої реалізаційної вартості дебіторської заборгованості,

РСБ – сума резерву сумнівних боргів,

ОА – сума оборотних активів підприємства.

- коефіцієнта можливої інкасації поточної дебіторської заборгованості:

$$\text{КМІ}_{\text{дз}} = \frac{\text{ДЗ}_{\text{в}} + \text{ЧРВ}_{\text{дз}}}{\text{ДЗ}_{\text{в}} + \text{ЧРВ}_{\text{дз}} + \text{РСБ}}.$$

Середній період інкасації поточної дебіторської заборгованості розраховується за формулою:

$$\text{ПДз} = \frac{\text{ДЗ}_{\text{в}} + \text{ЧРВ}_{\text{дз}}}{\text{О}_0},$$

де ПДз – середній період інкасації поточної дебіторської заборгованості (в днях),

$\text{ДЗ}_{\text{в}}$ – середня сума поточної дебіторської заборгованості покупців, яка оформлена векселем (розраховується як середня хронологічна),

$\text{ЧРВ}_{\text{дз}}$ – середня сума чистої реалізаційної вартості дебіторської заборгованості,

О_0 – сума денного обороту по реалізації продукції в періоді, що розглядається.

Суму ефекту від інвестування коштів в дебіторську заборгованість розраховують за формулою:

$$\text{Е}_{\text{дз}} = \text{ПДз} - \text{ПВ}_{\text{дз}} - \text{ФВ}_{\text{дз}},$$

де $\text{Е}_{\text{дз}}$ – сума ефекту, отриманого від інвестування коштів в дебіторську заборгованість по розрахунках з покупцями,

ПДз – додатковий прибуток підприємства, отриманий від збільшення обсягу реалізації продукції за рахунок надання кредиту,

$\text{ПВ}_{\text{дз}}$ – поточні витрати підприємства, пов'язані з організацією кредитування покупців та інкасацією боргу,

$\text{ФВ}_{\text{дз}}$ – сума прямих фінансових витрат від неповернення боргу покупцями.

Поряд з абсолютною сумою ефекту можна розрахувати і відносний показник – коефіцієнт інвестування коштів:

$$\text{КЕ}_{\text{дз}} = \frac{\text{Е}_{\text{дз}}}{\text{ДЗ}_{\text{рп}}},$$

де $KE_{дз}$ – коефіцієнт ефективності інвестування в дебіторську заборгованість по розрахунках з покупцями,

$E_{дз}$ – сума ефекту, отриманого від інвестування коштів в поточну дебіторську заборгованість по розрахунках з покупцями у визначений період,

$ДЗ_{рп}$ – 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 = $ВР / ДЗ_{сер}$,

де $ВР$ – виручка від реалізації,

$ДЗ_{сер}$ – середня дебіторська заборгованість.

Для розрахунку середньої дебіторської заборгованості використовуються формули:

Середньої хронологічної –

$$ДЗ_{сер} = \frac{ДЗ_1/2 + ДЗ_2 + ДЗ_3 + \dots + ДЗ_n/2}{n - 1},$$

де $ДЗ_1, ДЗ_2, \dots, ДЗ_n$ – величина ДЗ на початок кожного місяця;

середньої арифметичної –

$$ДЗ_{сер} = \frac{ДЗ_{поч. \text{ періоду}} + ДЗ_{кін. \text{ періоду}}}{2};$$

$$\text{Період погашення ДЗ} = \frac{360 \text{ днів}}{\text{Оборотність ДЗ}}.$$

Критерієм оптимальності розробленої та впровадженої кредитної політики виступає така 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 5. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ ПІДПРИЄМСТВА

5.1. Поняття та види грошових потоків підприємства. Етапи управління грошовими активами.

5.2. Розрахунки грошових потоків підприємства. Управління грошовими потоками.

5.3. Аналіз грошових активів підприємства.

5.4. Оптимізація середнього залишку грошових активів підприємства.

5.5. Системи контролю за грошовими активами.

5.6. Тотальне управління грошима як система.

5.1. 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 відосбленим 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 врахування 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. Поддерьогін пропонує класифікацію, як подано в таблиці 5.1. 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).

Таблиця 5.1

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

Таким чином, за формуванням чистого грошового потоку підприємства грошовий потік класифікується як вхідний (див. рис. 5.1) (за умови, коли рух коштів у рамках господарської операції веде до збільшення абсолютної величини грошових коштів, які перебувають у розпорядженні підприємства на певний момент часу) та вихідний грошовий потік (протилежний до вхідного грошового потоку напрямом впливу на фінансовий стан підприємства).

Сукупність вхідних грошових потоків є складовою чистого грошового потоку підприємства, типовий приклад якої подано на рис 5.2.

Вихідні грошові потоки являють собою напрями використання грошових коштів підприємства (рис. 5.3).

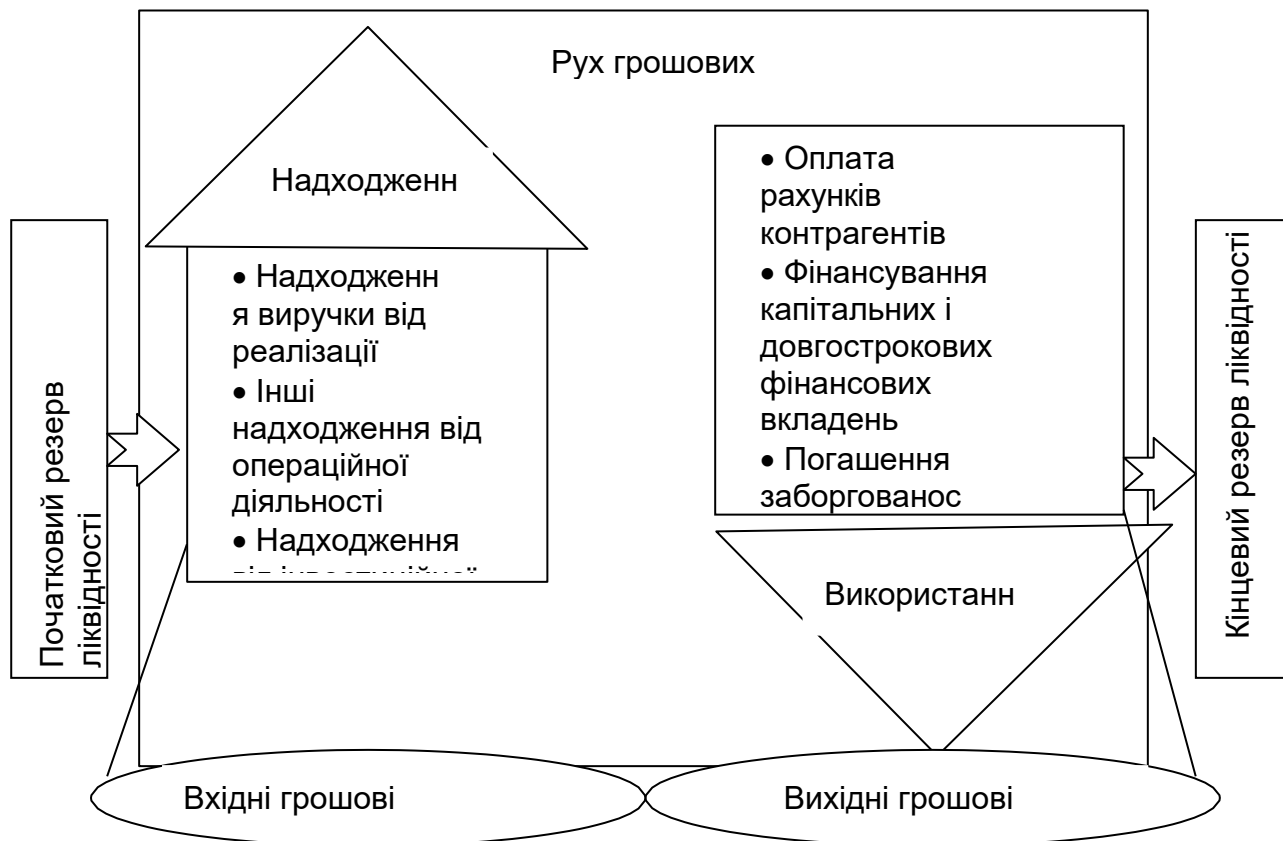


Рис. 5.1. Узгодження вхідних та вихідних грошових потоків

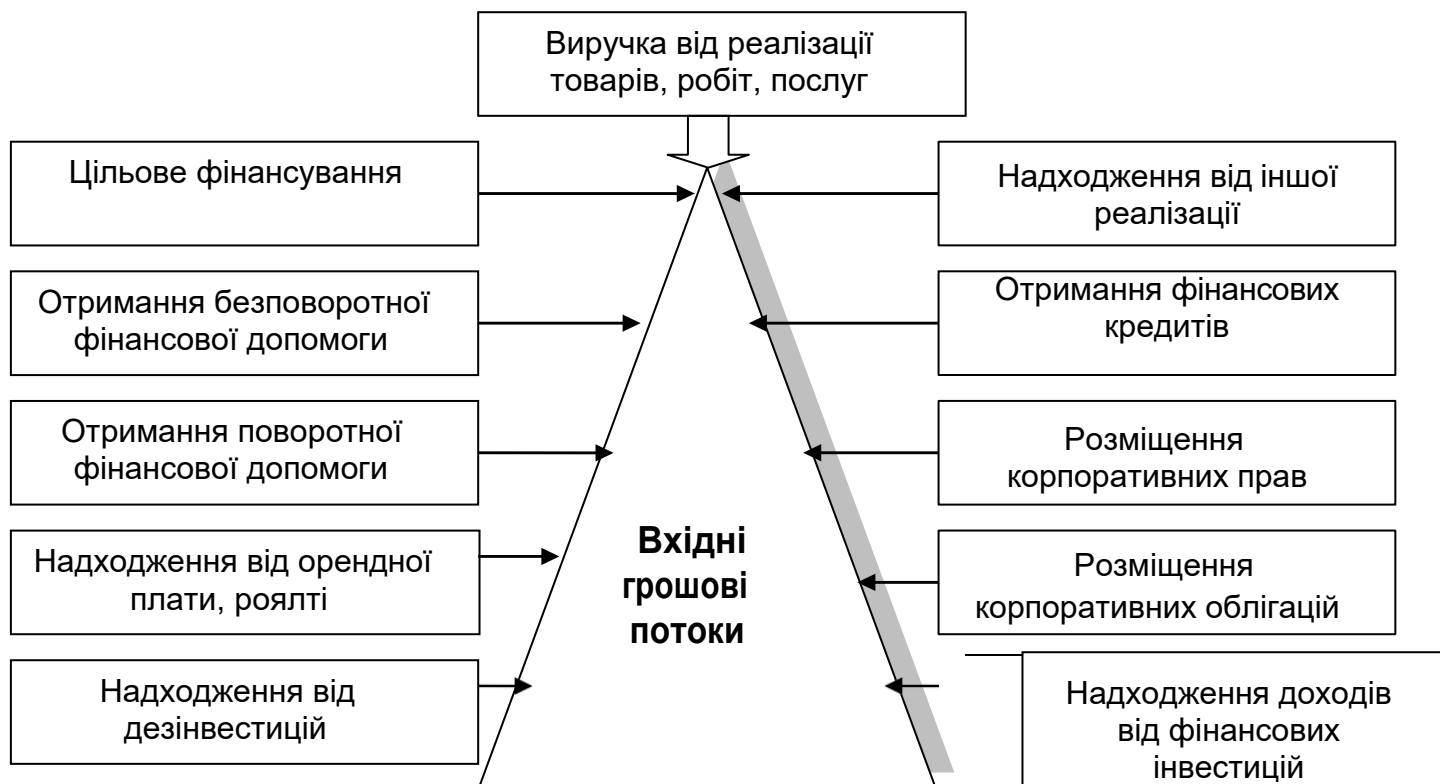


Рис. 5.2. Типова сукупність вхідних грошових потоків підприємства

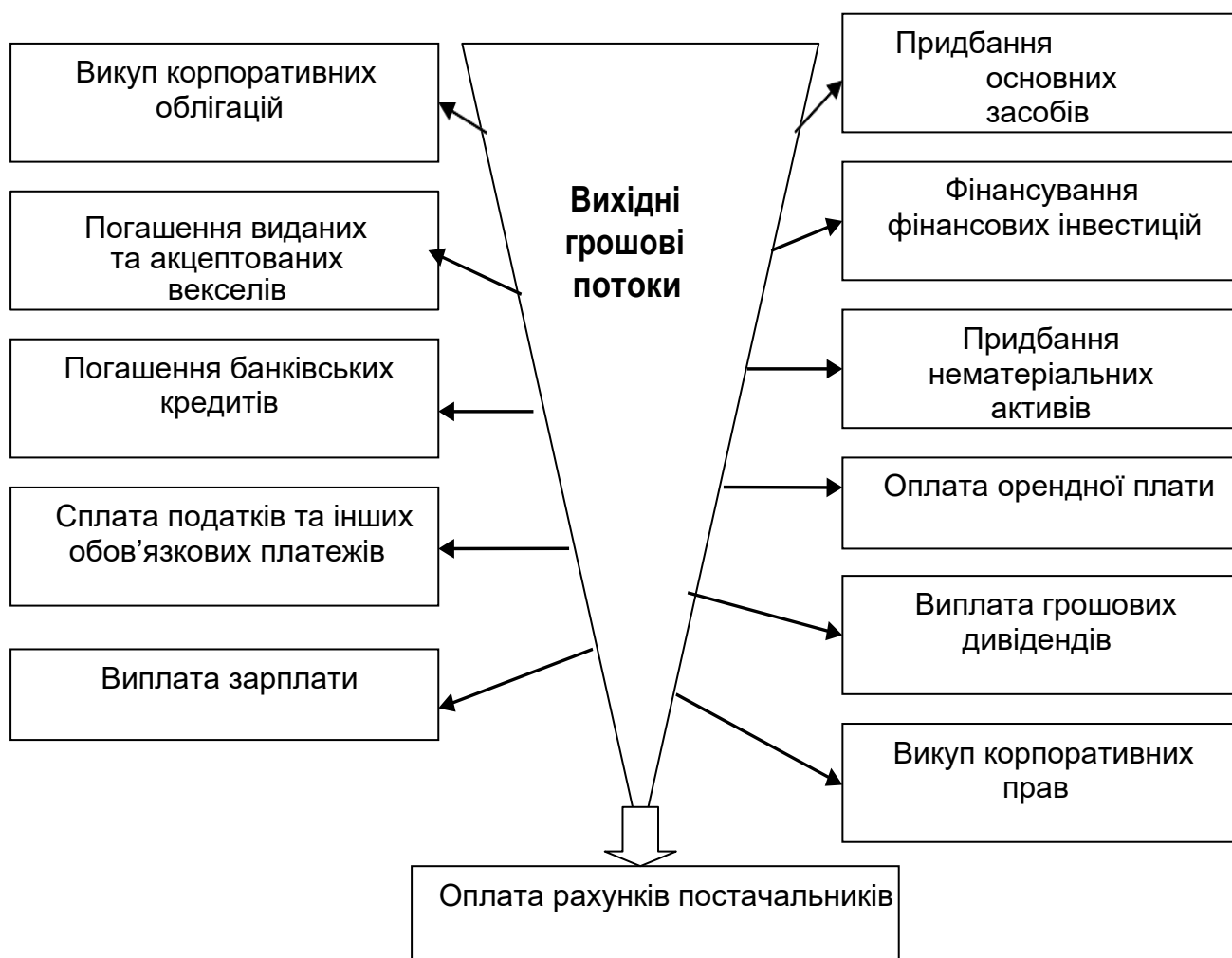


Рис. 5.3. Типова сукупність вихідних грошових потоків підприємства

5.2. 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

$$\begin{array}{c}
 \boxed{\text{ЧИСТИЙ ПРИБУТОК}} \\
 + \\
 \boxed{\text{АМОРТИЗАЦІЯ}} \\
 - \\
 \boxed{\text{СУМА ЗБІЛЬШЕННЯ ПОТОЧНИХ}} \\
 + \\
 \boxed{\text{СУМА ЗМЕНШЕННЯ ПОТОЧНИХ АТИВІВ}} \\
 + \\
 \boxed{\text{СУМА ЗБІЛЬШЕННЯ ПОТОЧНИХ}} \\
 - \\
 \boxed{\text{СУМА ЗБІЛЬШЕННЯ ПОТОЧНИХ}} \\
 = \\
 \boxed{\text{ОПЕРАЦІЙНИЙ ГРОШОВИЙ ПОТІК}}
 \end{array}$$

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:

$$\text{ЧГПп} = \text{ЧГПо} + \text{ЧГПі} + \text{ЧГПф}, \quad (5.1)$$

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,

$$\text{ЧГПо} = \text{РП} + \text{ІНо} - \text{Зтм} - \text{ЗПп} - \text{ППв} - \text{ППпф} - \text{ІВо}, \quad (5.2)$$

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. 5.4. 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.

Таблиця 4.2

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.

Як і всі функціональні системи фінансового менеджменту, управління грошовими потоками підлегла 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.

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 призведе 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. 5.5. 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.

Помірквана – 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 здійснюватися 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. 5.6.

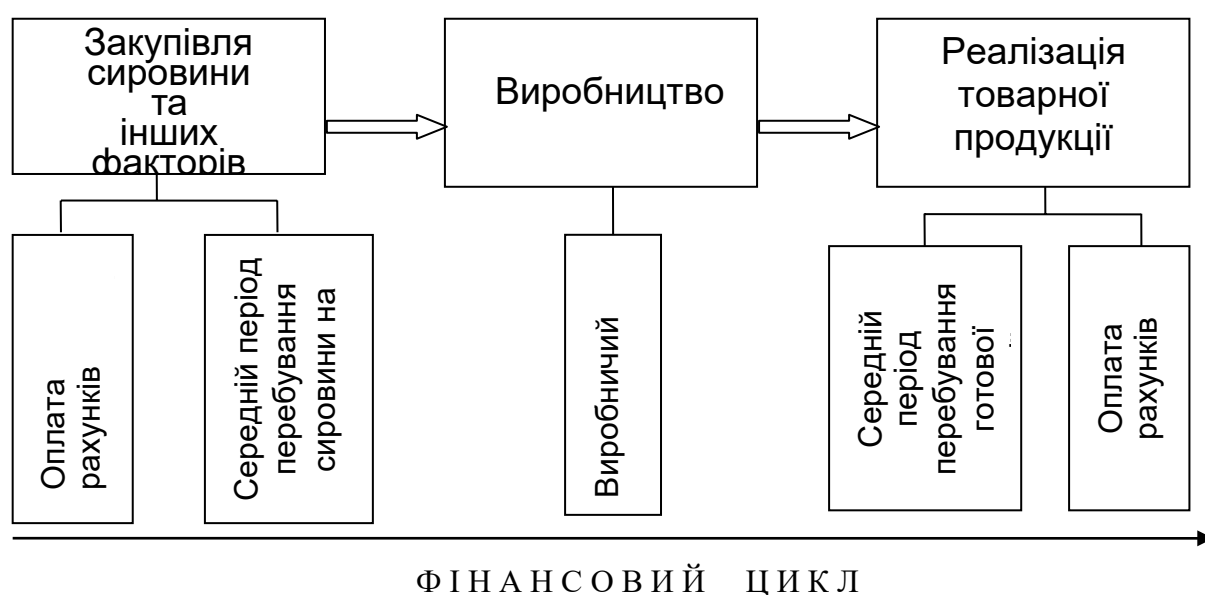


Рис. 5.6. Критичні фактори формування фінансового циклу

У спрощеному вигляді формування касового розриву в результаті основної діяльності підприємства можна подати таким чином:

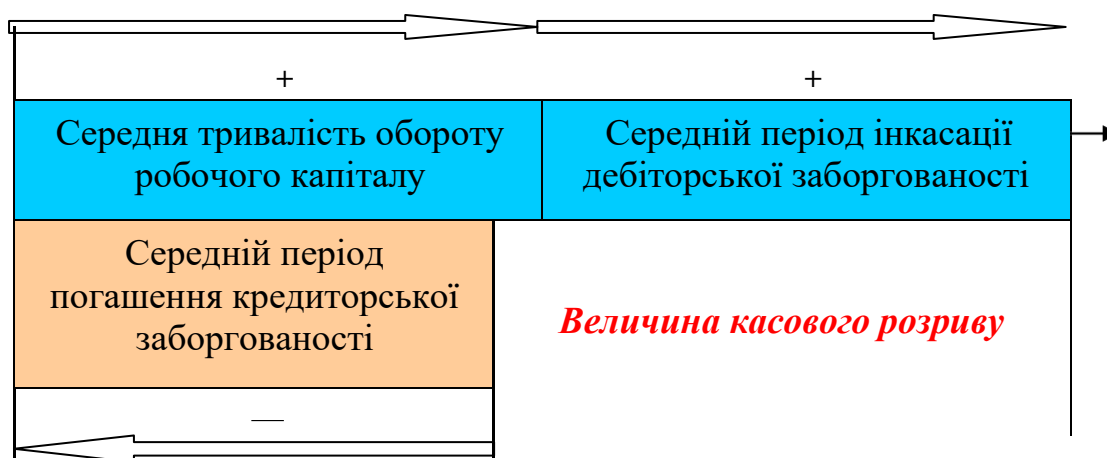


Рис. 5.7. Визначення касового розриву

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 5.8 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.

