

МІЖРЕГІОНАЛЬНА
АКАДЕМІЯ УПРАВЛІННЯ ПЕРСОНАЛОМ



МАУП

М. В. Грідчіна

ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Курс лекцій

МАУП

Київ
ДП «Видавничий дім «Персонал»
2012

Рецензенти: *В. Б. Захожай*, д-р екон. наук, проф.
В. Л. Осецький, д-р екон. наук, проф.
К. В. Ізмайлова, канд. екон. наук, проф.

Схвалено Вченою радою Міжрегіональна Академія управління персоналом (протокол № 11 від 23.12.09)

Грідчина М. В.

Фінансовий менеджмент: курс лекцій / М. В. Грідчина. — К. : ДП “Вид. дім “Персонал”, 2012. — 268 с. — Бібліогр. : 245–247 с.

ISBN 978-617-02-0096-9

Розглянуто основні методичні підходи та практичні прийоми, що використовуються для ефективного управління фінансовими ресурсами, оборотним капіталом, інвестиціями, фінансовими ризиками підприємства. Особливу увагу приділено методам управління прибутком, капіталом і оборотними активами підприємства; методам вибору інвестиційних проектів і формуванню інвестиційного портфеля; оцінюванню фінансового стану, прогнозуванню імовірності банкрутства і розробленню програми заходів з відновлення платоспроможності підприємства; змісту фінансових планів і організації внутрішньофірмового фінансового планування.

Для студентів, слухачів системи підготовки, перепідготовки і підвищення кваліфікації, керівників підприємств.

© М. В. Грідчина, 2012
© Міжрегіональна Академія управління персоналом (МАУП), 2012
© ДП “Видавничий дім “Персонал”, 2012

ISBN 978-617-02-0096-9

ВСТУП

Фінансовий менеджмент — одна з основних функцій апарату управління господарюючим суб'єктом в умовах ринкової економіки.

Фінансовий менеджмент або управління фінансами — це сукупність принципів, методів і засобів управління щодо забезпечення підприємства фінансовими ресурсами, зростання його прибутковості та досягнення фінансової стійкості.

У ринкових умовах неможливо керувати підприємством, не володіючи сучасними методами та прийомами управління фінансами.

У курсі лекцій розкрито сутність та методичні основи фінансового менеджменту; методи управління грошовими потоками, прибутком, інвестиціями, оборотними активами підприємства; методи визначення ціни (вартості) капіталу та засобів оптимізації його структури; методи оцінювання фінансового стану підприємства, визначення потреби у фінансових ресурсах, прогнозування фінансових показників і складання фінансових планів; методи управління фінансовими ризиками та застосування фінансових інструментів антикризового управління підприємством; а також викладено основні методичні підходи і практичні прийоми, що використовуються для ефективного управління формуванням і використанням фінансових ресурсів підприємства, забезпечення платоспроможності та підвищення прибутковості підприємства, зменшення впливу фінансових ризиків.

У роботі використано матеріали сучасних вітчизняних і зарубіжних видань із фінансового менеджменту, а також власні розробки.

Звертається увага на особливості управління фінансами, що зумовлені економічною і фінансовою кризою, несприятливим інвестиційним кліматом, нестабільністю податкового законодавства, високим рівнем інфляції, недостатньою розви-

неністю вітчизняного фінансового ринку та його інфраструктури.

Засвоєння дисципліни “Фінансовий менеджмент” ґрунтується на вивченні інших дисциплін, а саме: “Економіка підприємства”, “Фінанси”, “Гроші та кредит”, “Фінанси підприємств”, “Бухгалтерський облік”, “Фінансовий аналіз”, “Фінансовий ринок”.

Для концентрації уваги студентів на головних питаннях, а також полегшення вивчення дисципліни після кожної теми вміщено основні терміни і поняття, короткі висновки, контрольні питання, а також зазначено номери джерел літератури, список яких наведено наприкінці курсу лекцій.

ТЕОРЕТИЧНІ ТА ОРГАНІЗАЦІЙНІ ОСНОВИ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

1.1 Мета і завдання управління фінансами підприємства

Управління фінансами — це сукупність методів і засобів, що використовуються для підвищення прибутковості підприємства і мінімізації ризику неплатоспроможності.

Основна мета фінансового менеджменту — отримання найбільшої вигоди від функціонування підприємства в інтересах його власників.

Досягнення цієї мети ставить перед фінансовими менеджерами наступні завдання:

- забезпечити приріст рентабельності власного капіталу, тобто збільшення прибутку на кожен грошову одиницю, вкладених засновниками засобів;
- постійно підтримувати поточну платоспроможність (ліквідність) підприємства, що означає забезпечення своєчасного виконання поточних зобов'язань за рахунок оборотних коштів;
- забезпечувати фінансову стійкість (довгострокову платоспроможність), яка полягає у виконанні зобов'язань перед інвесторами і кредиторами, що мають довгострокові вкладення у підприємство;
- забезпечувати фінансовими ресурсами процеси розширеного відтворення.

1.2 Основні функції фінансового менеджера

До основних функцій управління фінансами як підсистеми в системі управління підприємством належать:

- 1) аналіз, оцінювання та прогнозування фінансового стану;
- 2) управління інвестиційною діяльністю (реальними та фінансовими інвестиціями);
- 3) управління фінансовою діяльністю (власним і позиковим капіталом, структурою капіталу);
- 4) управління оборотним капіталом і ліквідністю підприємства;
- 5) фінансове планування (складання фінансових планів і бюджетів);
- 6) управління фінансовими ризиками.

Кожна з функцій управління фінансами складається з кількох підфункцій, які наведено в табл. 1.1.

Таблиця 1.1

Основні функції і підфункції з управління фінансами підприємства

№ пор.	Функції управління фінансами	Підфункції
1	2	3
1	Аналіз, оцінка і прогнозування фінансового стану:	<ul style="list-style-type: none"> • аналіз фінансової звітності; • розрахунок фінансових показників і коефіцієнтів; • оцінювання фінансового стану; • прогнозування фінансових показників і фінансового стану; • прогнозування імовірності банкрутства; • узагальнення результатів аналізу та звіт перед власниками (акціонерами) про фінансові результати та фінансовий стан
2	Управління інвестиційною діяльністю:	<ul style="list-style-type: none"> • розробка інвестиційної політики; • обґрунтування варіантів інвестицій та формування інвестиційного портфеля; • організація фінансування капітальних вкладень; • управління капітальними вкладеннями; • визначення фактичної ефективності капітальних вкладень; • управління фінансовими інвестиціями (прямими та портфельними); • управління інвестиційними ризиками

1	2	3
3	Управління фінансовою діяльністю:	<ul style="list-style-type: none"> • розробка фінансової політики (визначення коефіцієнта реінвестування прибутку, співвідношення між власним та позиковим капіталом); • розробка пропозицій щодо форм залучення додаткового капіталу; забезпечення фінансової стійкості; • організація емісії акцій, облигацій підприємства; • залучення довгострокових кредитів; • обслуговування боргових зобов'язань; • виплата дивідендів; • викуп власних акцій
4	Управління оборотним капіталом:	<ul style="list-style-type: none"> • розробка політики фінансування оборотних засобів; забезпечення поточної платоспроможності (ліквідності); • контроль за грошовими надходженнями та виплатами; • оформлення, отримання та повернення короткострокових банківських кредитів; • управління грошовими коштами на поточних банківських рахунках; • управління коштами в товарно-матеріальних запасах; • управління дебіторською та кредиторською заборгованістю
5	Фінансове планування:	<ul style="list-style-type: none"> • складання кошторисів витрат; • планування прибутку та інших фінансових показників; • складання перспективних та поточних фінансових планів і бюджетів, фінансового розділу бізнес-плану; • розроблення програми антикризових заходів, планування фінансової санації; • податкове планування
6	Управління фінансовими ризиками:	<ul style="list-style-type: none"> • ідентифікація ризиків; • оцінювання рівня ризику; • вибір стратегії і тактики управління конкретним ризиком; • організація заходів щодо захисту від ризиків

Закінчення табл. 1.1

1	2	3
7	Інші функції:	<ul style="list-style-type: none"> • забезпечення взаємин з податковою службою, органами статистики, антимонопольним комітетом, комісією з цінних паперів і фондового ринку та іншими державними органами управління; • взаємодія з установами ринкової інфраструктури (банками, біржами, інвестиційними фондами, страховими компаніями, аудиторськими фірмами тощо)

1.3 Організація фінансової роботи на підприємстві

Фінансова робота формується з процедур різного рівня складності і відповідальності. Розглянемо їх.