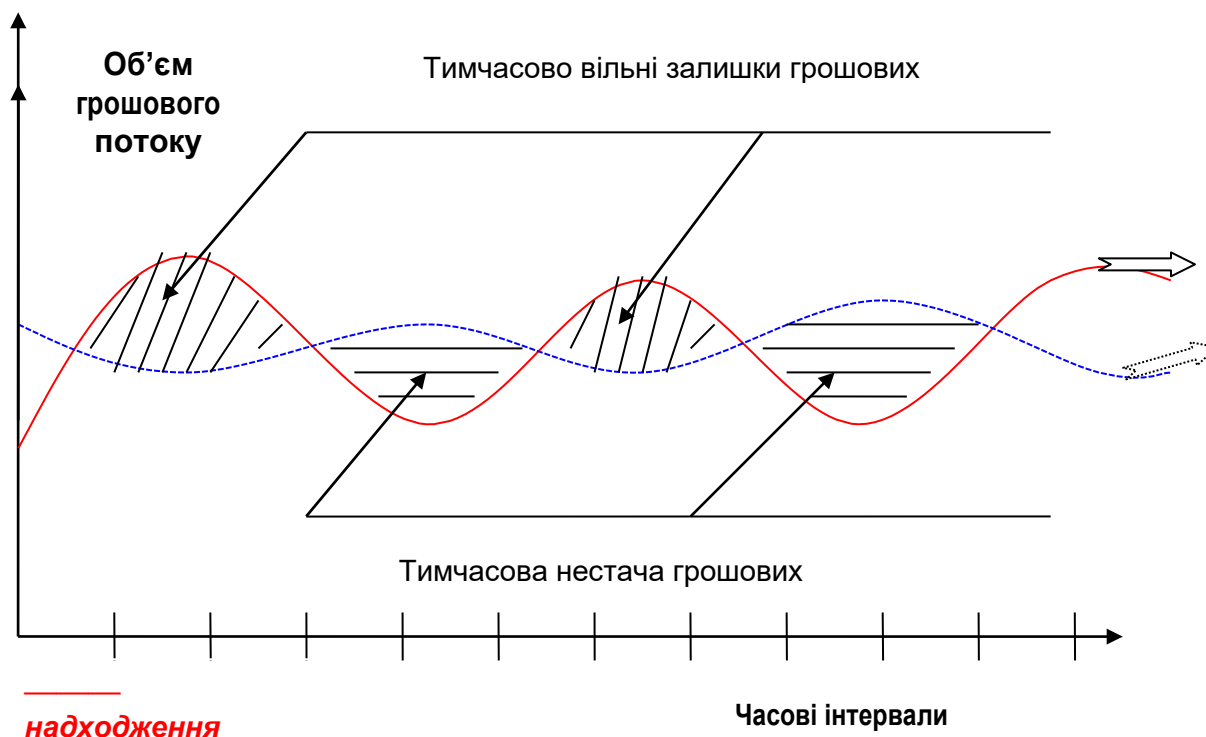


Рис. 5.8. Нерівномірність окремих видів грошових потоків у часі

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

$$KK_{\Gamma\Pi} = \sum_{t=1}^n P_{\Pi, \text{H}} \left[\frac{\overline{\Pi\Gamma_{nt}} - \overline{\Pi\Gamma\Pi}}{\sigma_{\Pi\Pi}} \right] \times \left[\frac{\overline{\text{H}\Gamma_{nt}} - \overline{\text{H}\Gamma\Pi}}{\sigma_{\text{H}\Gamma\Pi}} \right],$$

де $KK_{\Gamma\Pi}$ – коефіцієнт кореляції позитивного і негативного грошових потоків корпорації в періоді, що розглядається;

$P_{\Pi, \text{H}}$ – частота виникнення відхилень позитивного і негативного грошових потоків;

$\overline{\Pi\Gamma_{nt}}$ – сума позитивних грошових потоків в одному інтервалі періоду, що розглядається;

$\overline{\Pi\Gamma\Pi}$ – середня сума позитивних грошових потоків в одному інтервалі періоду, що розглядається;

$\sigma_{\Pi\Pi}$ – середньоквадратичне відхилення позитивного грошового потоку в періоді, що розглядається;

$\overline{\text{H}\Gamma_{nt}}$ – сума негативних грошових потоків в одному інтервалі періоду, що розглядається;

$\overline{\text{H}\Gamma\Pi}$ – середня сума негативних грошових потоків в одному інтервалі періоду, що розглядається;

$\sigma_{\text{H}\Gamma\Pi}$ – 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.5.3):

Таблиця 5.3

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 кожен 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.

5.3. 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

$$КО_{га} = \frac{ВГА_о}{ГА}.$$

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

$$КД_{чгп} = \frac{ЧГП}{ОБ + \Delta З_{тм} + Д_у},$$

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_у – сума дивідендів (процентів), виплачених власникам підприємства на вкладений капітал.

– коефіцієнт ліквідності грошового потоку підприємства в періоді, що розглядається

$$КЛ_{гп} = \frac{ПГП - (ГА_к - ГА_п)}{НГП},$$

де КЛ_{гп} – коефіцієнт ліквідності грошового потоку підприємства в період, що розглядається;

ПГП – сума валового позитивного грошового потоку (надходження грошових коштів);

ГА_к – сума залишку грошових активів підприємства на кінець періоду, що

розглядається;

$ГА_{п}$ – сума залишку грошових активів підприємства на початок періоду, що розглядається;

$НГП$ – сума валового негативного грошового потоку (витрачання грошових коштів).

– Коефіцієнт ефективності грошового потоку

$$KE_{гп} = \frac{ЧГП}{НГП}$$

– Коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку в періоді, що розглядається

$$KR_{чгп} = \frac{ЧГП - Д_y}{\Delta PI + \Delta FI_d}$$

де $KR_{чгп}$ – коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку в періоді, що розглядається,

$Д_y$ – сума дивідендів (відсотків), виплачених власникам підприємства на вкладений капітал,

ΔPI – сума приросту реальних інвестицій підприємства в період, що розглядається,

ΔFI_d – сума приросту довгострокових фінансових інвестицій підприємства в періоді, що розглядається.

5.4. 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 незнижувану 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:

$$ГА_о = \frac{ПО_{нп}}{КО_{га}},$$

де $ГА_о$ – планована сума операційного залишку ГА підприємства,

$ПО_{нп}$ – планований обсяг негативного грошового потоку по операційній діяльності підприємства,

$КО_{га}$ – 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.

$$ГА_о = \frac{300}{24} = 12,5 \text{ грн.}$$

Розрахунок планованої суми операційного залишку ГА може здійснюватись і на основі звітного 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:

$$ГА_о = ГА_ф + \frac{ПО_{вг} - ФО_{вг}}{КО_{га}},$$

де $ГА_ф$ – 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.

$$ГА_о = 11 + \frac{300 - 262}{24} = 12,6 \text{ тис. грн.}$$

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:

$$ГА_с = ГА_о \times КВ_{нгк},$$

де $ГА_с$ – планована сума страхового залишку ГА, $ГА_о$ – планова сума операційного залишку ГА,

$KB_{\text{нгк}}$ – 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 ΓA в плановому періоді визначається шляхом додавання розрахованої потреби в окремих видах:

$$\Gamma A = \Gamma A_o + \Gamma A_c + \Gamma A_k + \Gamma A_i,$$

де ΓA – середня сума ΓA в складі оборотного капіталу підприємства в плановому періоді,

ΓA_o – середня сума операційного залишку ΓA в плановому періоді, ΓA_c – середня сума страхового залишку ΓA в плановому періоді,

ΓA_k – середня сума компенсаційного залишку ΓA в плановому періоді, ΓA_i – середня сума інвестиційного залишку ΓA в плановому періоді.

В практиці зарубіжного фінансового менеджменту застосовуються більш складні моделі визначення середнього залишку ΓA , наприклад, Модель Баумоля.

$$\Gamma A_{\text{макс}} = \sqrt{\frac{2 \times B_o \times \text{ПО}_{\text{го}}}{B_d}}, \quad \Gamma A = \frac{\Gamma A_{\text{макс}}}{2},$$

де $\Gamma A_{\text{макс}}$ – оптимальний розмір максимального залишку ΓA підприємства,

B_o – витрати по обслуговуванню однієї операції поповнення грошових коштів,

$\text{ПО}_{\text{го}}$ – планований обсяг негативного грошового потоку по операційній діяльності,

B_d – рівень втрати альтернативних доходів при зберіганні грошових коштів (середня ставка відсотка по короткостроковим фінансовим інвестиціям), виражений десятковим дробом,

ΓA – оптимальний розмір середнього залишку ΓA .

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%.

$$\Gamma A_{\text{макс}} = \sqrt{\frac{2 \times 100 \times 225000}{0,2}} = 15\,000 \text{ грн.}, \quad \Gamma A = \frac{15000}{2} = 7500 \text{ грн.}$$

Відома також модель Міллера-Орра.

5.5. 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.

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.

Зупинимось 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.

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. Несвоєчасність 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 ТСМ. 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 ТСМ 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 ТСМ 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. 5.4).

Таблиця 5.4

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.

ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 2

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ТА ПРАКТИЧНА РЕАЛІЗАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Тема 6. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ІНВЕСТИЦІЙ ПІДПРИЄМСТВА.

- 6.1. Сутність інвестицій та інвестиційної діяльності.
- 6.2. Види інвестицій.
- 6.3. Об'єкти й суб'єкти інвестиційної діяльності.
- 6.4. Класифікація інвестицій підприємства та їх характеристика.
- 6.5. Нормативно-правове забезпечення інвестиційної діяльності.

6.1. Сутність інвестицій та інвестиційної діяльності.

Поняття «інвестиція» виступає первинною категорією, яка є базою побудови ієрархії решти категорій, що відображають відтворення основного та оборотного капіталів. Сам термін «інвестиція» походить від латинського слова «invest», що означає «вкладати».

Інвестиції – одна з найчастіше використовуваних в економічній системі категорій як на макро-, так і на мікро рівні. Проте незважаючи на виняткову увагу до цієї ключової економічної категорії, наукова думка дотепер не виробила універсального визначення інвестицій, яке б відповідало потребам теорії і було б адекватним уявленню конкретних суб'єктів їх здійснення – держави, підприємства, домашнього господарства.

У сучасній економічній літературі різноманітні визначення інвестицій часто трактують цю категорію недостатньо чітко або надмірно вузько, акцентуючи увагу лише на окремих її сторонах. Найбільш типова неточність багатьох визначень полягає в тому, що інвестиції сприймаються як будь-яке вкладення грошей, часто не пов'язане із досягненням суб'єктами інвестування поставлених цілей. До них іноді відносять так звані «споживчі інвестиції» (купівля телевізорів, автомобілів тощо), які за своїм економічним змістом не є інвестиціями, оскільки витрачання грошей в цьому випадку пов'язане із забезпеченням довгострокового споживання, починаючи з поточного періоду (якщо їх придбання не передбачає подальший перепродаж з метою отримання прибутку). Інколи помилка полягає в тому, що не розрізняють інвестиційні витрати фінансових засобів і поточні витрати, які обслуговують операційний процес підприємства.

Деякі існуючі визначення пов'язують інвестиції виключно з приростом капіталу або отриманням поточного доходу (прибутку). Хоча в умовах ринкової економіки така ціль є визначальною, інвестиції можуть мати на меті, як економічні, так і позаекономічні цілі вкладення капіталу.

Найчастіша помилка, що зустрічається в літературі, - ідентифікація поняття «інвестиції» з поняттям «капітальні вкладення», що в цьому випадку розглядається як вкладення капіталу у відтворення основних засобів як виробничого, так і невиробничого характеру. Проте, водночас, інвестиції можуть здійснюватися й у приріст обігових активів, в різноманітні фінансові інструменти, в окремі види нематеріальних активів. Отже, капітальні вкладення є більш вузьким поняттям і можуть розглядатися лише як одна з форм інвестицій, але не як їх вичерпне

визначення.

В різних розділах науки і різних галузях практичної діяльності зміст поняття інвестиції має свої особливості, а саме:

- в макроекономіці інвестиції є частиною сукупних витрат, що складаються з витрат на нові засоби виробництва, інвестицій в житло, і приросту товарних запасів. Тобто, інвестиції – це частина ВВП, що не спожита в поточному періоді, і забезпечує приріст капіталу в економіці;

- в теорії виробництва, і в цілому в мікроекономіці, інвестиції – це процес створення нового капіталу (засоби виробництва, людський капітал);

- і, нарешті, у фінансовій теорії під інвестиціями розуміють придбання реальних або фінансових активів, тобто це сьгоднішні витрати, метою яких є отримання майбутнього зиску.

Різноманіття понять терміну «інвестиції» у сучасній вітчизняній і зарубіжній економічній літературі значною мірою визначається широтою сутнісних сторін цієї складної економічної категорії. Тому для уточнення змісту категорії «інвестиції» варто розглянути основні характеристики, що саме і формують її сутність:

1. Інвестиції як об'єкт економічного управління. Категорія

«інвестиції» входить до понятійно-категоріального апарату, пов'язаного зі сферою економічних відносин та економічної діяльності. Відповідно, виступаючи носієм переважно економічних характеристик і економічних інтересів, інвестиції є об'єктом економічного управління як на мікро-, так і на макрорівні будь-яких економічних систем.

2. Інвестиції як найактивніша форма залучення нагромадженого капіталу в економічний процес. У теорії інвестицій їх зв'язок із нагромадженим капіталом (заощадженнями) посідає центральне місце. Це визначається сутнісною природою капіталу як економічного ресурсу, що призначений до інвестування. Тільки шляхом інвестування капітал як накопичена цінність залучається до економічного процесу. Проте не весь накопичений підприємством запас капіталу використовується виключно в інвестиційних цілях. Частина грошового або іншого капіталу, враховуючи вимоги ліквідності, являє собою форму страхового резерву, що, зберігаючи пасивну форму, забезпечує ритмічність господарської діяльності, платоспроможність тощо. Інвестиції ж, на противагу цьому, варто розглядати як найбільш активну форму використання накопиченого капіталу.

Рівень споживання накопиченого капіталу як інвестиційного ресурсу, що залучається до реального виробничого процесу підприємства, має мінімальні економічні межі. Ці межі визначаються, з одного боку, граничним продуктом капіталу, а з іншого – нормами вибуття (амортизації) капіталу у виробничому процесі для його відшкодування через просте відтворення.

3. Інвестиції як можливість використання нагромадженого капіталу у всіх його альтернативних формах. В інвестиційному процесі кожна з форм накопиченого капіталу має свій діапазон можливостей і специфіку механізмів конкретного використання. Найбільш універсальною з позицій сфери використання в інвестиційному процесі є грошова форма капіталу. Але вона потребує для безпосереднього застосування в цьому процесі в більшості випадків її трансформації в інші форми. Капітал, що накопичений у формі запасу конкретних матеріальних і нематеріальних цінностей, готовий до участі в інвестиційному процесі, має досить вузьку сферу його використання в таких формах.

Використовуваний у інвестиційному процесі капітал у всіх його формах може

бути задіяний насамперед у виробничій діяльності підприємства. З цих позицій капітал як реальний інвестиційний ресурс характеризується в економічній теорії як «фактор виробництва». При цьому в процесі виробництва продукції інвестований капітал не є самодостатнім фактором, а використовується в комплексі з іншими економічними ресурсами (факторами виробництва). До основних факторів виробництва, з якими інвестований капітал комплексно взаємодіє у виробничій діяльності підприємства, відносяться праця (трудові ресурси), земля (природні ресурси) та інші.

4. Інвестиції як альтернативна можливість вкладення капіталу в будь-які об'єкти господарської діяльності. Інвестований капітал цілеспрямовано вкладається підприємством у формування майна, яке призначене для здійснення різних форм його господарської діяльності і виробництва різноманітної продукції. При цьому з великого діапазону важливих об'єктів інвестування підприємство самостійно визначає пріоритетні об'єкти та інструменти інвестування, що в обліково-фінансовій термінології мають назву «активи». Інакше кажучи, з економічних позицій інвестиції можна розглядати як форму перетворення частини накопиченого капіталу на альтернативні види активів підприємства. З позиції можливостей вкладення капіталу у виробництво різноманітних видів продукції інвестиції характеризуються як комбінаторний процес. У комбінації з іншими факторами виробництва інвестований капітал може бути використаний для випуску як продукції споживчого призначення, так і капітальних товарів у формі засобів і предметів праці (формуючи в останньому випадку відкладене споживання у вигляді запасу реального капіталу).

5. Інвестиції як джерело генерування ефекту підприємницької діяльності. Метою інвестування є досягнення заздалегідь визначеного ефекту, що може мати як економічний, так і позаекономічний характер (соціальний, екологічний та ін.). На рівні підприємств пріоритетною цільовою настановою інвестицій є досягнення, як правило, економічного ефекту, який може бути отриманий у формі приросту суми інвестованого капіталу, інвестиційного прибутку, позитивного чистого грошового потоку, забезпечення зберігання раніше вкладеного капіталу тощо.

Досягнення економічного ефекту інвестицій визначається їхньою потенційною спроможністю генерувати прибуток. Як джерело прибутку інвестиції є одним із найважливіших засобів формування майбутнього добробуту інвесторів, що забезпечується лише в умовах ефективного відбору інвестиційних об'єктів (інструментів). Здійснення такого вибору визначає одну з важливих функцій інвестиційного менеджменту.

6. Інвестиції як об'єкт ринкових відносин. Використовувані підприємством у процесі інвестицій різноманітні інвестиційні ресурси, товари й інструменти як об'єкт купівлі-продажу формують особливий вид ринку - інвестиційний, елементами якого є попит, пропозиція та ціна, і на якому діють певні суб'єкти ринкових відносин. Інвестиційний ринок формується всією системою ринкових економічних умов, тісно пов'язаний з іншими ринками (ринком праці, ринком споживчих товарів та послуг тощо) і функціонує під впливом різноманітних форм державного регулювання.

Попит на інвестиційні ресурси, товари й інструменти підприємства обумовлений необхідністю реалізації його інвестиційної стратегії в сфері реального і фінансового інвестування.

Пропозиція інвестиційних ресурсів, товарів та інструментів виходить від

підприємств-виробників капітальних товарів, будівельних організацій, власників нерухомості, нематеріальних активів, емітентів, а також різноманітних фінансових інститутів.

Ціна на інвестиційні товари та інструменти в системі ринкових відносин формується з урахуванням їх інвестиційної привабливості під впливом попиту і пропозиції. Вона відбиває економічні інтереси продавців і покупців інвестиційних товарів та інструментів у конкретних умовах функціонування інвестиційного ринку. Ціною інвестиційних фінансових ресурсів, зазвичай, виступає ставка процента, що формується на ринку капіталу.

7. Інвестиції як об'єкт власності і розпорядження. Як об'єкт підприємницької діяльності інвестиції є носієм прав власності і розпорядження. Якщо на початковому етапі інвестування капіталу статус власності і права розпорядження були пов'язані з тим самим суб'єктом, то по мірі подальшого економічного розвитку відбувалося поступове їх розділення. У сучасних умовах підприємство, що використовує різноманітні форми капіталу в інвестиційному процесі, може володіти правами розпорядження без права власності на нього. У цьому випадку права власності і розпорядження капіталом як інвестиційним ресурсом є розділеними в розрізі окремих суб'єктів економіки. Прикладом такого розподілу прав є функціонування капіталу в системі інвестиційних і фінансових інститутів, акціонерних товариств тощо, коли власники капіталу як накопиченого інвестиційного ресурсу передають права розпорядження ним іншим особам.

Інвестований капітал як об'єкт власності може виступати носієм усіх форм цієї власності – індивідуальної приватної, колективної приватної, муніципальної, загальнодержавної тощо. Носієм статусу власності капітал виступає насамперед як накопичений інвестиційний ресурс.

Інвестований капітал як об'єкт розпорядження може виступати у всіх дозволених законодавством формах і видах цього розпорядження. В економічному процесі роль інвестованого капіталу як об'єкта розпорядження має активний характер стосовно капіталу як об'єкту власності.

Таким чином, використання капіталу як інвестиційного ресурсу в економічному процесі не обов'язково пов'язане з наявністю титулу власності. Це використання може здійснюватися особами, що не є безпосередньо суб'єктами права власності на нього.

Як об'єкт власності і розпорядження інвестиційний ресурс формує також певні пропорції його використання окремими підприємствами, які відбиваються через співвідношення власної позикової його частини, тобто визначаються його структурою. Характеристики структури капіталу впливають на багато аспектів ефективності інвестицій, а відповідно і на характер інвестиційних рішень, що приймаються підприємством.

8. Інвестиції як об'єкт надання переваги в часі. Економічна цінність сьогоденних і майбутніх благ, що пов'язані з інвестиціями, для власників інвестованого капіталу нерівнозначна. Економічна теорія підтверджує, що сьогоденні блага завжди оцінюються індивідуумом вище благ майбутніх. Ця особливість економічної поведінки індивідуумів в економічній теорії визначається поняттям «надання переваги в часі», суть якого полягає в тому, що за інших рівних умов можливості майбутнього споживання, порівняно з поточним споживанням, завжди менш цінні. Для того, щоб подолати стереотип надання переваги в часі і спонукати власника капіталу до інвестування, необхідно всупереч споживанню

компенсувати йому цю відмову через винагороду у вигляді інвестиційного доходу (прибутку).

9. Інвестиції як носій фактору ризику. Ризик є найважливішою характеристикою інвестицій, яка пов'язана з усіма їхніми формами і видами. Здійснюючи інвестиції суб'єкт господарювання завжди повинен свідомо йти на економічний ризик, пов'язаний із можливим зменшенням або неотриманням суми очікуваного інвестиційного прибутку, а також можливою втратою (частковою або повною) інвестованого капіталу.

Рівень ризику інвестицій перебуває у прямій залежності від рівня їх очікуваної прибутковості. Чим вище очікуваний інвестором рівень прибутковості інвестицій, тим вище (за інших рівних умов) супутній йому рівень ризику і навпаки.

10. Інвестиції як носій фактору ліквідності. Всі форми і види інвестицій характеризуються певною ліквідністю, яка сприймається як їх спроможність бути реалізованими (за необхідності) за своєю реальною ринковою вартістю у встановлені строки. Ця здатність інвестицій забезпечує можливість вивільнення капіталу, який вкладений в різні об'єкти й інструменти при настанні несприятливих економічних і інших умов у певній сфері підприємницької діяльності, в окремому сегменті ринку або в задіяному регіоні. Процес вивільнення вкладеного капіталу, забезпечений його ліквідністю, називають дезінвестиціями. Вивільнений в процесі дезінвестицій капітал може бути реінвестований в інші об'єкти та інструменти. Таким чином, ліквідність інвестицій дозволяє формувати не тільки прямий, але й зворотній потік капіталу, задіяного як інвестиційний ресурс.

Практичне здійснення інвестицій забезпечується через інвестиційну діяльність підприємства, яка є одним із самостійних видів його господарської діяльності і найважливішою формою реалізації його економічних інтересів.

Інвестиційна діяльність підприємства являє собою цілеспрямовано здійснюваний процес формування необхідних інвестиційних ресурсів, збалансований відповідно до обраних параметрів інвестиційної програми (інвестиційного портфеля) на основі вибору ефективних об'єктів (інструментів) інвестування та забезпечення їх реалізації.

Інвестиційна діяльність – це сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій. Інвестиційна діяльність може проводитись у таких формах:

- інвестування, що здійснюється громадянами, недержавними підприємствами, господарськими асоціаціями, об'єднаннями й установами, а також громадськими та релігійними організаціями, іншими юридичними особами, заснованими на колективній власності;
- державне інвестування;
- іноземне інвестування;
- спільне інвестування коштів і цінностей громадянами та юридичними особами України й іноземних держав.

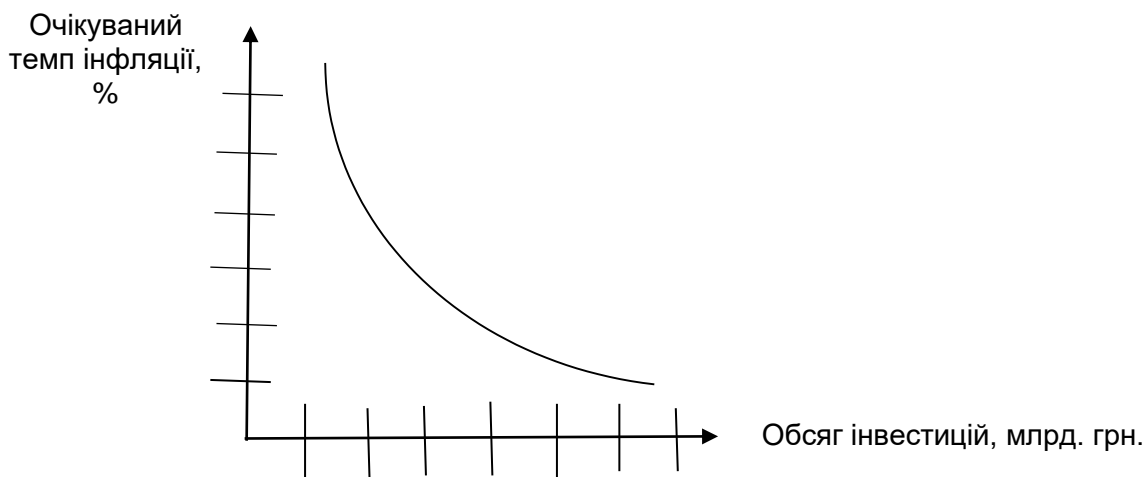


Рис. 6.1. Залежність обсягу інвестицій від очікуваного темпу інфляції

Інвестиційна діяльність підприємства характеризується такими основними особливостями:

1. Вона є головною формою забезпечення зростання операційної діяльності підприємства і відносно її цілей та задач має підпорядкований характер.

Незважаючи на те, що деякі форми інвестицій підприємства можуть генерувати на окремих етапах його розвитку прибуток більший, ніж його операційна діяльність, головним стратегічним завданням підприємства є розвиток операційної діяльності, забезпечення умов для підвищення операційного прибутку, який може бути отриманий:

– шляхом забезпечення зростання операційних прибутків при збільшенні обсягу виробничо-збутової діяльності (будівництво нових філій, вихід на інші регіональні ринки; розширення обсягу реалізації продукції за рахунок інвестування в нові виробництва тощо);

– шляхом забезпечення зниження питомих операційних витрат (вчасна заміна фізично-зношеного обладнання; відновлення морально застарілих виробничих основних засобів і нематеріальних активів тощо).

2. Форми і методи інвестиційної діяльності значно меншою мірою ніж його операційна діяльність залежать від галузевих особливостей підприємства. Цей зв'язок опосередковується тільки об'єктами інвестування. Механізм інвестиційної діяльності практично ідентичний на підприємствах будь-якої галузевої приналежності, що визначається тією особливістю інвестиційної діяльності, яка відбита в її тісному зв'язку з фінансовим ринком (ринком капіталу і ринком грошей), де практично відсутня галузева сегментація. У той час операційна діяльність підприємства здійснюється переважно в межах конкретних галузевих сегментів товарного ринку і має чітко визначені галузеві особливості операційного циклу.

3. Обсяги інвестиційної діяльності підприємства характеризуються суттєвою нерівномірністю по окремих періодах. Циклічність масштабів цієї діяльності визначається рядом умов – необхідністю попереднього накопичення фінансових засобів (інвестиційних ресурсів) для початку реалізації значних інвестиційних проектів, у сприятливих зовнішніх умовах, поступовістю формування внутрішніх умов для суттєвих «інвестиційних ривків».

4. Інвестиційний прибуток підприємства (а також інші форми ефекту від

інвестицій) у процесі його інвестиційної діяльності формується зазвичай зі значним «лагом запізнення». Це означає, що між витратами інвестиційних ресурсів і одержанням інвестиційного прибутку проходить, як правило, достатньо великий період часу, що визначає довгостроковий характер цих витрат.

Як видно з рис. 6.2, при послідовному перебігу інвестиційного процесу інвестиційний прибуток формується відразу ж після завершення інвестування. При паралельному його перебігу формування інвестиційного прибутку можливо ще до повного завершення процесу інвестування. При інтервальному перебігу між періодом завершення інвестування і формуванням інвестиційного прибутку проходить певний час.

5. Інвестиційна діяльність формує особливий самостійний вид грошових потоків підприємства, що суттєво розрізняються по окремих періодах за своєю спрямованістю. Протягом окремих періодів сума від'ємного грошового потоку від інвестицій підприємства може значно перевищувати суму позитивного грошового потоку по ній. Крім того, сума інвестиційного прибутку по окремих періодах може мати високий рівень коливань.

– Послідовне протікання процесів вкладання капіталу та отримання прибутку чи соціального ефекту.

– Паралельне протікання процесів вкладання капіталу та отримання прибутку чи соціального ефекту.

– Інтервальне протікання процесів вкладання капіталу та отримання прибутку чи соціального ефекту.

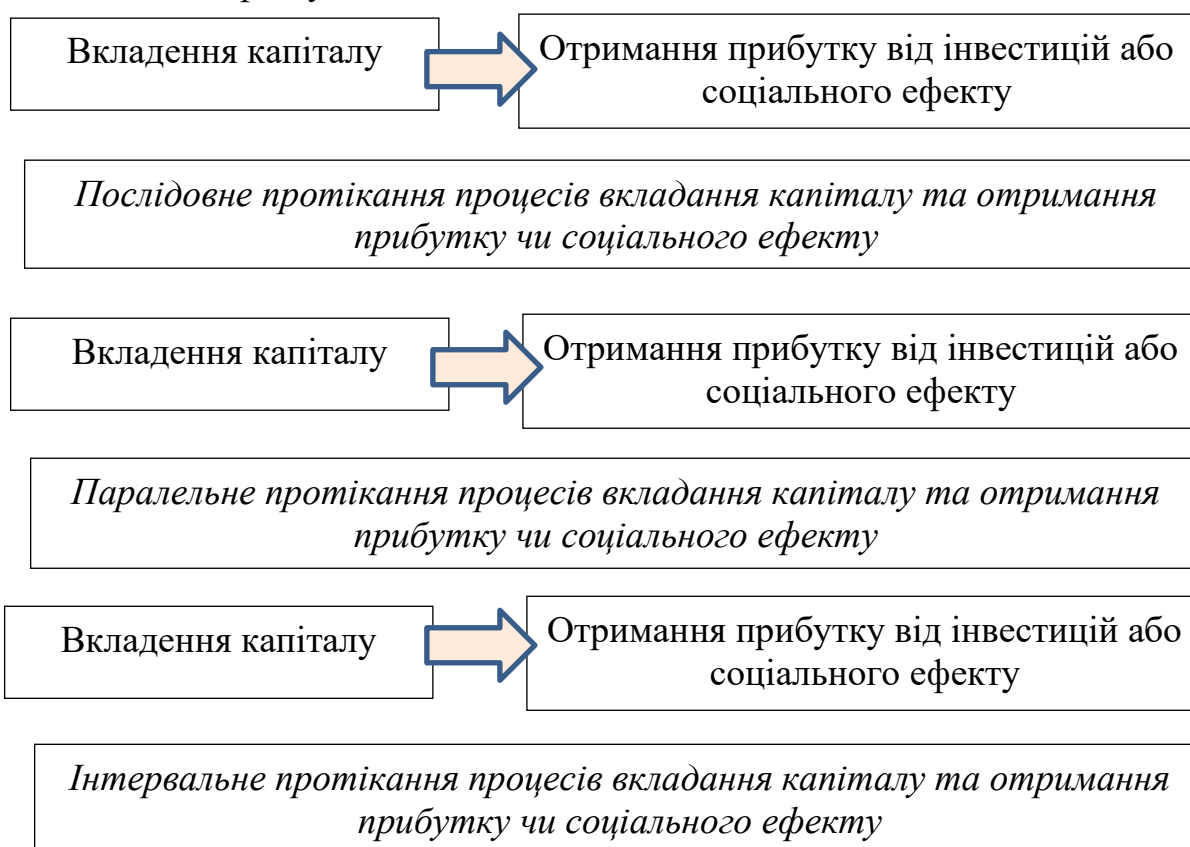


Рис. 6.2. Форми часової послідовності протікання процесів вкладання коштів і отримання прибутків чи соціального ефекту від інвестицій

6. Інвестиційній діяльності підприємства притаманні специфічні види ризиків, що об'єднуються поняттям «інвестиційний ризик». Рівень інвестиційного ризику, як правило, значно перевищує рівень операційного (комерційного) ризику. Це пов'язано

с тим, що в процесі інвестиційної діяльності ризик втрати капіталу (тобто «катастрофічний ризик») має більшу вірогідність виникнення, ніж у процесі операційної діяльності. Механізм формування необхідного рівня інвестиційного прибутку знаходиться в тісному зв'язку з рівнем ризику по даній інвестиції.

7. Найважливішим вимірювачем обсягу інвестиційної діяльності виступає показник чистих інвестицій, який може характеризувати темпи економічного розвитку підприємства. Чисті інвестиції розраховуються як різниця між сумою валових інвестицій та сумою амортизаційних відрахувань, включених до інвестиційних фінансових ресурсів:

$$ЧІ = ВІ - АВ,$$

де ЧІ - сума чистих інвестицій підприємства у певному періоді;

ВІ - сума валових інвестицій підприємства в певному періоді;

АВ - сума амортизаційних відрахувань підприємства в певному періоді.

Валові інвестиції – це загальний обсяг інвестування за певний період, що спрямоване на нове будівництво, придбання засобів виробництва та приріст товарно-матеріальних засобів.

Чисті інвестиції – це сума валових інвестицій без суми амортизаційних відрахувань у певному періоді. Динаміка чистих інвестицій характеризує економічний розвиток будь-то підприємство, галузь, регіон чи держава.

Динаміка показника чистих інвестицій відбиває тип відтворювальних процесів на підприємстві, потенціал формування його прибутку. Якщо сума чистих інвестицій підприємства є від'ємною величиною (тобто, якщо обсяг валових інвестицій менше суми амортизаційних відрахувань, $(ВІ-АВ < 0)$), це свідчить про зниження його виробничого потенціалу та економічної бази формування прибутку, здійснення звуженого відтворення необоротних активів підприємства. Така ситуація характеризує підприємство як таке, що «проїдає свій капітал». Якщо сума чистих інвестицій дорівнює нулю (тобто, якщо обсяг валових інвестицій дорівнює сумі амортизаційних відрахувань $(ВІ - АВ = 0)$), це означає відсутність економічного росту підприємства і бази зростання його прибутку, тому що його виробничий потенціал залишається при цьому незмінним. У цьому випадку на підприємстві здійснюється лише просте відтворення необоротних активів. Така ситуація характеризує підприємство як таке, що «топчеться на місці»). І, нарешті, якщо сума чистих інвестицій становить позитивну величину (тобто обсяг валових інвестицій перевищує суму амортизаційних відрахувань $(ВІ-АВ>0)$), то це свідчить про те, що забезпечується розширене відтворення необоротних операційних активів підприємства і зростання економічної бази формування його прибутку.

6.2. Види інвестицій

В залежності від відмінностей інтересів суб'єктів, їхніх мотивів та стимулів в інвестиційній діяльності виділяють три основні форми інвестицій (рис 6.3).

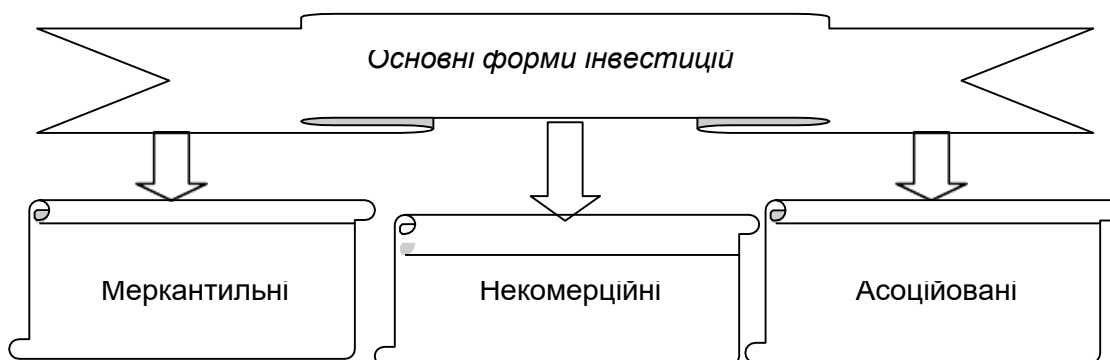


Рис. 6.3. Форми інвестицій

1. Меркантильні, здійснювані за рахунок власних коштів інвестора і такі, що мають пріоритетною метою отримання прибутку;
2. Некомерційні, створювані з метою отримання соціального ефекту;
3. Асоційовані, направлені не на отримання поточних дивідендів, а на досягнення стратегічних пріоритетів.

Виходячи з цього, економічну характеристику інвестицій можна було б сформулювати так: «інвестиції як економічна категорія відображають відносини, пов'язані з довгостроковим авансуванням грошових, майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької діяльності, в їхні основні та оборотні фонди, а також у науково-технічний розвиток, якісне вдосконалення виробничої бази та освоєння випуску нових видів продукції від моменту авансування до реального відшкодування й одержання прибутку або соціального ефекту».

Крім того, інвестиції відповідно до закону українського законодавства можуть існувати в грошовій або матеріальній формах, у формі майнових прав та інших цінностей. До інвестицій у грошовій формі належать укладені в них грошові засоби, цільові банківські вклади, паї та цінні папери. Інвестиції у матеріальній формі поділяються на рухоме й нерухоме майно. Інвестиції у формі майнових прав групуються за напрямками: у формі інтелектуальних прав (авторське право, «ноу-хау», інші), у формі прав користування природними ресурсами (землею, іншими ресурсами). Виділяється також група інших цінностей.

Водночас, не можна не погодитися з думкою про те, що існує ще одна важлива форма інвестицій, сутність якої практично не розглядалася в економічній літературі. Цю форму, можна було б назвати «фінансові права».

Фінансові права впливають із взаємозв'язку інвестиційної діяльності державного регулювання її умов передусім податково-амортизаційними методами. Якщо держава (в особі центральних або регіональних (місцевих) органів влади) надає юридичним і фізичним особам податкові пільги, тобто якщо сума податку на прибуток буде нижчою від законодавчо встановленого максимуму, то відбувається інвестування коштів держави в розвиток даного підприємства.

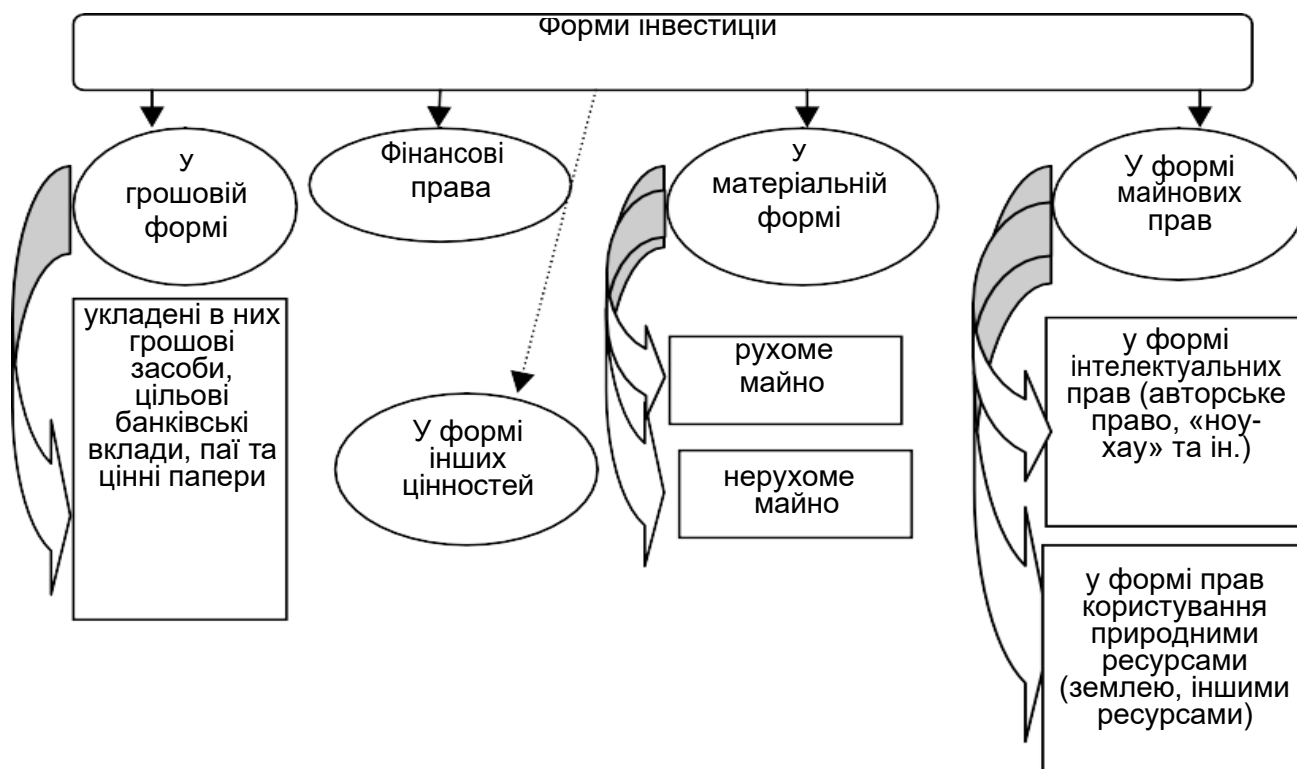


Рис. 6.4. Форми в яких можуть здійснюватися інвестиції відповідно до українського законодавства

Така ж ситуація, виникає і в процесі проведення амортизаційної політики, встановленні пільгових норм амортизаційних відрахувань (прискорена амортизація). Саме тому держава, надаючи інвесторам податково-амортизаційні преференції, має оцінювати ефект від цих заходів, виходячи з повернення коштів «фінансових прав» у майбутньому. Власне, розглянуті різновиди інвестицій (як і всіх інших податкових і кредитних пільг) доповнюють класифікацію інвестицій у грошовій формі.

6.3. Об'єкти й суб'єкти інвестиційної діяльності

Об'єктами інвестиційної діяльності можуть бути будь-яке майно, в тому числі основні фонди й оборотні кошти в усіх галузях та сферах народного господарства, цінні папери, цільові грошові вклади, науково-технічна продукція, інтелектуальні цінності, інші об'єкти власності, а також майнові права.

Забороняється інвестування в об'єкти, створення та використання яких не відповідає вимогам санітарно-гігієнічних, радіаційних, екологічних, архітектурних та інших норм, встановлених законодавством України, а також порушує права та інтереси громадян, юридичних осіб і держави, що охороняється законом.

Суб'єктами (інвесторами та учасниками) інвестиційної діяльності можуть бути громадяни і юридичні особи України та іноземних держав, а також держави.

Інвестори – суб'єкти інвестиційної діяльності, які приймають рішення про вкладення власних, позичкових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування.

Інвестори можуть виступати в ролі вкладників, кредиторів, покупців, замовники. А також виконувати функції будь-якого учасника інвестиційної діяльності. Учасниками інвестиційної діяльності можуть бути громадяни та юридичні особи України, інших держав, які забезпечують реалізацію інвестицій, як виконавці замовлень, або на підставі доручення інвестора. Здійснюючи інвестиційну діяльність, підприємство виступає як інвестор. Інвестори класифікуються за

ПЕВНИМИ ОЗНАКАМИ:

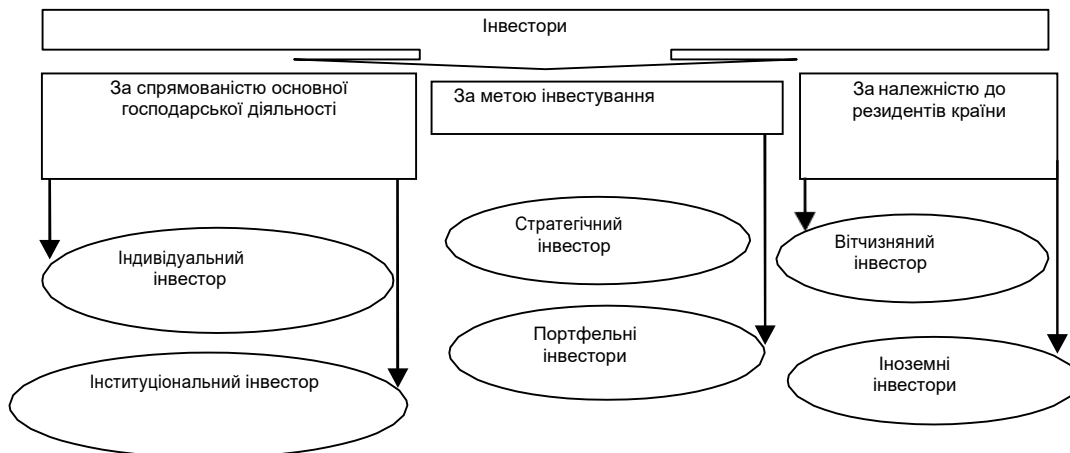


Рис. 6.5. Класифікація інвесторів за ознаками

6.4. Класифікація інвестицій підприємства і їх характеристика

Інвестиції в об'єкти підприємницької діяльності класифікуються за певними ознаками.

1. За об'єктами вкладання коштів (майна) розрізняють інвестиції реальні та фінансові.

Під реальними інвестиціями розуміють вкладання коштів (майна) у реальні активи – матеріальні та нематеріальні (іноді інвестиції в нематеріальні активи, що пов'язані з науково-технічним прогресом, характеризують як інноваційні).

Фінансові інвестиції – це вкладання коштів у фінансові інструменти (активи), серед яких превалюють цінні папери.

2. За характером участі в інвестуванні розрізняють інвестиції прямі та непрямі (портфельні).

Пряме інвестування здійснюють інвестори, які безпосередньо добирають об'єкти інвестування та вкладають в них кошти (майно, активи). Як правило, інвестори добре обізнані з об'єктом інвестування і знають механізми інвестування.

До прямих відносять такі інвестиції, що формують більше 10-25% капіталу фірми та дають право на участь в управлінні підприємством.