Перший рівень — ухвалення управлінських рішень з перспектив розвитку підприємства та його поточної діяльності, проведення визначеної фінансової політики, встановлення обсягів і напрямів інвестицій, розподіл прибутку, формування грошових фондів підприємства, залучення додаткових джерел фінансування. Ці завдання високого рівня складності та відповідальності і перебувають вони в компетенції власників і керівників підприємства і лише частково можуть бути делеговані нижчим ланкам управління.

Якщо в управлінні виробничо-господарською діяльністю керівники підприємства можуть піти на істотну децентралізацію, тобто делегувати нижчим ланкам (як-то філіям, відділенням та іншим підрозділам) широкі повноваження з ухвалення управлінських рішень, то управління фінансовими ресурсами безпосередньо контролюють керівники, які координують грошові потоки й ухвалюють фінансові рішення щодо розвитку підприємства.

Другий рівень — виконання різних фінансових розрахунків, оформлення фінансових документів, складання фінансових звітів і планів, тобто технічні завдання, які виконують працівники бухгалтерії, фінансово-економічної служби; виконання деяких завдань може покладатися на працівників інших підрозділів підприємства.

Склад фінансово-економічної служби, обсяг і особливості організації роботи з управління фінансами залежать від обсягів і характеру діяльності підприємства, від обсягів фінансових ресурсів, якими воно розпоряджається, від організаційної структури управління, наявності територіально відокремлених підрозділів (філій, представництв). Невеликі підприємства можуть не мати окремого підрозділу (наприклад, фінансовий відділ), а виконання функцій фінансового менеджменту може суміщатися з виконанням інших управлінських функцій, наприклад із веденням бухгалтерського обліку.

Розмір підприємства впливає не на кількість функцій з управління фінансами, а на ступінь їх складності. Зі збільшенням розмірів підприємства ускладнюються завдання управління фінансами, що, своєю чергою, потребує збільшення чисельності фахівців високої кваліфікації. Найскладнішими є функції з управління фінансами у великих корпораціях.

На рис. 1.1 представлено розподіл функцій фінансового менеджменту у великій корпорації.

Посада віце-президента з фінансів зазвичай є тільки у великих компаніях, у середніх — фінансовий директор та головний бухгалтер.

Хоча функції фінансового управління і розподіляються між службами, однак вони тісно взаємопов'язані, тому виконуються скоординовано.

Практика показала ефективність організації управління фінансами, за якої делегування відповідальності за отримання доходу (прибутку) і надання досить широких повноважень в управлінні поточною діяльністю сполучається з централізацією прийняття фінансових рішень із розподілу та використання коштів. Прикладом такої організації управління є створення так званих центрів фінансової відповідальності (ЦФВ). Залежно від того, за які фінансові результати відповідають менеджери центру, розрізняють центри доходів, прибутку, витрат і інвестицій. Узгодження оплати праці працівників з відповідним запланованим для центру показником (виручка, прибуток, витрати, норма прибутку на інвестиції) підвищує зацікавленість



Рис. 1.1. Розподіл функцій фінансового менеджменту у великій корпорації

ність у результатах діяльності та сприяє поліпшенню фінансових результатів підприємства загалом. Управління центрів відповідальності характеризується чітким розподілом функцій між структурними підрозділами (департаментами, відділами, дільницями та ін.), високою самостійністю і відповідальністю співробітників у вирішенні оперативних питань. ЦФВ одночасно є бюджетними центрами, за якими закріплюється розробка відповідних бюджетів у процесі фінансового планування (див. підрозділ 11.3).

Для повторення

Терміни і поняття: мета і функції управління фінансами; фінансова служба; організація фінансової роботи; рівень складності управління фінансами; розподіл функцій.

Висновки

1. Фінансові менеджери повинні забезпечити: збільшення прибутку на кожен грошову одиницю вкладених засновниками засобів; поточну і довгострокову платоспроможність підприємства; фінансування розширеного відтворення.

2. Основні функції фінансового менеджера: проведення аналізу фінансового стану; фінансове планування; управління оборотним капіталом, інвестиціями, структурою капіталу, фінансовими ризиками.

3. Зі зростанням підприємства збільшується ступінь складності управління фінансами. Організація фінансової роботи залежить від характеру, специфіки та обсягів діяльності підприємства, обсягів фінансових ресурсів, якими необхідно керувати.

4. Практично доведена ефективність організації управління фінансами за центрами фінансової відповідальності (ЦФВ). Виокремлюють центри доходів, прибутку, витрат, інвестицій.

Контрольні питання і завдання

1. Яка мета фінансового менеджменту?
2. Які завдання виконуються з допомогою методів і прийомів фінансового менеджменту?
3. Назвіть основні функції фінансових менеджерів.
4. Від чого залежить форма організації фінансової роботи на підприємстві?
5. Чому ефективно організувати управління за центрами фінансової відповідальності?

Література [12; 15–18; 24; 25; 27; 28; 42]

СИСТЕМА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

2.1 Склад і зміст фінансової (бухгалтерської) звітності

Інформація про фінансовий стан підприємства міститься у фінансовій (бухгалтерській) звітності, що складається за стандартами і правилами, встановленими державою і міжнародними угодами.

Розвиток міжнародної торгівлі, зростання кількості спільних підприємств, міжнародних корпорацій зумовило необхідність використання міжнародних стандартів при складанні бухгалтерської звітності.

Завдяки запровадженню міжнародних стандартів бухгалтерського обліку показники фінансових звітів стали своєрідною міжнародною фінансовою мовою, яка забезпечує спілкування між підприємствами різних країн.

Фінансова (бухгалтерська) звітність — зовнішня (відкрита) інформація про підприємство, що представлена в стандартних формах звітності і не містить даних, які є комерційною таємницею; може надаватися різним користувачам (власникам, партнерам, органам державного управління та ін.) і бути опублікована.

Відповідно до міжнародних стандартів обліку (МСБО) бухгалтерська звітність повинна включати баланси, рахунки результатів, прибутків і збитків, звіти про зміни у фінансовому положенні, додатки та інший пояснювальний матеріал, що є невід'ємною складовою звітності. Відповідальність за підготовку бухгалтерської звітності покладається на керівництво підприємства. Звітність, яка призначена для опублікування, підлягає аудиторській перевірці.

Згідно із Законом України “Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні” з метою забезпечення доступності, гласності і відкритості для зацікавлених користувачів (покупців, постачальників, кредиторів, інвесторів та ін.) річна бухгалтерська звітність підприємств про результати фінансово-господарської діяльності, майновий та фінансовий стани є відкритою для опублікування. Вірогідність звітності, що публікується, підтверджується аудиторськими фірмами.

Фінансова звітність є основним джерелом інформації про фінансове становище підприємств. Щодо її складання вітчизняні підприємства мають дотримуватися наступних положень законодавства:

- на основі даних бухгалтерського обліку складати фінансову звітність, що включає баланс (ф. № 1), звіт про фінансові результати (ф. № 2), звіт про рух грошових коштів (ф. № 3), звіт про власний капітал (ф. № 4) і примітки до звітів;
- АТ, що мають дочірні підприємства, крім звітів про власні господарські операції, повинні складати консолідовану фінансову звітність;
- публічні АТ зобов'язані не пізніше 1 червня наступного за звітним року оприлюднювати річну фінансову звітність та консолідовану звітність шляхом публікації в періодичних виданнях або розповсюдження її у вигляді окремих друкованих видань.

Баланс підприємства (ф. № 1) — це звіт про активи і пасиви. Склад активів показує, як розміщені кошти підприємства (див. рис. 2.1), а склад пасивів показує джерела фінансування активів, їх ще називають зобов'язаннями підприємства (див. рис. 2.2). Загальна сума активів завжди дорівнює загальній сумі пасивів (зобов'язань). Баланс складається на визначену дату і показує майнове положення підприємства саме на цю конкретну дату.

За рівнем ліквідності, тобто за швидкістю перетворення у готівку, активи поділяються на малоліквідні або фіксовані (основні засоби та інші необоротні активи) і ліквідні або поточні



Рис. 2.1. Склад активів підприємства

(оборотні активи). У балансі підприємства активи розміщені в порядку зростання ліквідності.

Фіксовані активи включають: основні засоби (будинки, споруди, устаткування, транспортні засоби); нематеріальні активи (вартість прав користування земельними ділянками, іншими природними ресурсами, промисловими зразками, вартість патентів, ліцензій, “ноу-хау”, товарних знаків, програмного забезпечення для обчислювальної техніки та інших об’єктів інтелектуальної власності); довгострокові фінансові вкладення (інвестиції підприємства на термін більше року в цінні папери інших підприємств і держави, внески в статутні фонди інших підприємств, інші фінансові вкладення); довгострокову дебіторську заборгованість; відстрочені податкові активи; інші необоротні активи.