Оскільки не всі інвестори мають необхідну кваліфікацію для ефективного добору об'єктів інвестування та управління інвестиціями, то певна їх частина купує цінні папери, які випускають інвестиційні та фінансові посередники. Зібрані кошти посередники вкладають у найефективніші, на їхній погляд, об'єкти інвестування, керують ними, а потім розподіляють одержаний прибуток між своїми клієнтами – інвесторами. Основною рисою портфельних інвестицій є те, що інвестор не має права на участь в управлінні підприємства, а такі інвестиції передбачають лише одержання інвестором дивідендів на акції підприємства або інші цінні папери.

3. За періодом інвестування інвестиції поділяють на коротко- та довгострокові.

Короткострокові інвестиції здійснюють на період до одного року. До них належать короткострокові депозитні вклади, придбання короткострокових ощадних сертифікатів. Довгострокові інвестиції здійснюють на період понад рік. Великі інвестиційні компанії розподіляють їх на чотири види: до двох років; від двох до трьох років; від трьох до п'яти років; понад п'ять років.

4. За формами власності інвесторів розрізняють інвестиції приватні, державні, іноземні та спільні.

Приватні інвестиції здійснюють фізичні особи, а також юридичні особи з

приватним капіталом, державні – державні та місцеві органи влади, державні (казенні) підприємства з бюджетних і позабюджетних фондів, власних і позичкових коштів, іноземні – фізичні та юридичні особи іноземних держав, спільні – суб'єкти певної держави та іноземних держав.

5. За регіональною ознакою розрізняють інвестиції в державі та поза її межами.

Внутрішні інвестиції здійснюють в об'єкти інвестування в межах держави, а іноземні – поза її межами. До іноземних інвестицій належить також придбання різних фінансових інструментів інших держав – акцій іноземних компаній, облігацій інших держав тощо.

6. За сумісництвом вибору розрізняють альтернативні – коли є два й більше інвестиційних проектів з однаковими умовами вкладання інвестицій, взаємозалежні інвестиції – це інвестиції, які відрізняються умовами інвестування й напрямками вкладання інвестицій.

7. За рівнем ризику розрізняють – безризикові інвестиції, низькоризикові інвестиції, середньоризикові інвестиції, високоризикові інвестиції (спекулятивні).

6.5. Нормативно-правове забезпечення інвестиційної діяльності

На сьогодні правова система України містить велику кількість законів та інших нормативно-правових актів, що регулюють відносини в інвестиційній сфері. При цьому основою нормативно-правового регулювання в зазначеній сфері є закони.

Процес формування сучасної нормативно-правової бази, яка покликана регулювати інвестиційні процеси в Україні, розпочався з моменту прийняття Акту проголошення незалежності України.

Одним з перших кроків щодо врегулювання відносин у інвестиційній сфері в Україні стало прийняття Верховною Радою України законів України *«Про захист іноземних інвестицій на Україні» від 10 вересня 1991 року № 1540а-ХІІ* та *«Про інвестиційну діяльність» від 18 вересня 1991 року № 1560-ХІІ*.

Основне спрямування Закону України *«Про інвестиційну діяльність»* полягає у забезпеченні рівного захисту прав, інтересів і майна суб'єктів інвестиційної діяльності незалежно від форм власності, а також на ефективне інвестування економіки України, розвитку міжнародного економічного співробітництва та інтеграції. Вказаним нормативно-правовим актом встановлено загальні правові, економічні та соціальні умови інвестиційної діяльності на території України, визначено загальні положення та порядок здійснення інвестиційної діяльності, державного регулювання інвестиційної діяльності, гарантії прав суб'єктів інвестиційної діяльності, захист інвестицій тощо.

Що стосується Закону України *«Про захист іноземних інвестицій на Україні»*, то вказаний законодавчий акт спрямований на захист інвестицій, прибутків, законних прав та інтересів іноземних інвесторів на території України. Законом визначено правовий режим діяльності іноземних інвесторів та гарантії держави щодо здійснення інвестиційної діяльності на території України.

Особливості режиму іноземного інвестування на території України встановив Закон України *«Про режим іноземного інвестування» від 19 березня 1996 року № 93/96-ВР*. Положення цього Закону врегульовують відносини, зокрема, щодо державних гарантій захисту іноземних інвестицій, державної реєстрації та контролю за здійсненням інвестицій, діяльності підприємств з іноземними інвестиціями, розгляду спорів тощо.

Також важливе значення має прийнятий 17 лютого 2000 року Закон України

«Про усунення дискримінації в оподаткуванні суб'єктів підприємницької діяльності створених з використанням майна та коштів вітчизняного походження» № 1457-III, який спрямований на захист конкуренції між суб'єктами підприємницької діяльності, створеними без залучення коштів або майна (майнових чи немайнових прав) іноземного походження, та суб'єктами підприємницької діяльності, створеними за участю іноземного капіталу, забезпечення державного захисту вітчизняного виробника та конституційних прав і свобод громадян України.

Вказаним Законом визначено, що спеціальне законодавство України про іноземні інвестиції, а також державні гарантії захисту іноземних інвестицій визначені законодавством України, не регулюють питання валютного, митного та податкового законодавства, чинного на території України, якщо інше не передбачено міжнародними договорами України, згода на обов'язковість яких надана Верховною Радою України (стаття 3 Закону).

Також статтею 5 Закону визначено, що цей Закон поширюється на підприємства з іноземними інвестиціями, незалежно від часу внесення іноземних інвестицій, їх реєстрації, у тому числі до введення в дію та протягом дії Закону України від 13 березня 1992 року «Про іноземні інвестиції», Декрету Кабінету Міністрів України від 20 травня 1993 року № 55-93 «Про режим іноземного інвестування» та Закону України від 19 березня 1996 року «Про режим іноземного інвестування».

Окреме місце в системі інвестиційного законодавства займає прийнятий 15 березня 2001 року Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та інвестиційні фонди)» № 2299-III, який визначає правові та організаційні основи створення, діяльності та відповідальності суб'єктів спільного інвестування, особливості управління їх активами, встановлює вимоги до складу, структури та зберігання активів, особливості розміщення та обігу цінних паперів інститутів спільного інвестування, порядок та обсяг розкриття інформації інститутами спільного інвестування з метою залучення та ефективного розміщення фінансових ресурсів інвесторів тощо.

Також у 2001 році був прийнятий Закон України «Про внесення змін до деяких законів України з метою усунення випадків ухилення окремих підприємств, створених за участю іноземних інвесторів, від сплати податків, зборів (обов'язкових платежів)» від 20 грудня 2001 року № 2899-III.

До окремої групи можна віднести законодавчі акти, які встановлюють спеціальний правовий режим господарської діяльності у спеціальних (вільних) економічних зонах, регулюють спеціальні правові режими інвестиційної діяльності на територіях пріоритетного розвитку та в межах технологічних парків України.

Так, у 1992 році було прийнято Закон України «Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон» від 13 жовтня 1992 року № 2673-XII, який визначив порядок створення і ліквідації, механізм функціонування спеціальних (вільних) економічних зон на території України, загальні правові і економічні основи їх статусу, а також загальні правила регулювання відносин суб'єктів економічної діяльності цих зон з місцевими радами народних депутатів, органами виконавчої влади та іншими органами.

Після затвердження Урядом у 1994 року Концепції створення вільних економічних зон в Україні (постанова Кабінету Міністрів України від 14 березня 1994 року № 167 «Про Концепцію створення спеціальних (вільних) економічних зон в Україні») почалися перші спроби реалізації Закону, зокрема, створення вільних

економічних зон.

Також до групи законодавчих актів, що врегульовують зазначені відносини, слід віднести закони України *«Про спеціальні економічні зони та спеціальний режим інвестиційної діяльності в Донецькій області»* 24 грудня 1998 року № 356-XIV; *«Про спеціальний режим інвестиційної діяльності у Закарпатській області»* 24 грудня 1998 року № 357-XIV; *«Про спеціальний режим інвестиційної діяльності на територіях пріоритетного розвитку в Луганській області»* 15 липня 1999 року № 970-XIV; *«Про спеціальний режим інвестиційної діяльності на територіях пріоритетного розвитку в Житомирській області»* 3 грудня 1999 року № 1276-XIV; *«Про спеціальний режим інвестиційної діяльності на території міста Харкова»* 11 травня 2000 року № 1714-III; *«Про спеціальний режим інвестиційної діяльності на території пріоритетного розвитку у Волинській області»* 5 квітня 2001 року № 2354-III; *«Про спеціальний режим інвестиційної діяльності на території міста Шостки Сумської області»* 18 листопада 2003 року № 1251-IV; *«Про спеціальний режим інвестиційної діяльності на територіях пріоритетного розвитку в Чернігівській області»* 18 листопада 2003 року № 1250-IV тощо.

16 липня 1999 року прийнято Закон України *«Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків»* № 991-XI, що визначив правові та економічні засади запровадження та функціонування спеціального режиму інноваційної діяльності технологічних парків *«Напівпровідникові технології і матеріали, оптоелектроніка та сенсорна техніка»* (м. Київ), *«Інститут електрозварювання імені Є. О. Патона»* (м. Київ), *«Інститут монокристалів»* (м. Харків), *«Вуглемаш»* (м. Донецьк), *«Інститут технічної теплофізики»* (м. Київ), *«Київська політехніка»* (м. Київ), *«Інтелектуальні інформаційні технології»* (м. Київ), *«Укрінфотех»* (м. Київ), *«Агро технопарк»* (м. Київ), *«Наукові і навчальні прилади»* (м. Суми), *«Текстиль»* (м. Херсон), *«Український мікробіологічний центр синтезу та новітніх технологій»* (УМБІЦЕНТ) (м. Одеса), *«Яворів»* (Львівська область), *«Машинобудівні технології»* (м. Дніпропетровськ).

Особливістю вітчизняного інвестиційного законодавства є те, що окремі аспекти в інвестиційній сфері, окрім вищевказаних нормативно-правових актів, регулюються також нормами господарського, податкового, валютного, банківського, фінансового, митного, цивільного й земельного законодавства, правовими актами про приватизацію, підприємництво, інноваційну діяльність, цінні папери та фондовий ринок, концесії тощо.

Слід звернути увагу, що значну частину вітчизняного законодавства становлять міжнародно-правові акти, учасником яких є Україна: багатосторонні міжнародні угоди, конвенції, які спрямовані як на захист іноземних інвестицій, так і на врегулювання інших питань. До таких документів можна віднести, зокрема, *Конвенцію про порядок вирішення інвестиційних спорів між державами та іноземними особами від 18 травня 1965 року* (ратифіковано Законом України від 16 березня 2000 року № 1547-III).

Крім того, в інвестиційній сфері діє велика кількість міжурядових угод про сприяння та взаємний захист інвестицій, які укладаються урядом України із урядами відповідних країн, та якими регулюються основні питання взаємин сторін такого договору в галузі інвестиційної діяльності.

Аналіз стану правового регулювання в інвестиційній сфері Україні свідчить про те, що інвестиційне законодавство потребує подальшого вдосконалення, адже незважаючи на розгалужену систему правових актів, говорити про цілісну і

взаємоузгоджену систему законодавства наразі передчасно.

Національне законодавство у сфері регулювання інвестиційної діяльності нестабільне, нормативно-правова база зазнає постійних змін, оскільки в процесі її формування одні нормативно-правові акти приймаються, інші відміняються, або їх положення знаходять своє відображення в інших нормативно-правових актах.

Разом з тим в останні роки все ж слід констатувати певні позитивні зрушення у зазначеній сфері. З метою удосконалення законодавчого врегулювання в останній період було ухвалено цілу низку нормативно-правових актів.

Так, зокрема, 1 липня 2010 року прийнято *Закон України «Про державно-приватне партнерство» № 2404-VI* - нормативно-правовий акт, який заклав фундамент для стимулювання розвитку співпраці між державним та приватними секторами з метою підвищення конкурентоздатності економіки країни та залучення інвестицій в її економіку, а також започаткував реформування інвестиційної сфери.

Вказаний Закон є рамковим та покликаний визначити такі основні принципи державно-приватного партнерства як, зокрема:

- рівність перед законом державних та приватних партнерів під час провадження діяльності в рамках державно-приватного партнерства;
- заборона будь-якої дискримінації та обмеження прав приватних партнерів, крім випадків, передбачених законом;
- узгодження інтересів державного та приватного партнерів з метою досягнення взаємної вигоди та реалізації мети діяльності в рамках державно-приватного партнерства;
- справедливий розподіл ризиків, пов'язаних з виконанням договорів, укладених у рамках державно-приватного партнерства.

Максимальне спрощення для суб'єкта інвестиційної діяльності порядку отримання послуг, пов'язаних із підготовкою та реалізацією інвестиційних проектів, шляхом запровадження принципу «єдиного вікна», покликаний забезпечити *Закон України «Про підготовку та реалізацію інвестиційних проектів за принципом «єдиного вікна»* від 21 жовтня 2010 року № 2623-VI, який набрав чинності 1 січня 2012 року.

Вказаним Законом визначаються правові та організаційні засади відносин, пов'язаних з підготовкою та реалізацією інвестиційних проектів за принципом «єдиного вікна» та передбачається, зокрема, покладання на уповноважений орган функцій взаємодії із суб'єктами надання адміністративних та господарських послуг, що, в свою чергу, значно спростить порядок отримання послуг суб'єктом інвестиційної діяльності, необхідних для подальшої реалізації інвестиційного проекту.

22 грудня 2011 року прийнято *Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про інвестиційну діяльність» № 4218-V*, яким передбачається приведення термінології у відповідність із чинним законодавством, визначення терміну «інвестиційний проект» та змісту складових частин інвестиційного проекту, напрямів, шляхів та заходів державної підтримки і стимулювання інвестиційної діяльності, а також запровадження державної реєстрації інвестиційних проектів/проектних (інвестиційних) пропозицій, які потребують державної підтримки та проведення оцінки їх економічної ефективності.

22 березня 2012 року Верховною Радою України прийнято в цілому проект *Закону України «Про індустриальні парки»*, що визначає правові та

організаційні засади створення та функціонування індустріальних парків на території України (реєстр. № 8396 від 15 квітня 2011 року).

На сьогодні в Україні все ще відбувається процес формування нормативно-правової бази в інвестиційній сфері. На розгляді у Верховній Раді України знаходиться низка законопроектів, що спрямовані на удосконалення регулювання відносин в інвестиційній сфері.

Кожен з названих законодавчих актів та законопроектів спрямовані на удосконалення регулювання відносин в інвестиційній сфері та мають свій предмет та мету. Така розгалужена система нормативно-правових актів свідчить про те, що держава вживає заходи з метою створення в Україні належних умов здійснення інвестиційної діяльності шляхом закріплення на законодавчому рівні принципів та правил її здійснення.

Разом з тим, незважаючи на цілий ряд проблем, все ж, як свідчить вищевикладене, в останні роки ведеться активна робота щодо врегулювання відносин в інвестиційній сфері, а національне інвестиційне законодавство наближається до стабілізації.

Тема 7. ОСНОВИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ ПІДПРИЄМСТВ

7.1. Сутність та мета інвестиційного менеджменту підприємств, його принципи і місце у системі загального менеджменту підприємства.

7.2. Основні завдання та функції інвестиційного менеджменту.

7.3. Організація системи управління інвестиційною діяльністю на підприємстві.

7.4. Формування та оптимізація інвестиційного портфеля.

7.1. Сутність та мета інвестиційного менеджменту підприємств, його принципи і місце у системі загального менеджменту підприємства

Управління інвестиціями являє 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 формуватись 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.

7.2. Основні завдання та функції інвестиційного менеджменту

У процесі реалізації основної мети та з урахуванням основних принципів інвестиційний менеджмент має вирішувати такі основні завдання:

- забезпечити високий темп економічного розвитку суб'єктів підприємництва шляхом здійснення ефективної інвестиційної діяльності, розширення її обсягів, а також шляхом галузевої, асортиментної та регіональної диверсифікації цієї діяльності;

- максимізувати прибуток від інвестиційної діяльності, оскільки одержання прибутку – основна мета суб'єктів підприємництва;

- мінімізувати інвестиційні ризики, бо за несприятливих умов вони можуть призвести до втрати не тільки прибутків, а й частини інвестиційного капіталу;

- забезпечити фінансову стабільність і платоспроможність суб'єктів підприємництва у процесі реалізації інвестиційних програм. Оскільки інвестиційна діяльність пов'язана із вкладанням значних фінансових ресурсів, як правило, на тривалий період, то це може призвести до зниження платоспроможності інвестора, несвоєчасної сплати поточних рахунків і платіжних зобов'язань перед контрагентами, державним бюджетом тощо. Тому під час формування джерел фінансових ресурсів слід прогнозувати вплив інвестиційної діяльності на фінансову діяльність суб'єкта та його платоспроможність;

- визначити можливі варіанти прискорення реалізації інвестиційних програм. Останні необхідно реалізувати якнайшвидше, оскільки це сприятиме прискоренню економічного розвитку підприємств (організацій), швидкому формуванню грошових потоків у вигляді прибутку від інвестицій та амортизаційних відрахувань, скороченню термінів використання кредитних ресурсів, зменшенню інвестиційних ризиків, пов'язаних з несприятливими змінами кон'юнктури інвестиційного клімату.

Пріоритетним завданням є забезпечення високих темпів економічного розвитку підприємства за умови його достатньої фінансової стабільності, а не максимізація прибутку, як вважають окремі автори публікацій на цю тему. Розглянуті завдання визначають такі основні функції інвестиційного менеджменту:

1. Дослідження зовнішнього інвестиційного середовища та прогнозування кон'юнктури інвестиційної діяльності (інвестиційного ринку). Тобто, необхідно дослідити правові умови інвестиційної діяльності в цілому і зокрема окремих форм інвестицій; аналізується поточна кон'юнктура інвестиційного ринку і фактори, які її визначають.

2. Розроблення стратегічних напрямів інвестиційної діяльності суб'єкта підприємництва. Формування системи цілей інвестиційної діяльності, які направлені на довгостроковий період.

3. Розроблення стратегії формування інвестиційних ресурсів суб'єкта інвестиційної діяльності. Прогнозується загальна потреба в інвестиційних ресурсах, які необхідні для реалізації розробленої інвестиційної стратегії по окремих етапам її здійснення; визначаються можливості формування інвестиційних ресурсів за рахунок власних джерел (прибуток, амортизаційні відрахування і т.п.); ситуацію на грошовому ринку (норма позичкового процента); доцільність використання позичкових коштів; використання залучених коштів (випуск акцій). Це дає змогу запобігти зниженню фінансової стійкості і платоспроможності в майбутньому періоді.

4. Пошук і оцінювання інвестиційної корисності реальних проектів і вибір з них

найефективніших. Вивчаються поточні пропозиції ні інвестиційному ринку; відбираються для вивчення інвестиційні проекти, які найбільше відповідають інвестиційній стратегії компанії (фірми); проводиться детальна їх експертиза; по кожному інвестиційному проекту розраховується рівень доходності і інші показники економічної ефективності і по цьому критерію проводиться ранжування варіантів можливого інвестування.

5. Оцінювання інвестиційних якостей фінансових інструментів і вибір з них найефективніших (цінність акцій та інших цінних паперів).

6. Формування та оцінювання інвестиційного портфеля за критеріями доходності, ризику та ліквідності. На першому етапі формування інвестиційного портфеля оптимізуються пропорції між реальними та фінансовими інвестиціями в цілому. На другому етапі – в розрізі кожної з форм підбираються найбільш ефективні (по співвідношенню прибутковості та ризику) інвестиційні проекти (фінансові інструменти для інвестування, тобто різні цінні папери). На третьому етапі визначається ліквідність портфеля.

6. Поточне планування та оперативне управління реалізацією окремих програм і проектів. Розробка різноманітних видів поточних планів, а саме: календарні плани реалізації окремих інвестиційних проектів і бюджети цих проектів.

7. Організація моніторингу інвестиційних програм і проектів. У процесі реалізації даної функції формується система базових досліджуваних показників, які пов'язані з реалізацією кожної інвестиційної програми і окремих інвестиційних проектів; визначається періодичність збору та аналізу інформації; виявляються причини відхилення реалізованих інвестиційних проектів від намічених термінів, об'ємів, ефективності тощо.

8. Підготовка рішень про своєчасну відмову від неефективних проектів (продаж окремих фінансових інструментів). Внаслідок зміни кон'юнктури інвестиційного ринку, фінансового стану підприємства, прорахунків у формуванні інвестиційного портфеля та інших факторів фактична або очікувана ефективність окремих інвестиційних проектів (фінансових інструментів) може опинитися набагато нижчою за розраховану. В цьому випадку приймається рішення про вихід із таких інвестиційних проектів (продаж окремих фінансових інструментів), і визначаються форми цього виходу (акціонування, продаж і т.п.). відповідно здійснюється коректування інвестиційного портфеля шляхом підбору інших інвестиційних проектів або фінансових інструментів, куди реінвестується вільний капітал.

Інвестиційний менеджмент має свою специфіку, що визначається такими напрямками:

1. Управління реальними інвестиціями.
2. Управління фінансовими інвестиціями.
3. Управління інвестиційним портфелем підприємства.
4. Управління формуванням інвестиційних ресурсів.

Кожен із цих напрямків має свої завдання. Наприклад, у процесі управління реальними інвестиціями важливим є формування програми реальних інвестицій, визначення загального обсягу та об'єктів реального інвестування з урахуванням високої ефективності, ліквідності та мінімального ризику.

Політика управління фінансовими інвестиціями включає в себе аналіз фінансових ринків, визначення обсягів фінансових інвестицій у поточному періоді,

вибір об'єктів інвестування (фінансових інструментів), оцінку інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів, формування портфеля фінансових інвестицій та забезпечення його ефективного управління.

У керуванні інвестиційним портфелем важливим є процес його формування та реструктуризація з урахуванням доходності, ліквідності та ризикованості об'єктів, які підбираються у портфель.

У процесі управління формуванням інвестиційних ресурсів важливим є визначення загального обсягу необхідних інвестиційних ресурсів, вибір ефективних схем фінансування інвестиційної діяльності, забезпечення максимального обсягу залучення власних інвестиційних ресурсів за рахунок внутрішніх джерел, забезпечення необхідного обсягу залучення власних інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел, визначення оптимального співвідношення структури капіталу та забезпечення мінімізації вартості залучених інвестиційних ресурсів із різних джерел.

Таким чином, основною метою інвестиційного менеджменту є визначення напрямків, методів, засобів та форм інвестування з метою підвищення ефективності виробництва та збільшення прибутку підприємства.