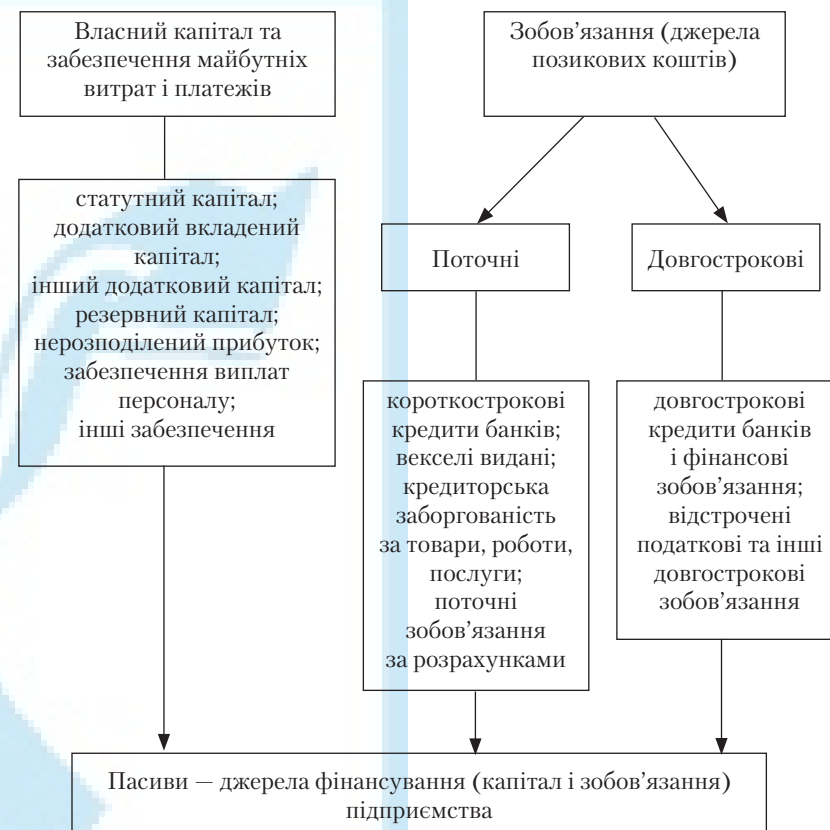


Рис. 2.2. Склад пасивів підприємства

Поточні (оборотні) активи включають: грошові кошти і засоби, що можуть бути перетворені в грошові менше, ніж за рік. Це — виробничі запаси, незавершене виробництво, готова продукція, товари, дебіторська заборгованість, поточні фінансові інвестиції (цінні папери та інші дохідні активи, придбані для отримання доходів на термін не більш як один рік, грошові кошти та їх еквіваленти в національній та іноземній валюті, інші оборотні активи.

Грошові кошти і поточні фінансові інвестиції (цінні папери, що легко реалізуються) належать до абсолютно ліквідних активів.

У пасиві балансу показані: джерела власних і прівірняних до них засобів; довгострокові і поточні зобов'язання.

До джерел власних і прівірняних до них засобів відносять: власний капітал (статутний, додатково вкладений, резервний, нерозподілений прибуток); забезпечення наступних витрат і платежів (забезпечення виплат персоналу та інші забезпечення, цільове фінансування).

До зобов'язань відносять: довгострокові і короткострокові кредити банків, довгострокові фінансові зобов'язання; відстрочені податкові зобов'язання; кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги, поточні зобов'язання за рахунками, інші поточні зобов'язання.

Звіт про фінансові результати (ф. № 2) — це документ, який доповнює баланс і показує ефект від господарської діяльності підприємства за звітний період. На відміну від балансу, в якому висвітлено стан активів і пасивів на визначену дату, звіт про фінансові результати інформує про доходи, витрати, прибутки і збитки за весь звітний період. Основними показниками цього звіту є: дохід (виторг) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг); чистий дохід, собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг); валовий прибуток (збитки); адміністративні витрати; витрати на збут; фінансові результати (прибуток або збиток) від операційної діяльності, від звичайної та надзвичайної діяльності; податок на прибуток, чистий прибуток (збиток).

У другому розділі цього звіту наводяться операційні витрати, згруповані за економічними елементами (матеріальні затрати, витрати на оплату праці, відрахування на соціальні заходи, амортизація, інші операційні витрати), що дає можливість проаналізувати структуру затрат підприємства.

Третій розділ звіту про фінансові результати — розрахунок показників прибутковості акцій — заповнюється тільки публічними акціонерними товариствами, прості акції або потен-

ційні прості акції яких відкрито продаються та купуються на фондових біржах і АТ, що знаходяться в процесі їх випуску.

Звіт про рух грошових коштів (ф. № 3) містить інформацію про надходження та вибуття грошових засобів у розрізі трьох видів діяльності: операційної, інвестиційної та фінансової. Хоча кожне підприємство має свої особливості, але будь-яка його діяльність може бути віднесена до одного із зазначених видів.

Операційна діяльність — це основна діяльність підприємства з виробництва продукції (робіт, послуг), торгівлі закупленими товарами, а також будь-яке допоміжне виробництво, яке обслуговує основну діяльність.

Прикладом руху грошових коштів унаслідок операційної діяльності є: надходження коштів від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг); надходження коштів за надання права використання активів (оренда, ліцензії та ін.); платежі постачальникам; виплати робітникам тощо.

Інвестиційна діяльність — це операції з придбання і продажу довгострокових (позаоборотних) активів, а також короткострокових (поточних) фінансових інвестицій, які не є еквівалентами грошових коштів.

Прикладом руху грошових коштів унаслідок інвестиційної діяльності є: платежі, пов'язані з придбанням основних засобів і нематеріальних активів; надходження засобів від продажу необоротних активів; надходження доходів (дивідендів, процентів) від фінансових інвестицій.

Фінансова діяльність — це сукупність операцій, які призводять до зміни величини і складу власного або позикового капіталу.

Прикладами таких операцій є: надходження грошових коштів від розміщення акцій, яке веде до збільшення власного капіталу; отримання і погашення кредитів; викуп акцій власної емісії; виплата дивідендів.

У звіт про рух грошових коштів не включаються операції, які не потребують використання грошових коштів і їх еквівалентів, тобто негрошові операції. Наприклад, бартерні операції,

надходження основних засобів на умовах фінансового лізингу, перетворення зобов'язань у власний капітал.

Чисті надходження і витрати грошових коштів за звітний період визначаються як арифметична сума відповідно надходжень (+) і витрат (-) у результаті операційної, інвестиційної і фінансової діяльності.

Звіт про рух грошових коштів містить інформацію про грошові обороти підприємства, яка дуже важлива при оцінюванні динаміки розвитку підприємства, його можливостей мобілізувати грошові кошти для господарських операцій, для розрахунків з кредиторами і власниками.

Звіт про власний капітал (ф. № 4) надає інформацію про зміни в складі, структурі і сумі власного капіталу за звітний період у результаті переоцінювання основних засобів та інших активів, розподілення чистого прибутку між власниками (учасниками) підприємства і направленням прибутку на збільшення статутного, резервного капіталу, збільшення суми нерозподіленого прибутку, додаткових внесків учасників, вилучення капіталу унаслідок виходу учасника, викупу або анулювання викуплених акцій, зменшення номінальної вартості акцій, інших змін у капіталі, а також дані про перепродаж викуплених акцій.

Багато інформації міститься у примітках до фінансових звітів: по-перше, щодо облікової політики, а також інформації про додатковий аналіз статей звітності, необхідний для забезпечення її зрозумілості та доречності.

За національними стандартами бухгалтерського обліку України підприємство повинно висвітлювати обрану облікову політику, описуючи принципи оцінювання статей звітності. Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку містять докладні рекомендації щодо розкриття облікової політики. У них зазначається, що підприємство зобов'язане перерахувати конкретні аспекти облікової політики, необхідні для правильного розуміння фінансових звітів, а саме: визнання доходів; принципи консолідації, включаючи дочірні підприємства та асоційовані компанії; об'єднання компаній; спільні підприємства;

визнання та амортизація матеріальних і нематеріальних активів; капіталізація витрат на позики та інших витрат; будівельні контракти; інвестиційна власність; оренда; витрати на наукові дослідження і розробки; запаси; податки, включаючи відкладені; резерви; витрати на виплати працівникам; проведення зовнішньоекономічних операцій та хеджування валютних ризиків; зазначення господарських і географічних сегментів та основу розподілу витрат між ними; облік інфляції; державні гранти.

Отже, у звітах діяльність підприємства висвітлюється з різних боків. Зазначені міжнародні стандарти вимагають надавати додаткову інформацію не лише про підприємство загалом, а й про його складники — сегменти. Для цього виділяються господарські та географічні сегменти, стосовно яких у примітках зазначаються наступні показники: дохід сегмента; витрати; результати його діяльності; активи та зобов'язання сегмента; вартість основних засобів та нематеріальних активів, придбаних протягом звітного періоду; амортизаційні відрахування тощо; негрошові витрати; частка підприємства у чистому прибутку або збитках асоційованої компанії, спільного підприємства або інші інвестиції, облік яких ведеться за методом участі в капіталі, якщо майже всі операції асоційованої компанії здійснюються у межах тільки цього сегмента, і сума пов'язаних із цим інвестицій.

Консолідована фінансова звітність пов'язана з функціонуванням групи підприємств, яка складається з материнської (холдингової) компанії та дочірніх підприємств (компаній). Консолідована фінансова звітність складається шляхом упорядкованого додавання показників фінансової звітності дочірніх підприємств до аналогічних показників материнської компанії. У результаті користувачі фінансових звітів отримують для аналізу фінансову інформацію (форми № 1, 2, 3, 4) про групу підприємств як єдине підприємство, що діє під головуванням холдингу, але при цьому не є юридичною особою.

Консолідовані фінансові звіти включають усі підприємства, що контролюються холдингом. Під контролем розумі-

ється вирішальний вплив на фінансову, господарську та комерційну політику підприємства з метою отримання вигід від його діяльності. За МСБО наявність контролю припускається, якщо материнська компанія прямо чи опосередковано (через дочірні компанії) володіє більш як половиною голосів на підприємстві та якщо явно не продемонстровано, що контроль відсутній. Контроль може мати місце і у випадках, коли частка голосів материнської компанії становить менш як 50%. Наприклад, право на контроль, визначене угодою інвесторів, чи зазначене в статуті підприємства, або материнській компанії, надане для визначення кількості і складу членів Ради директорів правління дочірнього підприємства. Практично усі великі західні корпорації мають дочірні підприємства і складають консолідовані фінансові звіти. Методи і технологія консолідації добре відпрацьовані й описані в МСБО, а також у національних стандартах обліку більшості економічно розвинених країн. В Україні діє стандарт П(С)БО № 20 “Консолідована фінансова звітність”, що регламентує порядок складання консолідованої фінансової звітності. Щоб фінансові звіти містили вірогідну інформацію про групу, як єдине ціле, потрібно об’єднати всі пункти фінансових звітів (кожну статтю активів, зобов’язань, власного капіталу, доходів і витрат), складених на одну й ту саму дату балансу, за один і той самий звітний період.

При цьому необхідно виключити:

- балансову вартість фінансових інвестицій материнської компанії в кожне дочірнє підприємство і її частку в кожному з них;
- суму внутрішньогрупових операцій (операції між материнським і дочірніми підприємствами, або між дочірніми підприємствами однієї групи) та внутрішньогрупового сальдо (сальдо дебіторської заборгованості й зобов’язань на дату балансу, що утворилося в результаті внутрішньогрупових операцій);

- суму нереалізованих прибутків і збитків від внутрішньогрупових операцій (крім збитків, які не можуть бути відшкодовані).

Крім того, материнська компанія для складання консолідованої фінансової звітності визначає частку меншості в капіталі та фінансових результатах дочірніх підприємств. *Частка меншості* — це частка чистого прибутку (збитку) і чистих активів дочірнього підприємства, що не належить материнській компанії; вона визначається як добуток відсотка голосів, що не належать материнській компанії, і відповідно, чистого прибутку (збитку) та власного капіталу. Частка меншості відображається в консолідованому балансі і звіті про фінансові результати окремими рядками.

Складання консолідованої фінансової звітності вимагає застосування єдиної облікової політики для подібних операцій усіма підприємствами, що входять у групу. Про статті, де застосовувалась різна облікова політика, повідомляється у примітках до консолідованої фінансової звітності. У примітках слід також наводити:

- перелік великих дочірніх підприємств із зазначенням назви, країни реєстрації або місцезнаходження, частку власності, та в разі відмінності — частку в розподілі голосів;
- характеристику методу, використаного для обліку дочірніх підприємств в окремих фінансових звітах материнського підприємства.

Крім того, потрібно також зазначити:

- причини вилучення дочірнього підприємства з консолідації;
- характер відносин між материнським та дочірнім підприємством, якщо материнському підприємству не належить у дочірньому, прямо чи опосередковано, більш як половина голосів;
- назву підприємства, де материнському підприємству належить більш як половина голосів, прямо або непрямо

через дочірні підприємства, але яке, з причин відсутності контролю, не є дочірнім підприємством;

- вплив придбання або продажу дочірніх підприємств на фінансове становище (на дату складання фінансового звіту), фінансові результати звітного періоду та відповідні суми попереднього періоду;
- статті, які визначені із застосуванням різної облікової політики.

Консолідована звітність є відкритою, тому може використовуватись з метою аналізу, реклами, отримання довідкової інформації усіма зацікавленими особами, зокрема акціонерами материнської компанії, державними органами (ДКЦПФР, Антимонопольним комітетом), неурядовими організаціями (союзами підприємців, торгово-промисловими палатами) та іншими користувачами.

2.2 **Управлінський облік як джерело інформації про витрати і результати**

Великий обсяг інформації, використовуваної у фінансовому менеджменті, дає управлінський облік. На відміну від бухгалтерської звітності дані управлінського обліку не можуть надаватись зовнішнім користувачам; це — суто внутрішні звіти, а інформація, що в них міститься, може представляти комерційну таємницю підприємства.

Управлінський облік — облік витрат і результатів за центрами відповідальності, місцями виникнення й окремими видами продукції. Основне завдання — забезпечити ефективне керування витратами. Нині відомо кілька систем управлінського обліку, завдяки яким кожне підприємство, залежно від специфіки виробничо-господарської діяльності й організаційної структури, конструює свою внутрішню систему обліку витрат і результатів.

Основні системи управлінського обліку — це нормативний облік витрат (standart costing); калькулювання за прямими витратами (direct-costing); калькулювання повної собівартості.

Сутність нормативного методу обліку витрат полягає в організації керування витратами за відхиленнями фактичних витрат від нормативних. Цей метод потребує розроблення нормативних калькуляцій, у яких витрати на виробництво продукції розраховуються на основі обґрунтованих норм витрат сировини, матеріалів, заробітної плати та інших витрат. Фактичні витрати визначаються як сума витрат за нормами і відхилень від норм. Основне завдання нормативного методу обліку — оперативне виявлення й облік відхилень від норм за видами продукції, виробничими підрозділами і причинами виникнення.

Нормативний метод обліку можуть використовувати підприємства з масовим і крупносерійним характером виробництва, зі стабільними умовами виробничого процесу. Якщо підприємство працює в умовах нестабільного матеріально-технічного постачання, невизначеності в реалізації готової продукції, технологій виробництва, що змінюються, ведення нормативного обліку вимагає значних затрат.

Система управлінського обліку “direct-costing” потребує поділу всіх поточних витрат виробництва на прямі (direct cost), тобто ті, що прямо відносять на об’єкти калькулювання (наприклад, на види продукції), і непрямі, що покриваються за рахунок проміжного фінансового результату (маржинального доходу), що дорівнює різниці між виторгом від реалізації за винятком змінних витрат. Ця система обліку знайшла широке застосування в країнах з розвинутою ринковою економікою, її дані використовуються для проведення операційного аналізу, основні елементи якого розглядаються в підрозділі 6.2.

У наш час широко застосовують різні модифікації системи “direct-costing”, коли на окремі об’єкти калькулювання відносять не тільки прямі змінні витрати, тобто залежні від зміни обсягів виробництва, а й частина непрямих виробничих витрат, пов’язаних із виготовленням даної продукції (робіт, послуг). Проте, незважаючи на різну повноту включення у собівартість об’єкта калькулювання різних видів витрат, загальним для цього підходу залишається те, що в розрізі кожного виду продукції планується і враховується неповна, часткова собівартість;

частина поточних витрат не включається в калькуляцію, а відшкодовується загальною сумою з виторгу; при цьому запаси готової продукції на складі оцінюються тільки за змінними витратами.

Облік і планування витрат за системою “direct-costing” дає можливість підприємству проводити гнучку цінову політику. З’являється можливість розробляти різні варіанти базових цін, тому що між верхньою ціною (покриває усі витрати) і нижньою (дорівнює сумі прямих витрат) є кілька проміжних варіантів. Завдання менеджера, орієнтуючись у довгостроковому періоді на покриття усіх витрат, у поточному періоді з урахуванням маркетингової ситуації регулювати ціни, наприклад, встановлювати нижчу ціну на окремі види низькокліквідної продукції у поточному місяці.