7.3. Організація системи управління інвестиційною діяльністю на підприємстві

Основні поняття та зміст фінансово-математичних основ оцінки вартості грошей у часі; оцінку інфляції, ризиків та ліквідності в процесі прийняття інвестиційних рішень; основні методи оцінки доцільності реальних та фінансових інвестицій, їх характеристику, – отримані знання дозволять сформувати у студентів навички прийняття інвестиційних рішень, з врахуванням системного характеру взаємозв'язків між інвестиційною діяльністю та забезпеченням ефективності організаційного розвитку. Фінансово-математичні основи оцінки вартості грошей у часі розкриваються через такі навчальні цілі:

- конкретизувати основні системи організаційно-методологічних засад інвестиційного менеджменту;
- визначити сутність і роль концепції вартості грошей у часі;
- з'ясувати сутність альтернативної вартості та межі її застосування в інвестуванні;
- розглянути особливості та схеми розрахунку теперішньої й майбутньої вартості ануїтету;
- розглянути методику визначення еквівалентності ставок та розкрити специфіку застосування еквівалентних ставок при прийнятті інвестиційних рішень;
- навчитися враховувати інфляцію в прийнятті інвестиційних рішень;
- визначити види інвестиційних ризиків та основні методи їх дослідження;
- конкретизувати методичний інструментарій врахування в інвестиційних розрахунках фактора ліквідності;
- визначити ефективність виробничих інвестицій;
- навчитися проводити розрахунки по статистичних та динамічних методах оцінки доцільності реальних інвестицій, їх характеристика;
- застосування розрахункових моделей оцінки фінансових інвестицій.

Організаційно-методологічні засади інвестиційного менеджменту складаються з

таких 5-ти систем (рис. 7.1):

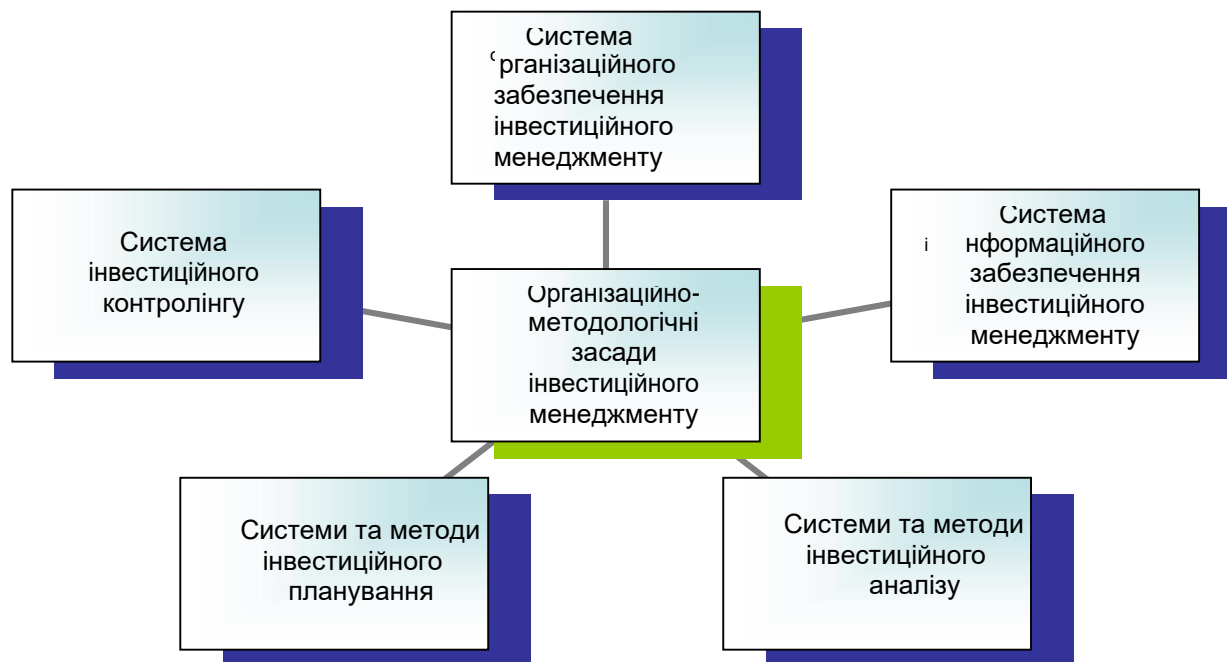


Рис 7.1. Організаційно-методологічні засади інвестиційного менеджменту

1. Система організаційного забезпечення інвестиційного менеджменту.
2. Система інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту.
3. Системи та методи інвестиційного аналізу.
4. Системи та методи інвестиційного планування.
5. Система інвестиційного контролінгу.

Система організаційного забезпечення інвестиційного менеджменту – це взаємозв’язана сукупність внутрішніх структурних служб та підрозділів підприємства, які забезпечують розробку та прийняття управлінських рішень з різних аспектів інвестиційної діяльності та несуть відповідальність за результати цих рішень. Вона являється однією з систем АСУ підприємством.

Функціональна побудова центрів управління інвестиційною діяльністю істотно відрізняється на підприємствах різних за розмірами і використовуваними загальними організаційними структурами управління. *На підприємствах, що використовують просту лінійну організаційну структуру управління* (характерна для малих підприємств) функціональні центри управління інвестиційною діяльністю, як правило, не створюються у зв’язку з незначним обсягом інвестиційної діяльності. Функції такого управління покладаються, зазвичай, на власника малого підприємства або його директора (якщо власник використовує для загального управління підприємством найманого менеджера).

На підприємствах, що використовують лінійно-функціональну організаційну структуру управління (характерна для середніх підприємств) функції інвестиційного управління покладаються на спеціального інвестиційного менеджера або на загальний центр управління інвестиційною діяльністю, що знаходиться в складі фінансової служби підприємства. Такий інвестиційний центр здійснює управління всіма основними аспектами інвестиційної діяльності підприємства, координуючи свої дії з центрами управління операційною і фінансовою діяльністю підприємства.

На підприємствах, що використовують дивізіонну організаційну структуру управління, в основі якої лежить децентралізація управління за окремими ознаками – регіональній, товарній тощо (характерна для великих підприємств із широко диверсифікованою виробничою або регіональною діяльністю), функції управління інвестиціями покладаються на центри управління інвестиційною діяльністю, які сформовані у складі кожного дивізіону (відділення компанії). У цьому випадку система управління інвестиційною діяльністю має дезінтегрований характер і ключову роль відіграють не менеджери центрального апарату, а керівники відповідних виробничих відділень.

На підприємствах, що використовують проектну організаційну структуру управління (характерна, як правило, для середніх і великих підприємств) функції інвестиційного управління диференціюються в розрізі окремих підрозділів – проектної групи, що має комплексні повноваження щодо рішення поставлених завдань. У системі інвестиційного менеджменту такі підрозділи створюються для реалізації окремих реальних інвестиційних проектів, а також для управління портфелем фінансових інструментів інвестування. Керівники таких проектних підрозділів безпосередньо підпорядковані генеральному директору або його заступнику з фінансових питань. Проектні підрозділи, що забезпечують управління інвестиційною діяльністю в межах конкретних завдань, створюються, як правило, на тимчасовій основі.

На підприємствах, що використовують матричну організаційну структуру управління (характерна для великих підприємств) проектний принцип доповнюється функціональним принципом управління. У цьому випадку на підприємстві організовується подвійне підпорядкування інвестиційних менеджерів: з одного боку вони підпорядковані безпосереднім керівникам відповідних функціональних служб центрального апарату управління (з визначеного кола питань), з іншого – безпосередньому керівнику відповідного проекту.

«*Центр відповідальності*» являє собою структурний підрозділ підприємства, що цілком контролює ті або інші аспекти господарської діяльності, а його керівник самостійно приймає управлінські рішення в рамках цих аспектів і несе повну відповідальність за виконання доведених йому планових (нормативних) показників. Згідно з цією концепцією права керівника підрозділу – «центру відповідальності», які пов'язані з окремими аспектами управління господарською діяльністю в рамках цього підрозділу, паритетне кореспондують з мірою його відповідальності перед контролюючою структурою (органом управління вищого рівня) на підприємстві.

Однією з форм «центру відповідальності», утворюваною для управління інвестиційною діяльністю підприємства, є «центр інвестицій», що являє собою структурний підрозділ підприємства, керівник якого відповідає за використання виділених йому інвестиційних ресурсів і одержання необхідного прибутку від інвестиційної діяльності. Основним контрольованим показником при цьому є звичайно рівень прибутку на інвестований капітал. Прикладом «центру інвестицій» є дочірня фірма підприємства або виділений в його складі спеціальний структурний підрозділ, що здійснює винятково інвестиційну діяльність.

При формуванні «центрів інвестицій» підприємства виділяють такі основні етапи:

1. Визначення потреби у формуванні спеціалізованих структурних підрозділів підприємства;
2. Визначення системи прав та обов'язків керівників структурних підрозділів;

3. Розроблення системи стимулювання керівників структурних підрозділів;

4. Розроблення системи форм відповідальності керівників структурних підрозділів за невиконання установлених завдань;

5. Розроблення та доведення «центрам інвестицій» планових (нормативних) завдань щодо здійснення інвестиційної діяльності;

6. Забезпечення контролю виконання «центрам інвестицій» встановлених завдань.

Система інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту – це система цілеспрямовано сформованих відповідних показників для використання в процесі прийняття і реалізації управлінських рішень за всіма аспектами інвестиційної діяльності підприємства. Вона являється складовою частиною інформаційної бази управління підприємством.

Побудова системи інформаційного забезпечення інвестиційного менеджменту передбачає формування необхідних показників завдяки зовнішнім та внутрішнім джерелам інформації.

Показники, що формуються із зовнішніх джерел інформації складаються:

- показники, що характеризують «інвестиційний клімат» держави в цілому;
- показники, що характеризують кон'юнктуру інвестиційного ринку;
- показники нормативно-правового характеру, що регламентують інвестиційну діяльність підприємства.

Показники, що формуються із внутрішніх джерел інформації складаються:

- планові (нормативні) показники розвитку підприємства за окремими напрямками його господарської діяльності;
- показники фінансового обліку та звітності підприємства;
- показники управлінського обліку підприємства.

Виділяють такі основні сфери інвестиційного аналізу на підприємстві:

1. Аналіз інвестиційної діяльності підприємства в цілому і окремих «центрів інвестицій».

2. Аналіз інвестиційної привабливості окремих реальних проектів і фінансових інструментів інвестування.

Система інвестиційного аналізу – це процес дослідження основних результатів інвестиційної діяльності підприємства («центра інвестицій») з метою викриття резервів подальшого підвищення її ефективності. Вона являється складовою частиною системи аналізу господарської діяльності підприємства.

Залежно від методів, що використовуються, розрізняють наступні системи аналізу інвестиційної діяльності підприємства («центра інвестицій»):

1. Система Горизонтального (Трендового) Інвестиційного Аналізу – це система аналізу, що досліджує динаміку окремих показників інвестиційної діяльності підприємства («центра інвестицій») у часі і визначає загальні тенденції їх зміни (або тренд).

У інвестиційному менеджменті найбільшого розповсюдження набули такі основні напрямки горизонтального (трендового) інвестиційного аналізу:

а) Аналіз динаміки загального обсягу валових і чистих реальних інвестицій за низку періодів;

б) Аналіз динаміки загальної вартості портфелю фінансових інвестицій за низку періодів;

Аналіз динаміки загальної суми інвестиційних доходів за низку періодів.

2. Система вертикального (структурного) інвестиційного аналізу – це система аналізу, що досліджує внутрішню структуру окремих узагальнюючих показників інвестиційної діяльності.

У інвестиційному менеджменті найбільшого розповсюдження набули такі основні напрямки вертикального (структурного) інвестиційного аналізу:

- a) структурний аналіз окремих видів інвестицій підприємства;
- b) структурний аналіз реальних інвестицій підприємства;
- c) структурний аналіз портфелю фінансових інвестицій підприємства;
- d) структурний аналіз інвестиційних ресурсів підприємства за джерелами їх формування.

3. Система порівняльного інвестиційного аналізу – це система аналізу, що базується на порівнянні між собою окремих груп аналогічних показників інвестиційної діяльності.

У інвестиційному менеджменті найбільшого розповсюдження набули такі основні напрямки порівняльного аналізу:

- a) порівняння темпів та результатів реального інвестування за даним підприємством та середньогалузевими;
- b) порівняння основних показників інвестиційної діяльності окремих «центрів інвестицій» підприємства;
- c) порівняння планових (нормативних) та звітних показників інвестиційної діяльності підприємства («центрів інвестицій»);
- d) порівняння основних показників, що визначають умови інвестиційної діяльності підприємства («центрів інвестицій»).

4. Аналіз Інвестиційних Коефіцієнтів – це система аналізу досліджує співвідношення різних абсолютних показників, які характеризують обсяги та результати інвестиційної діяльності підприємства («центрів інвестицій»).

У інвестиційному менеджменті найбільшого розповсюдження набули такі аналітичні коефіцієнти:

1. Коефіцієнт рентабельності інвестицій:

$$КРІ = ЧПІ / ІК,$$

де ЧПІ – середньорічна сума чистого прибутку від інвестиційної діяльності;
ІК – сума інвестованого капіталу.

2. Коефіцієнт самофінансування інвестиційної діяльності:

$$КСІ = ВІРВ / ІР,$$

де ВІРВ – сума власних інвестиційних ресурсів, що сформовані за рахунок внутрішніх джерел;

ІР – загальна сума сформованих інвестиційних ресурсів.

3. Коефіцієнт реінвестування прибутку:

$$КРІП = ЧПІ / ЧП,$$

де ЧПІ – сума чистого прибутку підприємства, яка спрямована на інвестування;
ЧП – загальна сума чистого прибутку підприємства.

Інвестиційна привабливість реальних проектів і фінансових інструментів – це комплексна характеристика окремих реальних проектів або фінансових інструментів інвестування, яка проводиться інвестором відповідно до розроблених ним критеріїв та показників.

Аналіз інвестиційної привабливості окремих реальних проектів і фінансових інструментів – це процес дослідження і оцінки за критеріями інвестора системи показників за окремими об'єктами інвестування з метою обґрунтування

інвестиційних рішень.

У процесі аналізу інвестиційної привабливості окремих реальних проектів і фінансових інструментів досліджуються такі основні групи показників:

1. Показники доходності (ефективності) інвестицій;
2. Показники інвестиційного ризику;
3. Показники ліквідності інвестицій.

Інвестиційне планування – це процес розробки основних показників інвестиційної діяльності підприємства та її забезпечення відповідними ресурсами у визначеному майбутньому періоді. Інвестиційне планування являється складовою частиною системи загального планування господарської діяльності підприємства.

Інвестиційне планування на підприємстві складається з таких систем:

1. Система прогнозування інвестиційної діяльності підприємства;
2. Система поточного планування інвестиційної діяльності підприємства;
3. Система оперативного планування інвестиційної діяльності підприємства.

Кожній із систем інвестиційного планування відповідають певні форми представлення його результатів (планові документи) (табл. 7.1).

Інвестиційний контролінг – це система внутрішнього контролю, що забезпечує концентрацію контрольних дій на найбільш пріоритетних напрямках і показниках інвестиційної діяльності підприємства, своєчасне виявлення відхилень фактичних її результатів від передбачених та прийняття оперативних управлінських рішень щодо виконання постановлених завдань.

Таблиця 7.1

Форми представлення результатів інвестиційного планування

Системи інвестиційного планування	Форми представлення результатів інвестиційного планування (планові документи)	Період планування
1. Система прогнозування інвестиційної діяльності підприємства	1. Інвестиційна стратегія підприємства. 2. Інвестиційна політика підприємства за окремими аспектами інвестиційної діяльності	3-5 років
2. Система поточного планування інвестиційної діяльності підприємства	1. Програма реальних інвестицій 2. Портфель довгострокових фінансових інвестицій 3. Основні показники інвестиційної діяльності в системі поточних фінансових планів.	1 рік
3. Система оперативного планування інвестиційної діяльності підприємства	1. Календарний план реалізації інвестиційних проектів 2. Капітальний бюджет за окремими інвестиційними проектами 3. Портфель короткострокових фінансових інвестицій	Квартал, місяць

Інвестиційний контролінг є складовою частиною загального внутрішнього контролю господарської діяльності підприємства.

На підприємстві система інвестиційного контролінгу будується за такими основними етапами:

1. Визначення об'єктів інвестиційного контролінгу;
2. Визначення видів інвестиційного контролінгу окремих об'єктів;
3. Формування системи пріоритетів показників інвестиційної діяльності, що контролюються;
4. Розробка системи кількісних стандартів контролю;
5. Побудова системи моніторингу показників інвестиційної діяльності, що контролюються;

6. Формування системи дій інвестиційних менеджерів з усуненню відхилень фактичних показників від встановлених стандартів.

Розрізняються такі основні види інвестиційного контролінгу:

1. стратегічний контролінг – це контроль цільових показників інвестиційної стратегії підприємства (квартал, рік);

2. поточний контролінг – це контроль показників поточних планів інвестиційної діяльності підприємства (місяць, квартал);

3. оперативний контролінг – це контроль показників календарних планів, капітальних бюджетів окремих проектів (тиждень, декада, місяць).

Основу системи інвестиційного контролінгу становить система моніторингу показників інвестиційної діяльності підприємства, що контролюються, яка передбачає:

1. Визначення системи інформативних звітних даних за кожним видом інвестиційного контролінгу;

2. Розроблення системи узагальнюючих аналітичних показників, що характеризують фактичні результати показників, що контролюються;

3. Розроблення стандартної структури форм контрольних звітів виконавців (керівників «центрів інвестицій»);

4. Визначення контрольних періодів за кожним видом інвестиційного контролінгу і кожній групі показників, що охоплюються ними;

5. Визначення розмірів відхилень фактичних результатів контрольованих показників інвестиційної діяльності від встановлених стандартів;

6. Виявлення основних причин відхилень фактичних результатів, які контролюються показниками інвестиційної діяльності від встановлених стандартів.

Система дій інвестиційних менеджерів щодо усунення відхилень фактичних показників інвестиційної діяльності від встановлених стандартів складається з трьох основних алгоритмів:

1. «Не вживати ніяких заходів» – така форма реагування передбачається в тих випадках, коли розмір відхилень значно нижчий за встановлений критерій;

2. «Усунути відхилення» – така система дій передбачає процедуру пошуку та реалізації резервів щодо забезпечення виконання цільових, планових або нормативних показників у наступному звітному періоді;

«Скоригувати значення відповідних стандартів» – така система дій з коригування значення певних цільових, планових або нормативних показників передбачається у випадках, коли можливості нормалізації окремих аспектів інвестиційної діяльності обмежені або зовсім відсутні.

7.4. 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.

Тема 8. УПРАВЛІННЯ ФОРМУВАННЯМ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ.

8.1. Сутність інвестиційних ресурсів та принципи їх формування.

8.2. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства.

8.3. Особливості формування інвестиційного капіталу в умовах зовнішніх і внутрішніх обмежень фінансових ресурсів для інвестування.

8.1. Сутність інвестиційних ресурсів та їх формування.

Інвестиційні ресурси підприємства являють собою всі форми капіталу, залученого ним для здійснення вкладень в об'єкти реального та фінансового інвестування.

Політика формування інвестиційних ресурсів являє собою частину загальної інвестиційної стратегії підприємства, полягає в забезпеченні необхідного рівня самофінансування його інвестиційної діяльності й найбільш ефективних формах залучення залученого капіталу із різних джерел для здійснення інвестицій.

Таблиця 8.1

Класифікація інвестиційних ресурсів підприємства

Класифікаційна ознака	Вид ресурсів
1. За власністю	1.1. Власні 1.2. Позичкові
2. За джерелами залучення щодо відношення до підприємства	2.1. Що формуються із внутрішніх джерел 2.2. Що формуються із зовнішніх джерел
3. За натурально-речовою формою	3.1. У грошовій формі 3.2. У фінансовій формі 3.3. У матеріальній формі 3.4. У нематеріальній формі
4. За часом залучення	4.1. Що залучаються на довгостроковій основі 4.2. Що залучаються на короткостроковій основі
5. За національною приналежністю власників	5.1. Що формуються за рахунок вітчизняного капіталу 5.2. Що формуються за рахунок іноземного капіталу
6. За цільовою спрямованістю	6.1. Що використовуються у процесі реального інвестування 6.2. Що використовуються у процесі фінансового інвестування
7. За стадіями життєвого циклу інвестиційного проекту	7.1. Що забезпечують передінвестиційну стадію 7.2. Що забезпечують інвестиційну стадію 7.3. Що забезпечують стадію експлуатації

Основні етапи формування інвестиційних ресурсів підприємства за умови оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості:



Рис. 8.1. Способи фінансування інвестиційного процесу на макrorівні

Усі напрямки і форми інвестиційної діяльності компанії (фірми) здійснюються за рахунок сформованих нею інвестиційних ресурсів. Від характеру формування цих ресурсів багато в чому залежить рівень

ефективності не тільки інвестиційної, але й всієї господарської діяльності підприємства.

Інвестиційні ресурси підприємства являють собою всі форми капіталу, який залучається ним для здійснення вкладень в об'єкти реального і фінансового інвестування.

Інвестиційні ресурси, що формуються підприємством, класифікуються по багатьох ознаках, а саме:

1. За титулом власності інвестиційні ресурси, що формуються підприємством, поділяють на два основних види – власні й позикові. У системі формування інвестиційних ресурсів такий розподіл має визначальний характер.

Власні інвестиційні ресурси характеризують обсяг коштів підприємства, які забезпечують його інвестиційну діяльність і належать йому на правах власності. До власних ресурсів відносяться також кошти, які передані підприємству для здійснення цільового інвестування на безповоротній основі.

Позикові інвестиційні ресурси характеризують залучений підприємством капітал в усіх його формах на умовах повернення. Всі форми позикового капіталу, які використовуються підприємством в інвестиційній діяльності, являють собою його фінансові зобов'язання, що підлягають погашенню в передбачені строки.

2. По групах джерел залучення відносно підприємства виділяють інвестиційні ресурси, які формуються із внутрішніх і зовнішніх джерел.

Інвестиційні ресурси, що формуються із внутрішніх джерел характеризують власні й позичені фінансові кошти, які формуються безпосередньо на підприємстві для забезпечення його розвитку. Основу власних фінансових коштів, які формуються із внутрішніх джерел, складає капіталізована частина чистого прибутку підприємства («нерозподілений прибуток»).