Використовується ще одна система управлінського обліку, заснована на методі калькулювання повної собівартості всієї виробленої продукції, коли всі витрати (прямі і непрямі) розподіляються за видами продукції, а запаси готової продукції на складі оцінюються за повною собівартістю. Метод калькулювання повної собівартості заснований на тому, що непрямі витрати розподіляються за видами продукції відповідно до визначеної бази (наприклад, у відсотках до прямих витрат, до основної заробітної плати робітників та ін.), такий розподіл достатньо умовний, оскільки зі зміною бази розподілу, змінюється результат, тому не можна уникнути викривлення реальної собівартості окремих видів продукції. У результаті, ціна на деякі види продукції може виявитись необґрунтованою, а продукція — неконкурентоспроможною. Метод повної собівартості успішно застосовувався у колишньому СРСР при встановленні державою фіксованих цін на усі види продукції (робіт, послуг) і відсутності конкуренції. Хоча на сьогодні він традиційно і продовжує домінувати на українських підприємствах, однак менеджери мають брати до уваги, що в ринкових умовах це не завжди виправдано.

Якщо вести бухгалтерський облік і складати фінансову (бухгалтерську) звітність зобов’язані за законодавством усі

підприємства, то ведення управлінського обліку не регламентується державою, організується керівниками підприємства добровільно та зумовлюється необхідністю постійно дбати про підвищення ефективності діяльності. Водночас ведення управлінського обліку — це також витрати, що складнішою і розгалуженішою буде система управлінського обліку, то вище додаткові витрати, пов’язані з її впровадженням і експлуатацією. Зростання витрат на додаткові облікові операції при розробці й удосконалюванні системи управлінського обліку на підприємстві будуть виправдані за умови, що вони не перевищують очікуваного результату — економії витрат унаслідок посилення контролю та більш ефективного управління.

2.3 Зовнішня інформація, використовувана у фінансовому менеджменті

Крім внутрішньої інформації, яку фінансовий менеджер отримує з бухгалтерської звітності і даних управлінського обліку, він має володіти великим обсягом зовнішньої інформації: про загальноекономічну ситуацію в країні, де знаходиться підприємство, а також у країнах, куди поставляється його продукція, де воно закуповує продукцію, про фінансово-майновий стан партнерів підприємства, його покупців та постачальників; про конкурентів, про систему оподаткування; про ситуацію на внутрішньому і міжнародних фінансових ринках, про банківські процентні ставки, про курси валют і цінних паперів, про рейтинг цінних паперів різних емітентів, про рейтинг фінансових посередників (банків, страхових компаній, інвестиційних фондів) і т. ін.

Джерелами зовнішньої інформації є законодавчі, нормативні та інструктивні документи державних органів управління; дані, опубліковані спеціальними періодичними виданнями з економіки і фінансів, статистичні збірники; дані торговельно-промислових палат, підприємницьких союзів, асоціацій та інших організацій; дані спеціальних рейтингових агенств тощо.

■ Для повторення

Терміни і поняття: фінансова звітність; баланс підприємства —звіт про його активи і пасиви; звіт про фінансові результати; звіт про рух грошових коштів; звіт про власний капітал; консолідована фінансова звітність; частка меншості; управлінський облік — облік витрат і результатів за центрами відповідальності, місцями виникнення, видами продукції; нормативний облік витрат; калькулювання за прямими витратами; калькулювання повної собівартості.

■ Висновки

1. Фінансова звітність складається за стандартами і правилами, що встановлюються державою і міжнародними угодами і містить інформацію про фінансовий стан підприємства; може бути надана різним користувачам і опублікована, оскільки не містить секретних даних.

2. Фінансова звітність українських підприємств складається з чотирьох форм: № 1 — баланс підприємства; № 2 — звіт про фінансові результати; № 3 — звіт про рух грошових коштів; № 4 — звіт про власний капітал.

3. Консолідована фінансова звітність пов'язана з функціонуванням групи підприємств, яка складається з материнської (холдингової) компанії та дочірніх підприємств (компаній). Консолідована фінансова звітність складається шляхом впорядкованого додавання показників фінансової звітності дочірніх підприємств до аналогічних показників материнської компанії. У результаті користувачі фінансових звітів отримують для аналізу фінансову інформацію (форми № 1, 2, 3, 4) про групу підприємств як єдине підприємство, що діє під головуванням холдингу, але не є юридичною особою.

4. Материнська компанія для складання консолідованої фінансової звітності визначає частку меншості в капіталі та фінансових результатах дочірніх підприємств. Частка меншості — це частка чистого прибутку (збитку) і чистих активів до-

чірнього підприємства, що не належить материнській компанії; вона визначається, як добуток відсотка голосів, що не належать материнській компанії, і відповідно, чистого прибутку (збитку) та власного капіталу. Частка меншості відображається в консолідованому балансі і звіті про фінансові результати окремими рядками.

5. У фінансовому менеджменті використовуються дані управлінського обліку про витрати і результати, що не можуть надаватись зовнішнім користувачам. Є різні системи управлінського обліку, менеджери підприємства вибирають ту, що найбільше підходить їм для управління витратами.

6. У фінансовому менеджменті використовується великий обсяг зовнішньої інформації, що міститься в законодавчих і нормативних документах, у статистичних зведеннях і збірниках, у даних рейтингових агенств та інших джерелах.

■ Контрольні питання і завдання

1. Які джерела інформації використовують фінансові менеджери у своїй роботі?
2. Яку інформацію містять стандартні форми бухгалтерської звітності?
3. Хто складає консолідовану фінансову звітність і які дані вона містить?
4. Звідки фінансові менеджери отримують інформацію для управління витратами і результатами?
5. Схарактеризуйте сутність основних систем управлінського обліку.

Література [1; 12; 13; 16; 17; 21; 25; 27; 28; 42]

УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ НА ПІДПРИЄМСТВІ

3.1 Склад грошових потоків підприємства

Грошовий потік підприємства — це рух коштів при здійсненні господарських операцій, тобто процес отримання та витрачання грошей у безготівковій чи готівковій формах. Відповідно, в результаті виконання господарських операцій, які потребують отримання (припливу) грошей, формуються вхідні (позитивні) грошові потоки. А в результаті господарських операцій, які потребують витрачання (відтоку) грошей, формуються вихідні (негативні) грошові потоки. Різниця між сумою припливу і відтоку коштів за певний період називається *чистим грошовим потоком*.

За видами надходжень коштів на підприємство виокремлюють наступні *вхідні грошові потоки*:

- виторг від реалізації товарів, робіт, послуг;
- виторг від іншої реалізації (основних засобів, товарно-матеріальних запасів, цінних паперів, інших активів);
- погашення дебіторської заборгованості;
- отримання фінансових кредитів;
- реалізація корпоративних прав (акцій, паїв);
- реалізація облігацій підприємства;
- доходи від фінансових інвестицій (проценти, дивіденди);
- цільове фінансування;
- отримання поворотної або безповоротної фінансової допомоги;
- надходження коштів за надання права користування активами (орендна плата, роялті тощо);
- страхові відшкодування, сплачені страховими компаніями за договорами страхування;

- інші грошові надходження.

За видами витрачання коштів підприємством вирізняють такі *вихідні грошові потоки*:

- оплата рахунків постачальників;
- погашення кредиторської заборгованості;
- виплата заробітної плати;
- сплата податків, зборів та інших обов'язкових платежів;
- погашення банківських кредитів;
- виплата процентів за позиками;
- виплата страхових премій за договорами страхування;
- викуп облігацій підприємства;
- придбання необоротних активів (основних засобів, нематеріальних активів);
- здійснення фінансових інвестицій;
- оплата оренди, роялті;
- виплата грошових дивідендів;
- викуп корпоративних прав;
- інші грошові витрати.

Оскільки господарська діяльність підприємства поділяється на три види (див. Національні положення (стандарти) бухгалтерського обліку) — основна (операційна), інвестиційна та фінансова, наведені вхідні та вихідні грошові потоки для потреб управління розподіляють між видами діяльності. Отже, за видами діяльності виокремлюють:

1. Грошовий потік від операційної діяльності:

а) вхідні:

- виторг від реалізації товарів, робіт, послуг;
- погашення дебіторської заборгованості;
- надходження коштів за надання права користування активами (орендна плата, роялті тощо);
- страхові відшкодування, сплачені страховими компаніями за договорами страхування;

б) вихідні:

- оплата рахунків постачальників;
- погашення кредиторської заборгованості;
- виплата заробітної плати;

- сплата податків, зборів та інших обов'язкових платежів;
- виплата процентів за позиками;
- виплата страхових премій за договорами страхування;
- оплата оренди, роялті;

2. Грошовий потік від інвестиційної діяльності:

а) вхідні:

- виторг від продажу необоротних активів;
- реалізація фінансових інвестицій, які не є еквівалентами грошових коштів;
- доходи від фінансових інвестицій (проценти, дивіденди).

б) вихідні:

- придбання необоротних активів (основних засобів, нематеріальних активів);
- здійснення фінансових інвестицій (придбання пайових чи боргових цінних паперів, внески до статутного капіталу інших підприємств), крім поточних фінансових інвестицій, що є еквівалентами грошових коштів.

3. Грошовий потік від фінансової діяльності:

а) вхідні:

- грошові надходження до власного капіталу (збільшення статутного капіталу за рахунок емісії акцій або пайових внесків; отримання безповоротної фінансової допомоги);
- отримання фінансових кредитів (банківський кредит, емісія облігацій підприємства);

б) вихідні:

- повернення фінансових кредитів (повернення банківських кредитів, погашення облігацій);
- виплата грошових дивідендів;
- викуп корпоративних прав (викуп власних акцій, паїв).

забезпечення його господарської діяльності в наступні періоди. Отже, однією із ключових ознак ефективно функціуючого підприємства є наявність протягом тривалого періоду позитивного операційного грошового потоку з високою і відносно стабільною абсолютною величиною. Величина операційного грошового потоку виступає основою для розрахунку як чистого грошового потоку суб'єкта господарювання, так і більшості фінансових показників та коефіцієнтів, що використовуються для потреб управління грошовими потоками.

Для визначення та обліку чистого операційного грошового потоку Міжнародними стандартами бухгалтерського обліку передбачено застосування одного з двох методів — прямого або непрямого. *Прямий метод* повніше розкриває обсяги руху коштів з операційної діяльності підприємства, тому він вважається більш важливим з погляду розкриття інформації про підприємство у фінансовій звітності. За прямим методом чистий грошовий потік від операційної діяльності розраховується як різниця між вхідними та вихідними грошовими потоками, що належать до операційної діяльності. В Україні відповідно до НП(С)БО № 4 обов'язковим є використання непрямого методу при складанні публічної фінансової звітності вітчизняними підприємствами (ф. № 3 “Звіт про рух грошових коштів”).

Непрямий метод розрахунку чистого операційного грошового потоку передбачає, що вихідною величиною є фінансовий результат від операційної діяльності. Розрахунок здійснюється у зворотному порівняно з прямим методом порядку: операційний прибуток (збиток) до оподаткування коригується на величину впливу операцій, що не означають витрачання грошей (амортизація, збільшення забезпечень наступних витрат і платежів), а також на суму змін в оборотних активах і поточних зобов'язаннях у межах операційної діяльності суб'єкта господарювання та на суму сплачених відсотків за користування позиками і податку на прибуток (див. рис. 3.1).

Під час розрахунку чистого руху коштів від операційної діяльності на основі непрямого методу величина прибутку

3.2 Визначення величини грошових потоків

Важливою кількісною характеристикою господарської діяльності підприємства є абсолютна величина операційного грошового потоку. Позитивний грошовий потік від операційної діяльності підприємства — основне джерело фінансового

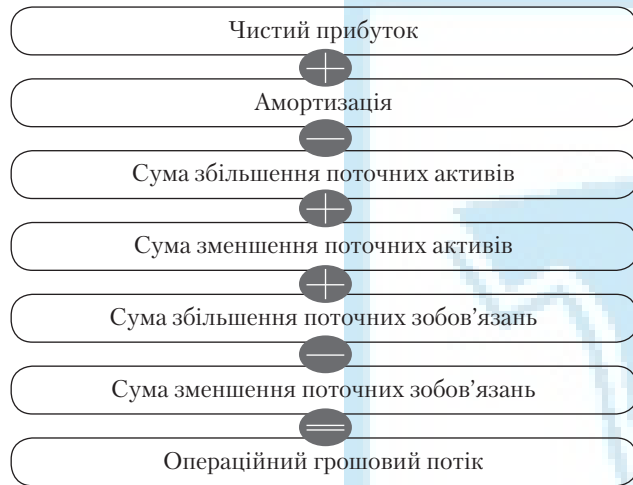


Рис. 3.1. Алгоритм розрахунку операційного грошового потоку підприємства непрямим методом [25, 66]

підприємства до сплати податків трансформується у величину операційного грошового потоку наступним чином:

- витрати підприємства, які не пов'язані з використанням грошових коштів, додаються до абсолютної величини прибутку підприємства, що коригується (амортизація необоротних активів, збільшення забезпечень та ін.);
- грошові видатки, які не належать до витрат суб'єкта господарювання або не враховані при визначенні прибутку підприємства, що коригується, віднімаються (рядки зменшення забезпечень, збиток від нереалізованих курсових різниць, зменшення поточних зобов'язань тощо);
- абсолютна величина прибутків підприємства, що не відноситься до грошових надходжень, віднімається (прибуток від нереалізованих курсових різниць, зменшення доходів майбутніх періодів);
- частина прибутку підприємства, що не є складовою операційної діяльності суб'єкта господарювання, віднімається (відповідно, збиток від неопераційної діяльності додається).

Унаслідок додавання до результату чистого руху коштів від операційної діяльності результатів чистого руху коштів від інвестиційної та фінансової діяльності отримують чистий рух коштів за звітний період, який показує зміну абсолютної величини грошових коштів, що знаходяться у розпорядженні підприємства, за певний період.

Грошовий потік від інвестиційної діяльності має переважно обслуговуючий характер щодо основної (операційної) діяльності підприємства. Абсолютна величина інвестиційного грошового потоку здебільшого може мати від'ємне значення, оскільки доходи від інвестиційної діяльності зазвичай не перебивають потреби підприємства в інвестиційному капіталі, насамперед, потреби фінансування реальних інвестицій.

Грошовий потік від фінансової діяльності може розглядатись як коригуючий механізм формування фінансового забезпечення потреби підприємства у капіталі для фінансування операційної та інвестиційної діяльності.

Формування фінансового грошового потоку, звичайно, не характеризується стабільністю. Перманентність формування позитивного грошового потоку від фінансової діяльності свідчить про стійку залежність підприємства від зовнішнього фінансування. У разі, якщо таким зовнішнім джерелом є позиковий капітал, постає питання щодо фінансової спроможності підприємства забезпечити формування у майбутньому необхідної абсолютної величини операційного грошового потоку для обслуговування зобов'язань — виплати процентів та погашення основної суми боргу. Абсолютна величина грошового потоку від фінансової діяльності та його розподіл у часі визначають поточні та майбутні претензії власників і кредиторів підприємства стосовно грошових потоків, які генеруються таким суб'єктом господарювання в результаті його фінансово-господарської діяльності.

Отже, основним елементом формування сукупного чистого грошового потоку підприємства має бути чистий грошовий потік від операційної діяльності. Якщо за звітний період чистий рух грошових коштів від операційної діяльності є позитивним, від інвестиційної та фінансової діяльності — негативним, а

чистий рух коштів у результаті всіх видів діяльності має позитивне значення, можна стверджувати що управління підприємством досить ефективне. Це означає, що унаслідок операційної діяльності генерується чистий грошовий потік, достатній для самофінансування (здійснення інвестицій за рахунок власних коштів), а також виплати дивідендів і погашення позик.

Якщо рух грошових коштів від операційної та фінансової діяльності має позитивне значення, в результаті інвестиційної – негативне, а чистий рух коштів унаслідок усіх видів діяльності – позитивний, можна вважати, що якість управління підприємством нормальна. Така ситуація може свідчити про те, що підприємство для фінансування інвестицій використовує не тільки внутрішні джерела (чистий прибуток і амортизацію), а й кредити і додаткові внески власників.

Небезпечною слід вважати ситуацію, за якої чистий рух коштів у результаті інвестиційної та фінансової діяльності має позитивне значення, а в результаті операційної – негативне, що вказує на незадовільну якість управління та кризовий стан підприємства. У цьому випадку підприємство фінансує витрати операційної діяльності за рахунок надходжень від інвестиційної та фінансової діяльності – продажу необоротних активів, залучення кредитів, додаткової емісії акцій і т. ін. Прийнятним це може бути лише тимчасово, наприклад, для новостворених підприємств, які ще не працюють на повну потужність і перебувають на початковій стадії розвитку [21, 102–103].

Отже, рівень управління грошовими потоками підприємства визнається прийнятним лише за позитивного значення чистого руху коштів від операційної діяльності.

3.3

Завдання та етапи управління грошовими потоками

Основна мета управління грошовими потоками полягає у забезпеченні фінансової рівноваги шляхом балансування обсягів надходження та витрат коштів і їх синхронізації у часі. Ефективне управління грошовими потоками забезпечує не лише фінансову рівновагу в процесі розвитку підприємства, а й

сприяє підвищенню ритмічності операційної діяльності, скороченню потреб підприємства у позиковому капіталі, забезпеченню прискорення оборотності капіталу, зниженню ризику неплатоспроможності підприємства.