Інвестиційні ресурси, що формуються із зовнішніх джерел, характеризують ту їх частину, яка формується поза межами підприємства. Вона охоплює залучений зі сторони як власний так і позиковий капітал. Склад цієї групи джерел формування інвестиційних ресурсів досить численний і буде детально розглянутий у наступних розділах.

3. За натурально-речовою формою залучення сучасна теорія виділяє

інвестиційні ресурси в грошовій, фінансовій, матеріальній і нематеріальній формах. Інвестування капіталу в цих формах дозволене законодавством України при створенні нових підприємств, збільшенні обсягу їх статутних фондів.

Інвестиційні ресурси в грошовій формі є найбільш поширеним їх різновидом. Універсальність цього виду інвестиційних ресурсів полягає в тому, що вони можуть бути трансформовані в будь-яку іншу форму активів, необхідних підприємству для здійснення інвестиційної діяльності.

Інвестиційні ресурси в фінансовій формі залучаються підприємством у вигляді різноманітних фінансових інструментів, які вносяться до його статутного фонду. Такими фінансовими інструментами можуть бути акції, облігації, депозитні рахунки і сертифікати банків тощо.

Інвестиційні ресурси в матеріальній формі залучаються підприємством у вигляді різноманітних капітальних активів (машин, обладнання, споруд, приміщень), сировини, матеріалів, напівфабрикатів тощо.

Інвестиційні ресурси в нематеріальній формі залучаються підприємством у вигляді різноманітних нематеріальних активів, які не мають речової форми, але беруть безпосередню участь в його господарській діяльності й формуванні прибутку. До цього виду інвестованого капіталу відносять права користування окремими природними ресурсами, патентні права на використання винаходів, "ноу-хау", права на промислові зразки й моделі, товарні знаки, комп'ютерні програми та інші нематеріальні види майнових цінностей.

4. За періодом залучення виділяють такі види інвестиційних ресурсів:

Інвестиційні ресурси, що залучаються на довгостроковий період. Вони складаються з власного і позикового капіталів зі строком використання більше одного року. Сукупність власного і довгострокового позикового капіталу, сформованого підприємством для інвестиційних цілей, називають "перманентним капіталом".

Інвестиційні ресурси, що залучаються на короткостроковий період формуються підприємством для задоволення тимчасових інвестиційних потреб на період до одного року.

5. За національною приналежністю власників капіталу виділяють інвестиційні ресурси, які формуються за рахунок вітчизняного або іноземного капіталу.

Інвестиційні ресурси, що формуються за рахунок вітчизняного капіталу, характеризуються найбільшою кількістю джерел, які пропонуються вітчизняним фінансовим ринком, і сформованими інвесторами власних фінансових ресурсів. Цей вид інвестиційного капіталу, як правило, найбільш доступний для підприємств малого й середнього бізнесу.

Інвестиційні ресурси, що формуються за рахунок іноземного капіталу, забезпечують в основному реалізацію великих реальних інвестиційних проєктів, пов'язаних з їх перепрофілюванням, реконструкцією або технічним переоснащенням.

6. За цільовим напрямом використання виділяють:

Інвестиційні ресурси, які призначені для використання в процесі реального інвестування, їх обсяг та структура плануються по кожному реальному проєкту в рамках сформованої інвестиційної програми підприємства.

Інвестиційні ресурси, які призначені для використання в процесі фінансового інвестування, їх залучення підпорядковане завданням формування або реструктуризації портфеля фінансових інструментів інвестування підприємства.

7. По забезпеченню окремих стадій інвестиційного процесу виділяють

наступні види інвестиційних ресурсів:

Інвестиційні ресурси, які забезпечують передінвестиційну стадію. Інвестиційні ресурси, які забезпечують інвестиційну стадію. Інвестиційні ресурси, які забезпечують постінвестиційну стадію.

На передінвестиційній стадії інвестиційні ресурси формуються з метою забезпечення передстартових витрат по відкриттю нового підприємства, необхідних для розробки бізнес-плану, фінансування передінвестиційних досліджень, а також проектних робіт. У складі загального обсягу інвестиційних ресурсів ці кошти складають незначну частину.

На інвестиційній стадії інвестиційні ресурси необхідні для безпосереднього формування капітальних та інших поза обігових активів, що складають виробничий потенціал майбутньої господарської діяльності підприємства. Потреба в ресурсах обумовлена здійсненням будівельно-монтажних робіт, придбанням активів для формування виробничої бази нового підприємства.

На постінвестиційній (експлуатаційній) стадії інвестиційні ресурси формуються для фінансування обігових активів підприємства, які дозволяють розпочати операційну діяльність і формувати зворотній потік від інвестицій.

Такий розподіл інвестиційних ресурсів використовується тільки в процесі забезпечення реалізації окремих реальних інвестиційних проектів.

Рівень ефективності інвестиційної діяльності підприємства значною мірою визначається цілеспрямованим формуванням його інвестиційних ресурсів. *Метою формування інвестиційних ресурсів підприємства є задоволення його потреб у придбанні необхідних інвестиційних активів й оптимізація їх структури з позиції забезпечення ефективних результатів інвестиційної діяльності.*

Виходячи з цього, процес формування інвестиційних ресурсів базується на наступних принципах:

1. Принцип врахування перспектив розвитку інвестиційної діяльності. У процесі формування обсягів та структури інвестиційних ресурсів варто враховувати усі стадії інвестиційного процесу - передінвестиційну, інвестиційну та експлуатаційну.

2. Принцип забезпечення відповідності обсягу залучених інвестиційних ресурсів обсягу інвестиційних потреб підприємства. Загальна потреба в інвестиційних ресурсах підприємства базується на розрахунках загальних обсягів реального та фінансового інвестування.

3. Принцип забезпечення оптимальної структури інвестиційних ресурсів із позицій ефективної інвестиційної діяльності. Умови формування високих кінцевих результатів інвестиційної діяльності залежать від структури сформованих інвестиційних ресурсів. Оптимальна структура забезпечує фінансову рівновагу розвитку підприємства в процесі здійснення інвестиційної діяльності, з іншої сторони неоптимальна структура - генерує ризики у фінансовій сфері підприємства, тобто приводить до банкрутства підприємства.

4. Принцип забезпечення мінімізації витрат з формування інвестиційних ресурсів із різних джерел. Така мінімізація витрат здійснюється в процесі управління вартістю капіталу, який залучається для інвестиційної діяльності з метою одержання максимальної суми чистого прибутку.

5. Принцип забезпечення високоефективного використання інвестиційних ресурсів у процесі інвестиційної діяльності. Інвестиційні ресурси, які тимчасово не використовуються, можуть втрачати свою вартість із часом. Тому

формуванню інвестиційних ресурсів слід враховувати темпи інфляції та інші фактори, які впливатимуть на вартість протягом строку реалізації інвестиційної діяльності.

Реалізація цих принципів є основою процесу управління формування інвестиційними ресурсами підприємства.

8.2. Політика формування інвестиційних ресурсів підприємства

Політика формування інвестиційних ресурсів являє собою частину загальної інвестиційної стратегії підприємства, яка полягає в забезпеченні необхідного рівня самофінансування його інвестиційної діяльності й залученні для цих цілей капіталу в найбільш ефективних формах з різноманітних джерел.

Найважливішою проблемою інвестора в процесі формування інвестиційних ресурсів є визначення їх загального обсягу. Загальна сума інвестиційних ресурсів підприємства має визначатися виходячи з запланованого обсягу освоєння коштів у процесі реалізації окремих реальних інвестиційних проектів, а також запланованого приросту портфеля фінансових інвестицій. Таким чином, загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів у плановому періоді визначатиметься за такою формулою:

$$IP_3 = \sum_{i=1}^n PIP + DFI$$

де IP_3 – загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів в плановому періоді;

PIP – потреба в інвестиційних ресурсах для реалізації реального інвестиційного проекту;

DFI – передбачений обсяг приросту портфеля фінансових інвестицій;

n – кількість реальних інвестиційних проектів підприємства, що реалізується в плановому періоді.

У свою чергу, загальний обсяг інвестиційних ресурсів, необхідних для реалізації конкретного інвестиційного проекту визначається з урахуванням стадій інвестиційного циклу проекту.

Розрахунок загального обсягу інвестиційних ресурсів реального інвестиційного проекту:

1. Початкові інвестиції:

1.1. Капітальні витрати:

- придбання земельних ділянок;
- будівельно-монтажні роботи;
- придбання, доставка та монтаж обладнання.

1.2. Інші організаційні витрати:

- з проектно-вишукувальних робіт;
- з реклами;
- підготовка кадрів;
- інші витрати.

1.3. Інвестиції в чистий оборотний капітал:

- придбання початкового запасу сировини;
- покриття витрат з оплати праці персоналу;
- формування страхового резерву грошових коштів;
- інші витрати.

2. Інвестиції на стадії експлуатації проекту:

- 2.1. Річні операційні витрати;
 - 2.2. Податки;
 - 2.3. Відсотки за кредит;
 - 2.4. Непередбачені витрати; 2.5. Інші витрати.
3. Інвестиції на стадії завершення проекту:
- 3.1. Витрати на демонтаж обладнання та знос будівель;
 - 3.2. Витрати з юридичного оформлення ліквідації підприємства;
 - 3.3. Інші витрати.

Після визначення загального обсягу інвестиційних ресурсів, інвестор має визначити, яка їх частка буде профінансована за рахунок власних коштів, а яка за рахунок позичених чи залучених.

Стратегія формування інвестиційних ресурсів є важливим складовим елементом не тільки інвестиційної, але і фінансової стратегії компанії (фірми). Розробка такої стратегії покликана забезпечити безперебійну інвестиційну діяльність у передбачених обсягах; найбільш ефективно використання власних фінансових коштів, що направляються на ці цілі, а також фінансову стабільність підприємства у довгостроковій перспективі.

Первісним етапом в управлінні формуванням інвестиційних ресурсів є визначення їх обсягу відповідно до здійснюваної інвестиційної діяльності. Найскладнішим в загальній системі розрахунків є оцінка потреби в інвестиційних ресурсах у зв'язку з реальним інвестуванням у створення нового підприємства. Як правило, в таких випадках загальна потреба має бути розрахована по всіх трьох стадіях інвестиційного процесу – передінвестиційній, інвестиційній та постінвестиційній (експлуатаційній).

Формування інвестиційних ресурсів для створення нового підприємства залежить від об'єктивності оцінки потреби в них і є дуже відповідальним етапом управління. Недостатній обсяг сформованих на цьому етапі інвестиційних ресурсів суттєво подовжує період створення та залучення виробничих потужностей нового підприємства, а, в ряді випадків взагалі не дає можливості розпочати його операційну діяльність. У той же час надлишковий обсяг необхідних інвестиційних ресурсів призводить до наступного неефективного використання активів підприємства, знижує норму дохідності інвестицій. Таким чином, визначення загальної потреби в інвестиційних ресурсах для створення нового підприємства пов'язано з вирішенням оптимізаційних задач.

Оптимізація загальної потреби в інвестиційних ресурсах для створення нового підприємства являє собою процес розрахунку реально необхідного обсягу інвестиційних ресурсів, які можуть бути ефективно використані в процесі реалізації інвестиційного проекту на першій стадії його життєвого циклу в умовах об'єктивних обмежень.

Розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів компанії (фірми) здійснюється по окремих 4 етапах, а саме:

1. Прогнозування потреб інвестиційних ресурсів в загальному об'ємі інвестиційних ресурсів;
2. Вивчення можливості формування інвестиційних ресурсів за рахунок різних джерел;
3. Визначення методів фінансування окремих інвестиційних програм і проектів;
4. Оптимізація структури джерел формування інвестиційних

ресурсів.

Вивчення можливостей формування інвестиційних ресурсів за рахунок різних джерел є другим етапом розробки стратегії. У процесі цього етапу робіт розглядаються можливі джерела формування інвестиційних ресурсів з урахуванням специфіки діяльності тієї чи іншої компанії (фірми).

Усі джерела формування інвестиційних ресурсів підрозділяються на три основні групи: 1) власні, 2) позикові, 3) залучені.

Серед власних джерел фінансування інвестицій головну роль безумовно відіграє прибуток, що залишається в розпорядженні компанії (фірми) після сплати податків і інших обов'язкових платежів. Частина цього прибутку, що направляється на виробничий розвиток, може бути використана на будь-які інвестиційні цілі. Політика розподілу чистого прибутку компанії ґрунтується на обраній нею загальної стратегії економічного розвитку.

Другим за значенням джерелом власних коштів є амортизаційні відрахування. Їхній розмір залежить від обсягу використовуваних компанією основних фондів і прийнятої політики їхньої амортизації (використання методу прямолінійної чи прискореної амортизації).

Інші з перерахованих власних джерел формування інвестиційних ресурсів у процесі розробки інвестиційної стратегії компанії не розглядаються, тому що їхнє формування є предметом тактичного або оперативного планування.

Серед позикових джерел фінансування інвестицій головну роль звичайно грають довгострокові кредити банків. Однак у сучасних умовах це джерело практично не використовується в зв'язку з кризовим станом економіки (у загальній сумі кредитів, виданих банками в 1993 році, довгострокові кредити склали менш 2%).

Емісія облігацій компаній (відповідно до законодавства України вона може бути здійснена в розмірі не більш 25% суми статутного фонду) також не одержала поки широкого поширення в зв'язку з нерозвиненістю фондового ринку і невисоких розмірів статутного фонду багатьох компаній (фірм). Це джерело залучення інвестиційних ресурсів доступне лише компаніям з високими розмірами статутного капіталу.

8.3. Особливості формування інвестиційного капіталу в умовах зовнішніх і внутрішніх обмежень фінансових ресурсів для інвестування

Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів є заключним етапом розробки стратегії їхнього формування. Необхідність такої оптимізації визначається тим, що розраховане співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування інвестиційних ресурсів може не відповідати вимогам фінансової стратегії компанії й істотно знижувати рівень її фінансової стабільності.

У процесі оптимізації структури джерел формування інвестиційних ресурсів необхідно враховувати наступні основні особливості кожної з груп джерел фінансування.

Внутрішні (власні) джерела фінансування характеризуються такими позитивними особливостями: а) простотою і швидкістю залучення; б) високою віддачею за критерієм норми прибутковості інвестованого капіталу, тому що не вимагають сплати позичкового відсотка в будь-яких його формах; в) істотним зниженням ризику неплатоспроможності і банкрутства підприємства при їхньому

використанні; г) повним збереженням управління в руках початкових засновників підприємства.

Разом з тим, їм притаманні наступні недоліки: а) обмежений обсяг залучення, а отже і можливостей істотного розширення інвестиційної діяльності при сприятливій кон'юктурі інвестиційного ринку; б) обмеженість зовнішнього контролю за ефективністю використання власних інвестиційних ресурсів, що при некваліфікованому управлінні ними може призвести до важких фінансових наслідків для підприємства.

Зовнішні (позикові і залучені) джерела фінансування характеризуються наступними позитивними особливостями: а) високим об'ємом можливого їхнього залучення, який значно перевищує об'єм власних інвестиційних ресурсів; б) більш високим зовнішнім контролем за ефективністю інвестиційної діяльності і реалізацією внутрішніх резервів її підвищення.

Разом з тим, їм притаманні наступні недоліки: а) складність залучення й оформлення; б) більш тривалий період залучення; в) необхідність надання відповідних гарантій (на платній основі) або застави майна; г) підвищення ризику банкрутства в зв'язку з несвоєчасним погашенням отриманих позичок; д) утрата частини прибутку від інвестиційної діяльності в зв'язку з необхідністю сплати позичкового відсотка; е) часткова втрата управління діяльністю компанії (при акціонуванні).

Головними критеріями оптимізації співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування інвестиційної діяльності виступають:

- 1) необхідність забезпечення високої фінансової стійкості підприємства;
- 2) максимізація суми прибутку від інвестиційної діяльності, яка залишається в розпорядженні початкових засновників підприємства, при різних співвідношеннях внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування цієї діяльності.

Фінансова стійкість підприємства у прогнозованому періоді може бути визначена за допомогою показників, розглянутих раніше. До цих показників може бути доданий коефіцієнт самофінансування інвестиційної діяльності (K_{CF}), визначений по формулі:

$$K_{CF} = IP_B / IP_3 ,$$

де IP_B - сума власних фінансових коштів, що залучені до формування інвестиційних ресурсів;

IP_3 - загальна сума сформованих інвестиційних ресурсів.

Максимізація суми прибутку при різних співвідношеннях внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування інвестиційної діяльності досягається в процесі розрахунку ефекту фінансового левереджу (або фінансового важеля). Цей ефект полягає в тому, що до норми прибутку на власний проінвестований капітал додається прибуток, який одержаний завдяки використанню позикових коштів, незважаючи на їхню платність.

Тема 9. ХАРАКТЕРИСТИКА ТА МЕТОДИ ОЦІНЮВАННЯ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ІНВЕСТУВАННЯ

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

9.2. Методичні підходи до визначення вартості облігацій.

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

9.4. Оцінка вартості звичайних акцій з постійним темпом росту дивідендів.

Оцінка вартості звичайних акцій з непостійним темпом росту дивідендів.

9.1. 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:

$$V_0 = \frac{CF_1}{(1+k_1)^1} + \frac{CF_2}{(1+k_2)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1+kt)^t} + \dots + \frac{CF_n}{(1+kn)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+kt)^n}, \quad (9.1)$$

де V_0 – поточна, або приведена, вартість активів;

CF_t – очікуване грошове надходження в момент t ;

kt – 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 (9.1) 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.

9.2. 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:

$$V_B = \sum_{k=1}^N \frac{INT}{(1 + i_b)^k} + \frac{M}{(1 + i_b)^N} \quad (9.2)$$

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 облігації

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

Вартість облігацій 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 облігації залишилося, як і було, 16 років. В цьому випадку вартість нашої облігації 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 облігаціями інвестори отримуватимуть більше, то власники такої облігації 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 облігації 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 облігації не обов'язково збігається з тією ціною, за якою облігація реально котирується на ринку, $V_B \neq P_0$, де P_0 – ринкове котирування облігації на момент часу «тепер».

Виникає задача, чому дорівнює реальна прибутковість облігації, поданої у вигляді відсоткової ставки. Ця величина називається «дохідність до погашення» та позначається Y_M . Використовуючи базове рівняння (9.2), Y_M можна визначити за допомогою рівняння

$$V_B = \sum_{k=1}^n \frac{INT}{(1 + Y_M)^k} + \frac{M}{(1 + Y_M)^n} \quad (9.3)$$

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

Приклад. Підприємство А в момент емісії придбало пакет дисконтних державних облігацій 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

$$V_B = \frac{M + INT}{(1 + i_B)^N} \quad (9.4)$$

9.3. 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.

$$V_P = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{D_p}{(1 + i_B)^k} = \frac{D_p}{i_B} \quad (9.5)$$

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.

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.

2) 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

$$V_s = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{D_1}{(1 + i_b)^k} , \quad (9.6)$$

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 (Т).

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

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

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 $g = 0$, тоді

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

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

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

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

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

Ринкова вартість акції стала закономірно нижчою.

9.4. 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 формувалися 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 ураховувати, 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.

Тема 10. ІНВЕСТИЦІЙНА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА ТА ОСНОВНІ МЕТОДИ ЇЇ ФОРМУВАННЯ

10.1. Поняття інвестиційної стратегії.

10.2. Принципи та послідовність розроблення інвестиційної стратегії.

10.3. Стратегічні цілі та процес їх формування.

10.4. Оцінювання результативності розробленої інвестиційної стратегії.

10.1. Поняття інвестиційної стратегії

Інвестиційна діяльність підприємства у всіх її формах не може зводитися до задоволення його поточних інвестиційних потреб, які обумовлені необхідністю заміни зношених активів або їхнього приросту у зв'язку зі змінами обсягу і структури господарської діяльності.

Необхідність забезпечення стійкого стану підприємства на ринку, його економічного розвитку вимагає відповідної інвестиційної підтримки. Це обумовлює необхідність створення чіткої системи управління інвестиційною діяльністю на основі науково виваженого передбачення її напрямів і форм, забезпечення здатності адаптуватись до загальних цілей розвитку підприємства та умов зовнішнього мінливого середовища його функціонування. Ефективним інструментом перспективного управління інвестиційною діяльністю підприємства, в умовах реалізації цілей економічного розвитку підприємства істотних змін макроекономічних факторів, впливу державного регулювання ринкових процесів, кон'юнктури інвестиційного ринку і, пов'язаної з цим

невизначеності, є інвестиційна стратегія. Інвестиційна стратегія являє собою систему довгострокових цілей інвестиційної діяльності підприємства, що обумовлені загальними завданнями його розвитку та інвестиційною ідеологією, а також вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення.

Інвестиційну стратегію можна представити як генеральний план дій у сфері інвестиційної діяльності підприємства, який визначає пріоритети її напрямів і форм, характер формування інвестиційних ресурсів і послідовність етапів реалізації довгострокових інвестиційних цілей.

Поєднання в інвестиційній стратегії системи цілей і шляхів їх досягнення визначає межі можливої інвестиційної активності підприємства і прийнятих інвестиційних рішень по напрямках формах його інвестиційної діяльності в перспективному періоді. Інвестиційну стратегію підприємства можна охарактеризувати також як систему формалізованих критеріїв, по яких воно оцінює і реалізує свої інвестиційні можливості, моделює перспективну інвестиційну позицію і забезпечує її досягнення. Резюмуючи вищевикладене, можна констатувати, що інвестиційна стратегія являє собою системну

концепцію, що пов'язує і спрямовує розвиток інвестиційної діяльності підприємства.

Розробка інвестиційної стратегії являє собою процес постановки цілей інвестиційної діяльності, визначення її пріоритетних напрямків і форм, оптимізацію структури сформованих інвестиційних ресурсів їхнього розподілу, вироблення інвестиційної політики по найбільш важливих аспектах інвестиційної діяльності, підтримку взаємовідносин із зовнішнім інвестиційним середовищем.

Процес розробки інвестиційної стратегії є найважливішою складовою загальної системи стратегічного вибору підприємства, основними елементами якого є місія, загальні стратегічні цілі розвитку, система функціональних стратегій в

розрізі окремих видів діяльності, засоби формування і розподілу ресурсів. При цьому інвестиційна стратегія знаходиться у певній співвідпорядкованості з іншими елементами стратегічного вибору підприємства.