Завданнями управління грошовими потоками є:

- 1) збільшення вхідних грошових потоків та їх оптимізація у розрізі видів;
- 2) зростання абсолютної величини позитивного грошового потоку від операційної діяльності як основного джерела фінансового забезпечення розвитку виробничо-господарської діяльності підприємства;
- 3) забезпечення збалансованості грошових надходжень і витрат підприємства у плановому періоді;
- 4) скорочення циклу обороту грошових коштів;
- 5) підтримання оптимального співвідношення між формуванням резерву ліквідності та інвестуванням коштів у високорентабельні, але ризиковані проекти;
- 6) підвищення ефективності використання грошових коштів підприємства через оптимальний їх розподіл у часі та просторі.

Визначені мета і завдання управління грошовими потоками досягаються в процесі здійснення менеджментом усіх функцій з управління фінансами підприємства, які розглядалися в підрозділі 1.2 теми 1, а саме: в процесі аналізу та оцінювання фінансового стану, управління формуванням, розподілом і використанням прибутку, управління оборотним капіталом, структурою капіталу й інвестиціями, управління фінансовими ризиками, здійснення фінансового прогнозування та планування. У наступних темах курсу лекцій конкретизуються заходи, які спрямовані на ефективне управління грошовими потоками підприємства.

Діяльність з управління грошовими потоками на підприємстві послідовно складається з таких етапів:

– створення системи повного і вірогідного обліку руху грошових коштів як інформаційної бази для аналізу, прогнозування та планування контролю грошових потоків; облік грошових потоків дає змогу визначити абсолютну величину грошових

потоків від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства, розрахувати чистий рух коштів від усіх видів діяльності за звітний період, зробити висновки щодо рівня управління грошовими потоками підприємства у звітному періоді (див. підрозділ 3.2), а також надає вихідну інформацію для аналізу грошових потоків, розрахунку відповідних фінансових коефіцієнтів;

— аналіз грошових потоків як засіб виявлення резервів оптимізації руху коштів і їх планування на наступний період; у процесі аналізу порівнюється приплив і відтік коштів за звітний період; стійке перевищення припливу коштів над відтоком свідчить про надійний фінансовий стан підприємства. Різкі коливання чи перевищення відтоку коштів над припливом означають нестійкість фінансового положення. Аналіз грошового потоку можуть проводити не тільки менеджери підприємства, а й інші особи, наприклад комерційні банки для оцінювання кредитоспроможності клієнта і визначення граничного розміру видачі нових кредитів. Таким граничним розміром вважають сформовану в минулі періоди, чи прогнозовану на плановий період величину перевищення припливу над відтоком коштів.

На важливості оцінювання грошових потоків наголошує А. Голдстайн: "Щастя — це позитивний потік грошових коштів!" (Голдстайн А. Бізнес-доктор: Уроки професіонала, що врятував від банкрутства більш 1000 "проблемних" фірм. — Самара, 1997).

Дефіцит коштів на підприємстві, що є наслідком низки об'єктивних і суб'єктивних причин (див. тему 12), неминуче призведе до негативних наслідків, а саме: затримки у виплаті заробітної плати; зростання простроченої кредиторської заборгованості перед постачальниками та бюджетом; зростання простроченої заборгованості за кредитами банків; порушення виробничого циклу внаслідок несвоєчасної закупівлі сировини та комплектуючих і т. ін.;

— прогнозування та планування грошових потоків здійснюється на основі виявлення під час аналізу ступеня достатності для підприємства коштів, ефективності використання коштів

за видами господарської діяльності, збалансованості позитивного і негативного грошових потоків за обсягом і в часі, а також прогнозних розрахунків доходів, видатків і фінансових результатів підприємства; плануючи грошові потоки, фінансові менеджери мають враховувати резерви оптимізації руху коштів, пропозиції щодо підвищення ефективності їх використання (наприклад, прискорення обороту коштів). Найпоширенішим планом, що розробляється підприємствами для управління грошовими потоками, є план (бюджет) руху грошових коштів (див. тему 11). Це — поточний і оперативний фінансовий план, що складається на рік із розбивкою на підперіоди (квартал, місяць, за потреби й коротші інтервали — декада, тиждень, день);

— внутрішній контроль, як заключний етап процесу управління грошовими потоками, становить розроблену підприємством систему перевірки виконання управлінських рішень щодо формування грошових потоків, які втілені в показниках поточних й оперативних фінансових планів підприємства. Складовою внутрішнього контролю має бути постійний моніторинг відхилень реального руху грошових коштів від планових показників та вжиття заходів щодо усунення таких відхилень. До речі, "управління за відхиленнями", тобто оперативне порівняння основних планових (нормативних) показників і фактичних показників, виявлення відхилень, а також взаємозв'язків і взаємозалежності цих відхилень з метою впливу на вузлові чинники нормалізації діяльності, є принципом концепції контролінгу. *Контролінг* — це комплексна система внутрішнього контролю, яка з 80-х років ХХ ст. почала застосовуватись провідними компаніями країн з розвинутою ринковою економікою як засіб активного запобігання кризовим ситуаціям. Контролінг грошових потоків полягає не тільки в контролі за їх формуванням і рухом, а й є ефективною координуючою системою, що забезпечує взаємозв'язок між формуванням інформаційної бази (обліком), аналізом, плануванням і внутрішнім контролем грошових потоків, тобто об'єднує всі етапи процесу управління грошовими потоками підприємства. Впровадження системи контролінгу грошових потоків на під-

приємстві дає можливість підвищити ефективність усього процесу управління його господарською діяльністю.

■ Для повторення

Терміни і поняття: вхідні та вихідні грошові потоки; чистий грошовий потік; операційний грошовий потік, інвестиційний грошовий потік, фінансовий грошовий потік; прямий та непрямий методи визначення операційного грошового потоку; завдання і етапи управління грошовими потоками; контролінг грошових потоків.

■ Висновки

1. Грошовий потік підприємства — це рух коштів при здійсненні господарських операцій, тобто процес отримання та витрачання грошей у безготівковій чи готівковій формах. У результаті здійснення господарських операцій, які потребують отримання (припливу) грошей, формуються вхідні грошові потоки, а в результаті господарських операцій, які потребують витрачання (відтоку) грошей, формуються вихідні грошові потоки. Різниця між сумою припливу і відтоку коштів за певний період називається чистим грошовим потоком.

2. Вхідні та вихідні грошові потоки для потреб управління розподіляють між видами діяльності підприємства, серед яких виокремлюють: а) грошовий потік від операційної діяльності; б) грошовий потік від інвестиційної діяльності; в) грошовий потік від фінансової діяльності.

3. В Україні відповідно до НП(С)БО № 4 використовується непрямий метод розрахунку чистого операційного грошового потоку при складанні публічної фінансової звітності (ф. № 3 “Звіт про рух грошових коштів”). Непрямий метод передбачає, що вихідною величиною є фінансовий результат від операційної діяльності. Розрахунок виконується у зворотному порівнянні з прямим методом порядку. Здійснюється певне коригування абсолютної величини прибутку підприємства від операційної діяльності до оподаткування.

4. Основним елементом формування сукупного чистого грошового потоку підприємства має бути чистий грошовий потік від операційної діяльності, тому рівень управління грошовими потоками підприємства визнається прийнятним лише за позитивного значення чистого руху коштів від операційної діяльності.

5. У процесі аналізу порівнюється приплив і відтік коштів за звітний період. Стійке перевищення припливу коштів над відтоком (позитивний чистий грошовий потік) свідчить про надійний фінансовий стан підприємства. Різкі коливання чи перевищення відтоку коштів над припливом означають нестійкість фінансового положення.

6. Впровадження контролінгу грошових потоків як координуючої системи, що забезпечує взаємозв’язок між обліком, аналізом, плануванням і внутрішнім контролем грошових потоків, сприяє підвищенню ефективності усього процесу управління господарською діяльністю підприємства.

■ Контрольні питання і завдання

1. Що таке грошовий потік? Назвіть основні вхідні та вихідні грошові потоки.
2. Як розподіляються грошові потоки за видами діяльності підприємства?
3. У чому сутність прямого і непрямого методів розрахунку чистого грошового потоку від операційної діяльності?
4. Чому рівень управління грошовими потоками підприємства можна вважати прийнятним лише за позитивного значення чистого руху коштів від операційної діяльності?
5. Сформулюйте основні завдання управління грошовими потоками.
6. З яких етапів складається діяльність з управління грошовими потоками на підприємстві?