Актуальність розробки інвестиційної стратегії підприємства визначається низкою умов. Найважливішим з них є інтенсивність зміни чинників зовнішнього інвестиційного середовища. Висока динаміка основних макроекономічних показників, що пов'язані з інвестиційною активністю підприємств, темпи розвитку технологій, часті коливання кон'юнктури інвестиційного ринку, мінливість державної інвестиційної політики і форм регулювання інвестиційної діяльності не дозволяють ефективно управляти інвестиціями підприємства на основі лише раніше накопиченого досвіду традиційних методів інвестиційного менеджменту, оскільки під впливом багатьох факторів інвестиційні рішення окремих структурних підрозділів підприємства можуть мати багатоаспектний характер, що може призвести до виникнення протиріч і зниження ефективності інвестиційної діяльності в цілому.

Однією з умов, що визначають актуальність розробки інвестиційної стратегії підприємства, є його майбутній перехід до нової стадії життєвого циклу. Кожній із стадій життєвого циклу підприємства властиві характерні рівень інвестиційної активності, напрямки і форми інвестиційної діяльності, особливості формування інвестиційних ресурсів і саме інвестиційна стратегія дозволяє заздалегідь адаптувати інвестиційну діяльність підприємства до майбутніх кардинальних змін можливостей його економічного розвитку.

Важливою умовою, що визначає актуальність розробки інвестиційної стратегії, є кардинальна зміна цілей операційної діяльності підприємства у зв'язку з новими комерційними можливостями. Реалізація таких цілей потребує зміни виробничого асортименту, впровадження нових виробничих технологій, освоєння нових ринків збуту продукції тощо. За таких умов істотне зростання інвестиційної активності підприємства та диверсифікація форм його інвестиційної діяльності повинні мати прогнозований характер і забезпечуватись розробкою чітко сформульованої інвестиційної стратегії.

Розробка інвестиційної стратегії підприємства на сучасному етапі базується на методологічних підходах концепції стратегічного управління, що активно впроваджується в корпораціях США і більшості країн Західної Європи з початку 70-х років ХХ ст. Концепція стратегічного управління відбиває чітке стратегічне позиціонування підприємства (зокрема, його інвестиційну позицію), яке виражене в системі принципів і цілей функціонування, механізмі взаємодії суб'єкта й об'єкта управління, характері взаємовідносин між елементами господарської та організаційної структури, формах адаптації до умов зовнішнього мінливого середовища.

Стратегічне управління сформувалося на основі розвитку методології стратегічного планування. На відміну від звичайного довгострокового планування, заснованого на концепції екстраполяції сформованих тенденцій розвитку, стратегічне планування враховує не тільки ці тенденції, але й систему можливостей і небезпек розвитку підприємства, виникнення надзвичайних ситуацій, спроможних змінити сформовані тенденції в майбутньому періоді.

Заснована на новій парадигмі управління розробка інвестиційної стратегії базується на попередній ідентифікації досягнутого стратегічного інвестиційного рівня підприємства. У процесі такої ідентифікації має бути отримане чітке уявлення

про параметри, що характеризують можливості й обмеження розвитку інвестиційної діяльності підприємства, а саме:

1. Який рівень стратегічного мислення власників та інвестиційних менеджерів підприємства?

2. Який рівень знань інвестиційних менеджерів (їхньої поінформованості) про стан, майбутню динаміку найважливіших елементів зовнішнього інвестиційного середовища?

3. Якими інвестиційними ресурсами володіє підприємство, які можливості їх формування в перспективі, як забезпечений в процесі накопичення їхній протиінфляційний захист?

4. Чи відповідає рівень інвестиційної активності підприємства поточним і перспективним вимогам його розвитку, наскільки повно використовується його інвестиційний потенціал?

5. Чи є на підприємстві цілісна стратегічна концепція у вигляді місії, загальної стратегії, системи стратегічних нормативів розвитку тощо?

Якою мірою ця стратегічна концепція структурована в розрізі окремих господарських підрозділів?

6. Яка ефективність діючих на підприємстві систем інвестиційного аналізу, планування і контролю; якою мірою вони орієнтовані на рішення стратегічних задач?

7. Чи відповідає організаційна структура управління інвестиційною діяльністю підприємства задачам його перспективного розвитку? Який рівень інвестиційної культури підприємства, наскільки тісно це кореспондується із загальною його організаційною культурою?

Процес розробки інвестиційної стратегії пов'язаний із попереднім виділенням об'єктів стратегічного управління підприємства. З позицій інвестиційного менеджменту виділяють, як правило, три основні групи об'єктів стратегічного управління:

- 1) інвестиційна діяльність підприємства в цілому;
- 2) інвестиційна діяльність стратегічної зони господарювання;
- 3) інвестиційна діяльність стратегічного інвестиційного центру.

Підприємство як об'єкт стратегічного інвестиційного управління являє собою відкриту комплексну систему, що інтегрує всі напрямки і форми інвестиційної діяльності його різноманітних структурних господарських підрозділів.

Стратегічна зона господарювання – це самостійний господарський сегмент в рамках підприємства (організації), що здійснює свою діяльність у ряді суміжних галузей, об'єднаних спільністю попиту, використовуваною сировиною або виробничою технологією.

Інвестиційна стратегія стратегічної зони господарювання є самостійним (автономним) блоком у загальній системі стратегічного інвестиційного управління на підприємстві.

Стратегічний інвестиційний центр являє собою самостійну структурну одиницю підприємства (організації), що спеціалізується на виконанні окремих функцій або напрямків інвестиційної діяльності, забезпечує ефективну господарську діяльність окремих стратегічних зон господарювання і підприємства в цілому. Інвестиційна стратегія таких центрів обмежена функціональними напрямками їх діяльності і підпорядкована задачам загального стратегічного інвестиційного управління.

10.2. Принципи та послідовність розробки інвестиційної стратегії підприємств

В основі розробки інвестиційної стратегії підприємства лежать принципи нової управлінської парадигми – системи стратегічного управління. До основних принципів, що забезпечують підготовку і прийняття стратегічних інвестиційних рішень в процесі розробки інвестиційної стратегії підприємства, відносяться наступні:

1. Розгляд підприємства як відкритої соціально-економічної системи, спроможної до самоорганізації. Цей принцип стратегічного управління полягає в тому, що при розробці інвестиційної стратегії підприємство розглядається як певна система, яка цілком відкрита для активної взаємодії з чинниками зовнішнього інвестиційного середовища. У процесі такої взаємодії

підприємству притаманна властивість знаходження відповідної просторової, часової або функціональної структури без специфічного впливу ззовні в умовах економіки ринкового типу, що й розглядається як його спроможність до самоорганізації.

2. Урахування базових стратегій операційної діяльності підприємства. Будучи частиною загальної стратегії економічного розвитку підприємства, що забезпечує в першу чергу розвиток операційної діяльності, інвестиційна стратегія підпорядковується їй. Водночас, інвестиційна стратегія сама здійснює істотний вплив на формування стратегічного розвитку операційної діяльності підприємства. Це пов'язано з тим, що основні цілі операційної стратегії забезпечення високих темпів реалізації продукції, зростання операційного прибутку і підвищення конкурентної позиції підприємства пов'язані з тенденціями розвитку відповідного товарного ринку (споживчого або факторів виробництва). Якщо тенденції розвитку товарного й інвестиційного ринків (у тих сегментах, де підприємство здійснює свою господарську діяльність) не збігаються, може виникнути ситуація, коли стратегічні цілі розвитку операційної діяльності підприємства не можуть бути реалізовані в зв'язку з інвестиційними обмеженнями. У цьому випадку стратегія операційної діяльності підприємства відповідно коригується.

Вся різноманітність стратегій операційної діяльності, реалізацію яких покликана забезпечувати інвестиційна діяльність підприємства.

Обмежене зростання. Цей тип операційної стратегії використовується підприємствами зі стабільним асортиментом продукції виробничих технологій, які мало змінюються під впливом науково-технічного прогресу. Вибір такої стратегії можливий в умовах слабких коливань кон'юнктури товарного ринку і стабільної конкурентної позиції підприємства. Відповідно інвестиційна стратегія підприємства в цих умовах спрямована в першу чергу на ефективне забезпечення відтворювальних процесів і обмеженого приросту активів. Стратегічні зміни інвестиційної діяльності в цьому випадку зводяться до мінімуму.

Прискорене зростання. Такий тип операційної стратегії обирають, як правило, підприємства, що знаходяться на ранніх стадіях свого життєвого циклу, а також в галузях, що динамічно розвиваються, під впливом науково-технічного прогресу. Інвестиційна стратегія в цьому випадку має найбільш складний характер через необхідність забезпечення високих темпів розвитку інвестиційної діяльності, її диверсифікації по різноманітних формах, регіонах

тощо.

Скорочення (або стиснення). Така операційна стратегія найчастіше обирається підприємствами, що знаходяться на пізніх стадіях свого життєвого циклу, а також у стадії фінансової кризи. Вона заснована на принципі «відсікання зайвого», який передбачає скорочення обсягу й асортименту продукції, що випускається, вихід з окремих сегментів ринку тощо. Інвестиційна стратегія підприємства в цих умовах покликана забезпечити ефективне дезінвестування і високу маневреність використання капіталу, забезпечуючи подальшу фінансову стабілізацію.

Сполучення (або комбінування). Така операційна стратегія підприємства інтегрує різноманітні типи часткових стратегій стратегічних зон господарювання або стратегічних господарських центрів. Така стратегія характерна для великих підприємств (організацій) із широкою галузевою і регіональною диверсифікацією операційної діяльності. Інвестиційна стратегія таких підприємств (організацій) диференціюється в розрізі окремих об'єктів стратегічного управління, будучи підпорядкованою різноманітним стратегічним цілям їхнього розвитку.

3. Переважна орієнтація на підприємницький стиль стратегічного управління інвестиційною діяльністю. Інвестиційна поведінка підприємства в стратегічній перспективі характеризується підприємницьким стилем. Основу орієнтирів на приріст складає постановка стратегічних цілей від досягнутого рівня інвестиційної діяльності з мінімізацією альтернатив прийнятих стратегічних інвестиційних рішень. Кардинальні зміни напрямків і форм інвестиційної діяльності здійснюються лише як відгук на зміни операційної стратегії підприємства. Цей стиль інвестиційної поведінки характерний, як правило, для підприємств, що досягають такої стадії свого життєвого циклу як зрілість.

Основу підприємницького стилю інвестиційного поведіння становить активний пошук ефективних інвестиційних рішень в усіх напрямках і формах інвестиційної діяльності, а також на різноманітних стадіях інвестиційного процесу, який супроводжується постійною їх трансформацією відповідно до поставлених стратегічних цілей і чинників мінливого зовнішнього інвестиційного середовища.

В економічній літературі прирістний стиль інвестиційної поведінки підприємства в стратегічній перспективі розглядається як консервативний, у той час як підприємницький стиль - як агресивний, орієнтований на прискорене зростання.

4. Забезпечення погодженості перспективного, поточного і оперативного управління інвестиційною діяльністю. Концепція стратегічного управління передбачає, що розроблена інвестиційна стратегія підприємства отримує свою подальшу конкретизацію в процесі поточного управління інвестиційною діяльністю шляхом формування інвестиційної програми (інвестиційного портфеля) підприємства. На відміну від інвестиційної стратегії формування інвестиційної програми є середньостроковим управлінським процесом, здійснюваним у рамках стратегічних рішень і поточних інвестиційних можливостей підприємства. У свою чергу процес поточного управління інвестиційною діяльністю має детальне завершення в оперативному управлінні реалізацією реальних інвестиційних проектів і реструктуризацією портфеля фінансових інструментів інвестування. Таким чином,

розробка інвестиційної стратегії є тільки першим етапом процесу стратегічного управління інвестиційною діяльністю.

5. Забезпечення адаптивності інвестиційної стратегії до змін чинників зовнішнього інвестиційного середовища, яке реалізується в системі загального ситуаційного підходу до майбутньої діяльності підприємства, що обумовлено парадигмою стратегічного управління. Сутність цього основного підходу полягає в тому, що всі майбутні стратегічні зміни в інвестиційній діяльності підприємства – її напрямках, формах, методах планування і контролю, організаційній структурі управління, інвестиційній культурі і т.п. є прогнозованою або оперативною його реакцією на відповідні зміни різноманітних чинників зовнішнього інвестиційного середовища.

Якщо прогнозовані параметри зовнішнього інвестиційного середовища є відносно стабільними, підприємство має можливість більшою мірою деталізувати свою інвестиційну стратегію, централізувати систему стратегічного планування і контролю, сформувати більш жорстку стратегічну організаційну структуру управління інвестиційною діяльністю. І навпаки, якщо прогнозоване зовнішнє інвестиційне середовище характеризується нестабільністю основних параметрів, а її зміни створюють певні загрози або формують нові інвестиційні можливості, інвестиційна стратегія підприємства повинна мати більш загальний і гнучкий характер та забезпечуватися більш децентралізованими структурами управління, які дозволяють оперативно й адекватно реагувати на зміни інвестиційного клімату, кон'юнктури інвестиційного ринку тощо.

6. Забезпечення альтернативності стратегічного інвестиційного вибору. В основу стратегічних інвестиційних рішень покладено активний пошук альтернативних варіантів напрямків, форм і методів здійснення інвестиційної діяльності, вибір найкращих із них, побудова на їх основі загальної інвестиційної стратегії і формування механізмів її ефективного реалізації. Альтернативність є найважливішою відмітною рисою всієї системи стратегічного управління підприємством і пов'язана з усіма основними елементами стратегічного інвестиційного вибору – інвестиційними цілями, інвестиційною політикою по окремих аспектах інвестиційної діяльності, джерелами формування інвестиційних ресурсів, стилем і менталітетом інвестиційного поведінки тощо.

7. Забезпечення постійного використання результатів технологічного прогресу в інвестиційній діяльності. Формуючи інвестиційну стратегію, варто мати на увазі, що інвестиційна діяльність є головним механізмом впровадження технологічних нововведень, що забезпечують зростання конкурентної позиції підприємства на ринку. Тому реалізація загальних цілей стратегічного розвитку підприємства значною мірою залежить від того, наскільки його інвестиційна стратегія відбиває досягнуті результати технологічного прогресу й адаптована до швидкого використання нових його результатів.

8. Врахування рівня інвестиційного ризику в процесі прийняття стратегічних інвестиційних рішень. Практично всі основні інвестиційні рішення, що прийняті в процесі формування інвестиційної стратегії, тією або іншою мірою змінюють рівень інвестиційного ризику. У першу чергу, це пов'язано з вибором напрямків і форм інвестиційної діяльності, формуванням інвестиційних ресурсів, впровадженням нових організаційних структур управління інвестиційною діяльністю. Інвестиційний ризик особливо збільшується в періоди

коливань ставки відсотка і зростання темпів інфляції.

9. Орієнтація на професійний апарат інвестиційних менеджерів у процесі реалізації інвестиційної стратегії. Як і б фахівці не залучалися до розробки окремих параметрів інвестиційної стратегії підприємства, її реалізацію повинні забезпечувати спеціально підготовлені спеціалісти – інвестиційні менеджери. Вони мають бути ознайомлені з основними принципами стратегічного управління, механізмом управління реальними інвестиційними проектами і портфелем фінансових інвестицій, володіти методами стратегічного інвестиційного контролінга.

10. Забезпечення розробленої інвестиційної стратегії підприємства відповідними організаційною структурою та інвестиційною культурою є найважливішою умовою для ефективної її реалізації.

Процес розробки інвестиційної стратегії підприємства здійснюється по таких етапах:

1. Визначення загального періоду формування інвестиційної стратегії. Цей період залежить від певних умов:

- тривалості періоду, визначеного для формування загальної стратегії розвитку підприємства, який не може бути більшим періоду реалізації підтримуючих інвестиційних проектів;

- передбачуваності розвитку економіки в цілому і кон'юнктури тих сегментів інвестиційного ринку, із якими пов'язана майбутня інвестиційна діяльність підприємства;

- його галузевої приналежності;

- розміру;

- стадії життєвого циклу тощо.

2. Дослідження чинників зовнішнього інвестиційного середовища і кон'юнктури інвестиційного ринку, яке спрямоване на визначення економіко-правових умов інвестиційної діяльності підприємства і можливої їхньої зміни в майбутньому періоді, тенденцій змін кон'юнктури інвестиційного ринку і чинників, що її обумовлюють, прогнозу кон'юнктури в розрізі окремих сегментів ринку, які пов'язані із майбутньою інвестиційною діяльністю підприємства.

3. Оцінка сильних і слабких сторін підприємства, що визначають особливості його інвестиційної діяльності. Така оцінка дозволяє визначити, чи володіє підприємство достатнім потенціалом, щоб скористатися новими інвестиційними можливостями, а також які внутрішні його характеристики послаблюють результативність інвестиційної діяльності. Для діагностики внутрішніх проблем цієї діяльності використовується метод управлінського обстеження підприємства, який заснований на вивченні різноманітних функціональних зон підприємства, що забезпечують розвиток інвестиційного процесу, серед яких: маркетингові можливості розширення обсягів і диверсифікації операційної (а відповідно й інвестиційної діяльності); фінансові можливості формування інвестиційних ресурсів; чисельність, фаховий і кваліфікаційний склад персоналу, що забезпечує розробку і реалізацію інвестиційної стратегії; наявна на підприємстві інформаційна база формування альтернативних стратегічних рішень щодо інвестування; стан організаційної структури управління й інвестиційної культури.

4. Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності. Головною

метою цієї діяльності є підвищення рівня добробуту власників підприємства і максимізація його ринкової вартості. Водночас, ця головна ціль потребує певної конкретизації з урахуванням задач і особливостей майбутнього інвестиційного розвитку підприємства. Система стратегічних цілей повинна забезпечувати вибір найбільш ефективних напрямів реального і фінансового інвестування, формування достатнього обсягу інвестиційних ресурсів і оптимізації їхнього складу, прийнятність рівня інвестиційних ризиків у процесі здійснення майбутньої господарської діяльності тощо.

5. Аналіз стратегічних альтернатив і вибір стратегічних напрямків та форм інвестиційної діяльності. Цей етап розробки інвестиційної стратегії є одним з основних. Він передбачає пошук альтернатив рішення щодо поставлених стратегічних інвестиційних цілей; їх оцінку з позицій зовнішніх можливостей і загроз, а також реального внутрішнього інвестиційного потенціалу; вибір найприйнятніших з них. Пошук альтернатив, що відповідають поставленим цілям, здійснюється в галузевому і регіональному розрізі, по різноманітних об'єктах стратегічного управління, по реальних і фінансових інвестиціях тощо.

6. Визначення стратегічних напрямків формування інвестиційних ресурсів. На цьому етапі прогнозується загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів відповідно до стратегічних напрямків і форм реального та фінансового інвестування, що диференціюється по окремих етапах стратегічного періоду; оптимізується структура джерел формування, виходячи із забезпечення фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку.

7. Формування інвестиційної політики по основних аспектах інвестиційної діяльності. Цей етап формування інвестиційної стратегії дозволяє забезпечити інтеграцію цілей і напрямків інвестиційної діяльності з основними механізмами їх реалізації. Інвестиційна політика являє собою форму реалізації інвестиційної ідеології й інвестиційної стратегії підприємства в розрізі найважливіших аспектів інвестиційної діяльності на окремих етапах її здійснення. На відміну від інвестиційної стратегії в цілому, інвестиційна політика формується лише по конкретних напрямках інвестиційної діяльності підприємства і спрямована на досягнення головної стратегічної цілі.

Формування інвестиційної політики по окремих аспектах фінансової діяльності підприємства може мати багаторівневий характер. Так, наприклад, в рамках політики управління реальними інвестиціями можуть бути розроблені реноваційна політика, політика інноваційного інвестування тощо.

8. Розробка системи організаційно-економічних заходів щодо забезпечення реалізації інвестиційної стратегії. У системі цих заходів передбачається формування на підприємстві нових організаційних структур управління інвестиційною діяльністю, створення «центрів інвестицій» різних типів, впровадження нових принципів інвестиційної культури, створення ефективної системи стратегічного інвестиційного контролінгу тощо.

9. Оцінка результативності розробленої інвестиційної стратегії. Цей етап завершує процес розробки інвестиційної стратегії. Така оцінка здійснюється за системою спеціальних економічних і позаекономічних критеріїв, що встановлюється підприємством.

10.3. Основні підходи до обґрунтування стратегічних цілей, напрямів та форм інвестиційної діяльності

Стратегічне управління інвестиційною діяльністю має цільовий характер, тобто передбачає постановку і досягнення визначених цілей. Будучи чітко вираженими, стратегічні цілі стають потужним засобом підвищення ефективності інвестиційної діяльності в довгостроковій перспективі, її координації і контролю, а також базою для прийняття управлінських рішень на всіх стадіях інвестиційного процесу.

Стратегічні цілі інвестиційної діяльності підприємства являють собою подані у формалізованому вигляді бажані параметри його стратегічної інвестиційної позиції, що дозволяють спрямовувати цю діяльність у довгостроковій перспективі й оцінювати її результати.

Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності повинно відповідати певним вимогам, основними з яких є:

1. Підпорядкованість головній цілі інвестиційного менеджменту. Стратегічні цілі інвестиційної діяльності розробляються для реалізації в довгостроковій перспективі головної цілі інвестиційного менеджменту – максимізації добробуту власників підприємства. Система конкретних цілей інвестиційної стратегії формується на підтримку цієї головної цілі і повинна бути співмірна з нею.

2. Орієнтація на високий результат інвестиційної діяльності. Кожна стратегічна ціль повинна мати стимулюючий характер для інвестиційних менеджерів, викликати прагнення до їх досягнення, забезпечувати найбільш повне використання інвестиційного потенціалу підприємства.

3. Реальність (досяжність). Хоча в основі розробки стратегічних інвестиційних цілей лежить ідеальне уявлення або бажана уява про стратегічну інвестиційну позицію підприємства, їх необхідно свідомо обмежувати за критерієм реальної досяжності з урахуванням чинників зовнішнього інвестиційного середовища і внутрішнього інвестиційного потенціалу.

4. Вимірюваність. Кожна із формованих стратегічних інвестиційних цілей повинна бути виражена в конкретних показниках. Реалізація цієї вимоги в процесі формування стратегічних цілей дозволяє використовувати їх у системі планування (нормування) основних параметрів інвестиційної діяльності, диференціювати по окремих інтервалах

стратегічного періоду, застосовувати в якості критеріїв оцінки результатів реалізації інвестиційної стратегії підприємства.

5. Однозначність трактування. Кожна стратегічна інвестиційна ціль повинна однозначно і чітко сприйматися всіма інвестиційними менеджерами, діяльність яких пов'язана з її реалізацією. Ця вимога забезпечується чітким установленням стратегічного періоду (або окремих його інтервалів), диференціацією по різноманітних об'єктах стратегічного управління, співставною системою одиниць виміру кількісних значень та інших чинників, що забезпечують чіткість сприйняття стратегічних цілей.

6. Наукова обґрунтованість. Процес формування стратегічних інвестиційних цілей має ґрунтуватись на об'єктивних економічних законах, що визначають рівень інвестиційної активності підприємства та ефективність його інвестиційної діяльності. Під час його здійснення має використовуватись сучасний методичний

інструментарій реальної оцінки окремих параметрів, чітко визначатись система взаємозв'язків і взаємозалежності окремих цілей.

5. Взаємопов'язаність. Система стратегічних інвестиційних цілей повинна бути вибудована таким чином, щоб реалізація одних з цих цілей забезпечувала б успішну реалізацію інших. Для цього необхідно ранжувати стратегічні цілі за рівнем їх пріоритетності, поділяючи їх в загальній ієрархії на прямі і підтримуючі.

6. Гнучкість. Ця вимога визначає можливість коригування системи стратегічних інвестиційних цілей в цілому або окремих кількісних параметрів кожної з них під впливом зміни чинників зовнішнього інвестиційного середовища або параметрів внутрішнього інвестиційного потенціалу. Зовнішня гнучкість системи стратегічних цілей повинна забезпечувати мінімізацію негативного впливу окремих чинників на ефективність інвестиційної діяльності або швидку реалізацію нових інвестиційних можливостей, а внутрішня їхня гнучкість – швидку маневреність у використанні інвестиційного потенціалу підприємства (у першу чергу, власних інвестиційних ресурсів).

Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності потребує попередньої їх класифікації за визначеними ознаками:

1. За видами очікуваного ефекту стратегічні цілі інвестиційної діяльності поділяються на економічні та позаекономічні.

Економічні цілі інвестиційної стратегії безпосередньо пов'язані з формуванням інвестиційного доходу або з досягненням інших економічних результатів інвестиційної діяльності в перспективі, що розглядається.

Позаекономічні цілі інвестиційної стратегії пов'язані з рішенням соціальних задач, забезпеченням екологічної безпеки, підвищенням статусу і репутації підприємства тощо. Хоча реалізація цих стратегічних цілей не пов'язана безпосередньо з очікуванням інвестиційного прибутку, їхній непрямий вплив на формування цього прибутку може бути досить суттєвим.

2. За функціональними напрямками інвестиційної діяльності цілі інвестиційної стратегії підприємства поділяються на:

Стратегічні цілі реального інвестування. Такі цілі визначаються за галузевою і регіональною спрямованістю реальних інвестицій, основними їх формами, найважливішими кінцевими результатами. Система цих цілей повинна бути взаємозалежною зі стратегічними цілями розвитку операційної діяльності підприємства.

Стратегічні цілі фінансового інвестування. У системі цих цілей визначаються перспективи придбання контрольного пакета акцій інших підприємств, основні цільові параметри формування портфеля фінансових інвестицій.

Стратегічні цілі формування інвестиційних ресурсів. Серед них визначають, як правило цільові параметри обсягу і структури формування ресурсів, а також їх середньозваженої вартості.

3. За об'єктами стратегічного управління виділяють такі групи цілей:

Стратегічні цілі підприємства в цілому. У загальній системі стратегічних цілей інвестиційної діяльності вони відіграють визначальну роль і посідають, як правило, основне місце.

Стратегічні цілі окремих стратегічних зон господарювання пов'язані з формуванням, розвитком і забезпеченням ефективної діяльності стратегічних об'єктів заданого типу, що виділяються в структурі підприємства.

Стратегічні цілі окремих стратегічних господарських центрів пов'язані з інвестиційною підтримкою формування і розвитку «центрів відповідальності» різноманітних типів, у першу чергу, «центрів інвестицій».

4. За спрямованістю результатів інвестиційної діяльності цілі інвестиційної стратегії поділяються на:

Внутрішні стратегічні цілі, які визначають напрямки розвитку внутрішніх інвестицій підприємства, що забезпечують, як правило, різноманітні цілі операційної діяльності підприємства, рішення найбільш важливих проблем соціального розвитку персоналу тощо.

Зовнішні стратегічні цілі. Визначають напрямки й очікувані результати розвитку зовнішніх інвестицій підприємства.

5. За пріоритетністю значення стратегічні цілі інвестиційної діяльності поділяються на:

Головну стратегічну ціль інвестиційної діяльності, що як правило, тотожна головній цілі інвестиційного менеджменту на більш розгорнутій основі з урахуванням особливостей інвестиційної діяльності конкретного підприємства.

Основні стратегічні цілі інвестиційної діяльності, до яких належать найбільш важливі стратегічні цілі, що безпосередньо спрямовані на реалізацію головної цілі інвестиційної діяльності в розрізі основних її аспектів.

Допоміжні стратегічні цілі інвестиційної діяльності, до складу яких входять всі інші економічні і позаекономічні цілі інвестиційної діяльності підприємства.

6. За характером впливу на очікуваний результат виділяють:

Прямі стратегічні цілі, що пов'язані з кінцевими результатами інвестиційної діяльності. До їх складу входять головна стратегічна ціль і найважливіші з основних стратегічних цілей.

Підтримуючі стратегічні цілі, спрямовані на забезпечення реалізації прямих стратегічних цілей в процесі інвестиційної діяльності. До них можуть бути віднесені ті, що пов'язані з використанням нових інвестиційних технологій, переходом до нової організаційної структури управління інвестиційною діяльністю, формуванням інвестиційної культури тощо.

Слід звернути увагу на те, що розподіл стратегічних цілей за цією ознакою має певною мірою умовний характер і пов'язаний з різним рівнем їхньої пріоритетності. Так, стосовно головної стратегічної цілі інвестиційної діяльності всі інші цілі можна розглядати як підтримуючі.

7. За спрямованістю відтворювального процесу, що забезпечується інвестиційною діяльністю, стратегічні цілі поділяють на:

Стратегічні цілі розвитку, до яких відносять цілі інвестиційної діяльності, що спрямовані на забезпечення приросту активів або власного капіталу підприємства (тобто пов'язані з процесом «чистого капіталоутворення»).

Реноваційні стратегічні цілі, які забезпечують своєчасну заміну з амортизованих основних засобів і нематеріальних активів у рамках простого відтворення.

Класифікація стратегічних цілей інвестиційної діяльності не обмежується наведеними вище основними ознаками. Вона може бути доповнена, виходячи зі специфіки здійснення інвестиційної діяльності конкретних підприємств.

З урахуванням розглянутих принципів класифікації сам процес формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства, який може здійснюватися за такими основними етапами:

1. Ретроспективний аналіз тенденцій розвитку основних результативних показників інвестиційної діяльності з урахуванням динаміки факторів зовнішнього інвестиційного середовища і параметрів внутрішнього інвестиційного потенціалу підприємства. Основним завданням такого аналізу є виявлення закономірностей і особливостей розвитку найважливіших параметрів інвестиційної діяльності окремих об'єктів стратегічного управління підприємства і встановлення ступеня впливу на них різноманітних зовнішніх й внутрішніх чинників. При стабільному стані окремих чинників зовнішнього інвестиційного середовища період проведення ретроспективного аналізу може бути обмежений 2-3 роками (в умовах нестабільності цей період має відповідати встановленій стратегічній перспективі).

2. Формулювання головної стратегічної цілі інвестиційної діяльності підприємства. На цьому етапі раніше розглянута головна ціль інвестиційного менеджменту конкретизується у певному показнику й одержує кількісне значення. Наприклад, головна стратегічна ціль інвестиційної діяльності може бути визначена в такий спосіб:

«Забезпечити зростання власного капіталу до кінця стратегічного періоду в два рази за рахунок ефективної інвестиційної діяльності».

3. Визначення бажаних і можливих тенденцій розвитку окремих показників інвестиційної діяльності, що забезпечують досягнення її головної цілі. У процесі цього етапу виявляються основні параметри розвитку інвестиційної діяльності підприємства, що забезпечують реалізацію її головної цілі і можуть бути підтримані за рахунок сприятливих умов майбутньої динаміки зовнішніх та внутрішніх чинників. Це дозволяє виявити позитивний вплив розвитку зовнішнього інвестиційного середовища і внутрішнього потенціалу підприємства на забезпечення реалізації головної стратегічної цілі його інвестиційної діяльності.

4. Визначення небажаних, але можливих тенденцій розвитку окремих результатів інвестиційної діяльності, що перешкоджають досягненню її головної цілі, передбачає виявлення несприятливого впливу окремих зовнішніх і внутрішніх чинників у процесі їхньої майбутньої динаміки на хід реалізації головної стратегічної цілі інвестиційної діяльності підприємства. Така детермінація можливих загроз забезпеченню реалізації головної цілі дозволяє завчасно вжити заходів щодо нейтралізації негативного впливу окремих чинників.

5. Врахування об'єктивних обмежень у досягненні бажаних параметрів стратегічної інвестиційної позиції підприємства.

В основі первісних підходів до формування стратегічних інвестиційних цілей є ідеальне або бажане уявлення про стратегічну інвестиційну позицію підприємства. Проте підприємство аж ніяк не є вільним у виборі своїх інвестиційних цілей, що відповідають його ідеальній стратегічній інвестиційній позиції. Воно може вільно обирати інвестиційну ідеологію, показник головної стратегічної інвестиційної цілі і навіть систему основних стратегічних позаекономічних цілей інвестиційної діяльності. Що ж до системи стратегічних економічних цілей цієї діяльності, то вони визначаються з урахуванням об'єктивних обмежень, які не контролюються інвестиційними менеджерами підприємства.

Одним з таких об'єктивних обмежень є розмір підприємства. Недостатність інвестиційних ресурсів не дозволяє невеличкому підприємству здійснювати диверсифіковану інвестиційну діяльність і ставити масштабні цілі інвестиційної

стратегії. У зв'язку з цим, стратегічні цілі таких підприємств обмежуються, як правило, сферою реального інвестування, підпорядкованою завданням економічного розвитку і своєчасної реновації основних засобів та нематеріальних активів. У той самий час великі підприємства можуть дозволити собі вибір позаекономічних цілей реального фінансового інвестування, диверсифікації інвестиційної діяльності.

Крім того, об'єктивним обмеженням є можливий обсяг інвестиційних ресурсів, що задовольняє потреби майбутнього забезпечення операційного процесу підприємства. Це об'єктивне обмеження розглядається в концепції «критичної маси інвестицій», що набула розвитку в останні роки і характеризує мінімальний обсяг інвестиційної діяльності, який дозволяє підприємству формувати необхідний чистий операційний прибуток.

Важливим об'єктивним обмеженням, що визначає спрямованість стратегічних цілей інвестиційної діяльності, є стадія життєвого циклу, в якій перебуває підприємство.

6. Формування системи основних стратегічних цілей інвестиційної діяльності, що забезпечують досягнення її головної цілі.

Визначення бажаних і небажаних тенденцій розвитку інвестиційної діяльності, а також урахування-об'єктивних обмежень у процесі формування стратегічної інвестиційної позиції підприємства дозволяють сформувати систему основних стратегічних цілей інвестиційної діяльності, та визначити кожен з них у конкретних показниках - цільових стратегічних нормативах. Серед найважливіших із цієї групи цілей (цільових стратегічних нормативів):

- темп зростання загального обсягу інвестиційної діяльності в стратегічній перспективі (загальній або середньорічній);
- співвідношення обсягів реального і фінансового інвестування підприємства;
- мінімально прийнятний рівень поточного інвестиційного прибутку;
- мінімально прийнятний темп приросту капіталу, що інвестується в довгостроковій перспективі;
- граничне припустимий рівень інвестиційного ризику;
- структура капіталу підприємства, що залучається в інвестиційних цілях (або мінімальний рівень самофінансування інвестицій).

Усі наведені цільові нормативи безпосередньо забезпечують реалізацію головної стратегічної цілі інвестиційної діяльності підприємства.

7. Формування системи допоміжних, підтримуючих цілей, що включаються до інвестиційної стратегії підприємства. Система цих цілей спрямована на забезпечення реалізації ряду основних стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства і враховує специфіку цієї діяльності. Допоміжні цілі можуть бути також виражені в цільових стратегічних нормативах, найважливішими із яких є:

- рівень галузевої диверсифікації реальних або фінансових інвестицій;
- рівень регіональної диверсифікації реальних або фінансових інвестицій;
- співвідношення обсягів внутрішніх і зовнішніх інвестицій підприємства;
- граничний рівень ліквідності об'єктів реального інвестування або портфеля фінансових інвестицій;
- мінімізація рівня оподаткування інвестиційної діяльності;

- підтримка «критичної маси інвестицій», що забезпечує стале економічне зростання підприємства;
- граничний рівень середньозваженої вартості сформованих інвестиційних ресурсів підприємства;
- необхідний обсяг (питома вага) інвестицій, що забезпечує рішення позаекономічних задач розвитку підприємства.

8. Узгодженість всіх стратегічних цілей та побудова «дерева цілей» інвестиційної стратегії підприємства. Головна, основні і допоміжні стратегічні цілі розглядаються як єдина комплексна система і тому потребують чіткої гармонізації з урахуванням їхньої пріоритетності та рангової значимості. Такий ієрархічний взаємозв'язок окремих

стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства забезпечується на основі методу «дерева цілей». Основою цього методичного прийому є графічне зображення взаємозв'язку і підпорядкованості різноманітних цілей діяльності.

9. Остаточна індивідуалізація всіх стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства з урахуванням вимог до їхньої реалізованості.

На цьому етапі перевіряється коректність формування окремих цілей з урахуванням їхніх взаємозв'язків (взаємної узгодженості). Для забезпечення реалізованості окремих стратегічних цілей інвестиційної діяльності вони мають бути конкретизовані по окремих інтервалах стратегічного періоду. У процесі цієї конкретизації забезпечується динамічність системи цільових стратегічних нормативів інвестиційної діяльності, їх зовнішня і внутрішня синхронізація в часі.

Розроблена система цілей служить критерієм оцінки успіху або невдачі реалізації інвестиційної стратегії підприємства в майбутньому періоді.

10.4. Оцінювання результативності розробленої інвестиційної стратегії

Оцінювання результативності інвестиційної стратегії, що розроблена підприємством, здійснюється по таких основних параметрах:

1. Узгодженість інвестиційної стратегії підприємства із загальною стратегією його розвитку. У процесі такої оцінки виявляється ступінь узгодженості цілей, напрямків і етапів у реалізації цих стратегій.

2. Узгодженість інвестиційної стратегії підприємства з передбачуваними змінами зовнішнього інвестиційного середовища, що дозволяє визначити наскільки розроблена інвестиційна стратегія відповідає прогнозованому розвитку економіки країни і змінам кон'юнктури інвестиційного ринку в розрізі окремих його сегментів.

3. Узгодженість інвестиційної стратегії підприємства з його внутрішнім потенціалом, що дозволяє оцінити наскільки обсяги, напрямки і форми інвестиційної стратегії взаємопов'язані з можливостями формування внутрішніх інвестиційних ресурсів, кваліфікацією інвестиційних менеджерів, організаційною структурою управління інвестиційною діяльністю та інвестиційною культурою, іншими параметрами внутрішнього інвестиційного потенціалу.

4. Внутрішня збалансованість інвестиційної стратегії.

При проведенні такої оцінки визначається наскільки узгоджені між собою окремі цілі і цільові стратегічні нормативи майбутньої інвестиційної діяльності, наскільки вони кореспондуються зі змістом інвестиційної політики по окремих аспектах інвестиційної діяльності; наскільки узгоджені між собою за напрямками і в часі заходи щодо забезпечення її реалізації.

5. Реалізованість інвестиційної стратегії. У процесі такої оцінки розглядаються в першу чергу потенційні можливості підприємства у формуванні необхідного обсягу інвестиційних ресурсів із усіх джерел і в усіх формах; визначається наскільки технологічними є обрані для реалізації інвестиційні проекти; чи є на інвестиційному ринку достатньо фінансових інструментів для формування ефективного інвестиційного портфеля; які є організаційні й технічні можливості успішної реалізації обраної інвестиційної стратегії.

6. Прийнятність рівня ризиків, що пов'язані із реалізацією інвестиційної стратегії. У процесі такої оцінки необхідно визначити, наскільки рівень прогнозованих інвестиційних ризиків, які пов'язані з діяльністю підприємства, забезпечує фінансову рівновагу в процесі його розвитку і відповідає інвестиційному менталітету його власників та відповідальних інвестиційних менеджерів. Крім того, необхідно оцінити, наскільки рівень цих ризиків допустимий для інвестиційної діяльності даного підприємства з позицій можливого розміру фінансових втрат і генерування загрози банкрутства.

7. Економічна ефективність реалізації інвестиційної стратегії. Оцінка економічної

ефективності інвестиційної стратегії здійснюється, насамперед, на основі прогнозних розрахунків раніше розглянутої системи основних інвестиційних коефіцієнтів і заданих цільових стратегічних нормативів, зіставлених із базовим їх рівнем.

8. Позаекономічна ефективність реалізації інвестиційної стратегії. В процесі такої оцінки враховуються:

- зростання ділової репутації підприємства;
- підвищення рівня керованості інвестиційною діяльністю його структурних підрозділів (при створенні «центрів інвестицій»);
- підвищення рівня матеріальної і соціальної задоволеності інвестиційних менеджерів (за рахунок ефективної системи матеріального стимулювання;
- більш високого рівня технічного оснащення робочих місць тощо).

При позитивних результатах оцінки розробленої інвестиційної стратегії, що відповідають обраним критеріям і менталітету інвестиційної поведінки, вона приймається підприємством до реалізації.

Визначення бажаних і небажаних тенденцій розвитку інвестиційної діяльності, а також урахування-об'єктивних обмежень у процесі формування стратегічної інвестиційної позиції підприємства дозволяють сформулювати систему основних стратегічних цілей інвестиційної діяльності, та визначити кожен з них у конкретних показниках - цільових стратегічних нормативах. Серед найважливіших із цієї групи цілей (цільових стратегічних нормативів):

- темп зростання загального обсягу інвестиційної діяльності в стратегічній перспективі (загальній або середньорічній);
- співвідношення обсягів реального і фінансового інвестування підприємства;
- мінімально прийнятний рівень поточного інвестиційного прибутку;
- мінімально прийнятний темп приросту капіталу, що інвестується довгостроковій перспективі;
- граничне припустимий рівень інвестиційного ризику;
- структура капіталу підприємства, що залучається в інвестиційних цілях (або мінімальний рівень самофінансування інвестицій).

РЕКОМЕНДОВАНИЙ СПИСОК БАЗОВОЇ ТА ДОПОМІЖНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Фінансовий менеджмент: Навч. посіб. за ред. Школьник І. О., Кремень В. М. К.: ЦУЛ, 2014. 488 с.
2. Фінансовий менеджмент: підручник. За ред. Непочатенко О. О. К.: ЦУЛ, 2013. 496 с.
3. Птащенко Л.О. Управління корпоративними фінансами: Навч. посібник. К.: ЦУЛ, 2008. 298 с.
4. Фінансовий менеджмент: Навч. посібник за заг. ред. В.М. Бороноса. Суми: Вид-во СумДУ, 2012. 539 с. URL: <http://fin.fem.sumdu.edu.ua/uk/finman2012.html>
5. Гізатулліна О.М., Чучко О.П. Роль фінансового контролінгу в системі управління підприємством / О.М. Гізатулліна, URL: http://www.nbuu.gov.ua/Portal/soc_gum/ekfor/2012_2/54.pdf
6. Гридчина М.В. Фінансовий менеджмент: Курс лекцій. К., 2014. 158 с.
7. Квач Я. П., Орлов В. М., Орлова О. В., Толкачова Г. В. Фінансовий менеджмент у схемах і таблицях: Навч. Посібник. Одеса, 2012. 72 с.
8. Кірейцев Г.Г. Фінансовий менеджмент: Підручник. К., 2004. 531 с.
9. Момот Т. В., Безугла В. О., Тараруєв Ю. О. та ін. Фінансовий менеджмент: Навч. посібник. К.: ЦУЛ, 2011. 712 с. URL: <http://eprints.kname.edu.ua>
10. Пазинич В.І., Шулейко А.В. Фінансовий менеджмент: Навч. посібник. К.: ЦУЛ, 2011. 408 с.
11. Фінансовий менеджмент: Підручник. за ред. А.М. Поддєрьогіна. К.: КНЕУ, 2005. С.9-13.
12. Редкін О.В. Інвестування: Курс лекцій з основ економічного управління інвестиційною діяльністю і бізнесом: навч. посібник. – Полтава: ПНТУ, 2007. – 169 с.
13. Гриньова В. М. Інвестування: Підруч./ В. М. Гриньова, В. О. Колода, Т. І. Лелейко, О. П. Колода. – К.: Знання, 2008. – 456 с.
14. Птащенко Л.О., Сержанов В. В. Фінансовий контролінг: [навчальний посібник] / Л. О. Птащенко, В. В. Сержанов – К.: Центр навчальної літератури, 2016. – 350 с. Ptashchenko L., Serzhanov V. Financial Controlling: [Tutorial] / L. Ptashchenko, V. Serzhanov – К.: Center of educational literature, 2016. – 350 years.
15. Верланов Ю. Ю. Фінансовий менеджмент : навчальний посібник. Вид. 2-ге. – Миколаїв : Вид-во ЧНУ ім. Петра Могили, 2021. – 336 с.
16. Терещенко О.О., Бабяк Н. Д. Фінансовий контролінг: Навч. посіб. К.: КНЕУ, 2013. 407 с.
17. Шелудько В.М. Фінансовий менеджмент: Навч. посіб. К.: Знання, 2013. 375с.
18. Терещенко О.О. Фінансова санація та банкрутство підприємств: Навч. посібник. К.: КНЕУ, 2012. 412с.
19. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18.09.91 р.// Відомості Верховної Ради. – 1991. – №47.
20. Каюда В.О. Основи інвестиційного менеджменту: навчальний посібник – К: Кондор, 2008. – 340 с.
21. Боярко І. М. Інвестиційний аналіз: Навч. посіб./ І. М. Боярко, Л. Л. Гриценко. – К.: ЦУЛ, 2011. – 400 с.
22. Вергун В. А. Іноземні інвестиції: офшорні зони та їх інституції в міжнародному бізнесі: Навч. посіб. / В.А. Вергун, О.І. Ступницький. – К.: Київський університет, 2012.– 416 с.
23. Жигалкевич Ж.М., Кам'янська О.В. Фінансовий менеджмент: навч. посіб. для здобувачів другого (магістерського) рівня вищої освіти спеціальності 073 «Менеджмент». Київ : КПІ ім. Ігоря Сікорського, 2022. 214 с.