Література [1; 16; 18; 20; 21; 23–25; 28]

ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ ГРОШЕЙ У ЧАСІ ТА ЇЇ ВИКОРИСТАННЯ У ФІНАНСОВИХ РОЗРАХУНКАХ

4.1 Методи врахування дії фактора часу при здійсненні фінансових операцій

Час впливає на гроші однозначно — вони знецінюються під впливом ризику, невизначеності майбутнього, інфляції, тому всі фінансові операції здійснюються під гаслом “гроші сьогодні дорожчі, ніж завтра”, тим актуальнішим, що на триваліший термін вкладають кошти. Концепцію зміни вартості грошей з часом покладено в основу фінансових обчислень, необхідних для обґрунтування рішень з інвестування капіталу.

Насамперед це визначення розміру процентних ставок і застосування різних схем нарахування простих і складних процентів для обчислення нарощення (компаундування) вартості інвестованого капіталу. Нарахування певних процентів повинно відшкодовувати інвестору втрати, що пов'язані із зменшенням поточного споживання на користь нагромадження і вкладення коштів. Втрати від знецінення грошей будуть тим більше, чим віддаленіший термін повернення вкладень і отримання доходів. Тому концепція зміни вартості грошей з часом передбачає урахування впливу фактора часу на майбутні грошові потоки від інвестицій шляхом процедури дисконтування, тобто обчислення знижки з абсолютних сум майбутніх надходжень із застосуванням певної процентної ставки (ставки дисконтування).

Формалізація впливу дії фактора часу на грошові потоки здійснюється з допомогою відповідних формул і математичних процедур, які в комплексі дістали назву “фінансової математики”. Розглянемо базові формули та їх застосування у фінансо-

вих обчисленнях. Почнемо з найпростішої фінансової операції — одноразове вкладення деякої суми — PV — Present Value (теперішня вартість) з умовою, що через час T буде повернуто нарощену суму FV — Future Value (майбутня вартість).

Для визначення ефективності такого вкладення капіталу використовуються дві відносні величини, що характеризують приріст капіталу щодо початкового внеску — відносний ріст (процентна ставка) або до кінцевої суми — відносна знижка (дисконт) або облікова ставка.

Процентна ставка:

$$r = \frac{FV - PV}{PV} \cdot 100. \quad (4.1)$$

Дисконт (облікова ставка):

$$d = \frac{FV - PV}{FV} \cdot 100. \quad (4.2)$$

де PV — сума початкового внеску капіталу (теперішня вартість); FV — кінцева сума, що повертається після завершення операції (майбутня вартість).

З формул (4.1) і (4.2) випливають взаємозв'язки величин FV і PV :

$$FV_T = PV(1 + r_T); \quad (4.3)$$

$$PV = FV(1 - d_T); \quad (4.4)$$

$$PV = \frac{FV}{1 + r_T}; \quad (4.5)$$

$$1 - d_T = \frac{1}{1 + r_T}. \quad (4.6)$$

Залежно від способу нарахування відсотки поділяються на прості і складні. При використанні простих відсотків їх сума протягом усього терміну операції нараховується, виходячи із суми початкового внеску і річної процентної ставки. Сума відсотків при цьому визначається за формулою:

$$PV \cdot T \cdot r,$$

де r — річна ставка відсотків; T — кількість років.

Відповідно кінцева сума (з відсотками), що повертається після завершення операції, наприкінці терміну угоди становитиме:

$$FV = PV(1 + T_r). \quad (4.7)$$

При нарахуванні складних відсотків первісний капітал починає зростати разом із відсотками, таким чином, база для нарахування складних відсотків (на відміну від простих) збільшуватиметься з кожним періодом нарахування. Кінцева сума (з відсотками) наприкінці терміну операції, що продовжувалася T років із щорічним нарахуванням складних відсотків по ставці r складе:

$$FV = PV(1 + r)^T. \quad (4.8)$$

У короткострокових операціях (до 1 року), зазвичай, застосовується нарахування доходу за формулою простих відсотків, а при інвестуванні капіталу на термін більше року може використовуватись формула складних відсотків. Іноді (наприклад при високому темпі інфляції), щоб зацікавити інвесторів, позичальник може запропонувати виплачувати дохід за схемою нарахування складних відсотків кілька разів на рік. При цьому нарощена сума визначається за формулою:

$$FV = PV \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{T \cdot m}, \quad (4.9)$$

де r — річна ставка складних відсотків; m — кількість нарахувань відсотків за рік; T — тривалість фінансової операції, років.

При нарахуванні відсотків кілька разів на рік за річною ставкою облікового відсотка (d) може використовуватись формула:

$$FV = \frac{PV}{\left(1 - \frac{d}{m}\right)^{T \cdot m}}. \quad (4.10)$$

Якщо період угоди перевищує рік, але складається з нецілої кількості років, застосовується комбінована схема нарахування доходу: складні відсотки — за повну кількість років, про-

сті — за частину року, нарощена сума при цьому визначається за формулою:

$$FV = PV(1 + r)^{[T]} \cdot (1 + r \cdot t), \quad (4.11)$$

де r — річна ставка відсотків; T — тривалість угоди, років; $[T]$ — ціле число років; $t = T - [T]$ — частина року.

При емісії цінних паперів, укладанні фінансових угод, позиках, звичайно, зазначається річна процентна чи дисконтна ставка й зумовлюються умови нарахування доходу (прості або складні відсотки, комбінована схема, кількість нарахувань складних відсотків у рік тощо).

Виходячи з величини річної процентної чи дисконтної ставки визначається величина нарощеної вартості при короткострокових фінансових вкладеннях (на термін менше ніж рік). Для цього встановлюється тривалість фінансової операції й умови розрахунків — звичайний чи точний відсоток. При визначенні тривалості фінансової операції день видачі і погашення кредиту вважається за один день.

При розрахунку звичайного (комерційного) відсотка за основу беруть умовний фінансовий рік, що дорівнює 360 дням (12 місяців по 30 днів). Звідси звичайний відсоток ($r_t^{об}$) при тривалості фінансової операції t днів і річній процентній ставці r становитиме:

$$r_t^{об} = \frac{r \cdot t}{360},$$

а нарощена сума буде дорівнювати:

$$FV = PV + \left(1 + \frac{r \cdot t}{360}\right). \quad (4.12)$$

Аналогічно, при використанні річної дисконтної ставки d складе $d_t^{об} = \frac{d \cdot t}{360}$:

$$FV = \frac{PV}{1 - \frac{d \cdot t}{360}}. \quad (4.13)$$

Точний відсоток отримують, коли за основу беруть фактичну тривалість року і місяців (365 чи 366 днів – рік, 30, 31, 28, 29 днів – місяць). Звідси точний відсоток ($r_t^{\text{точн}}$), при тривалості короткострокових фінансових вкладень t днів і річний процентний ставці r становитиме:

$$r_t^{\text{точн}} = \frac{r \cdot t}{365(366)},$$

а нарощена сума буде дорівнювати:

$$FV = PV \left(1 + \frac{r \cdot t}{365(366)}\right). \quad (4.14)$$

При використанні річної дисконтної ставки d :

$$d_t^{\text{точн}} = \frac{d \cdot t}{365(366)}; \quad FV = \frac{PV}{1 - \frac{d \cdot t}{365(366)}}. \quad (4.15)$$

Якщо потрібно вирішити зворотню задачу, тобто знаючи нарощену вартість (або ціну погашення боргового зобов'язання – облігації, векселя, сертифіката), визначити теперішню (приведену) вартість нарощеного капіталу, використовують дисконтування. Залежно від виду ставки (процентна чи облікова) розрізняють два види дисконтування: математичне дисконтування і банківський (комерційний) облік.

Формули математичного дисконтування:

а) при нарахуванні доходу за формулою простих відсотків:

$$PV = \frac{FV}{1+r}; \quad (4.16)$$

$$PV = \frac{FV}{1 + \frac{r \cdot t}{360}}; \quad (4.17)$$

$$PV = \frac{FV}{1 + \frac{r \cdot t}{365(366)}}; \quad (4.18)$$

б) при нарахуванні доходу за формулою складних відсотків:

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^T}; \quad (4.19)$$

$$PV = \frac{FV}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{T \cdot m}}. \quad (4.20)$$

Математичне дисконтування за формулою (4.19) використовується для урахування впливу фактора часу на майбутні грошові потоки при оцінюванні ефективності та виборі варіантів інвестування (див. підрозділ 9.2). Процедура оцінювання ефективності інвестицій передбачає розрахунок показників, які далі розглянемо.

Дисконтна ставка – процентна ставка, що використовується для обчислення теперішньої вартості майбутніх грошових потоків.

Коефіцієнт дисконтування (капіталізації доходів) – знижуючий коефіцієнт, що використовується для обчислення теперішньої (приведеної) вартості майбутніх надходжень:

$$\frac{1}{(1+r)^T},$$

де r – дисконтна ставка; T – кількість років.

Дисконтований грошовий потік – теперішня вартість майбутніх надходжень доходів (з урахуванням знецінення грошей з часом):

$$PV = FV \frac{1}{(1+r)^T},$$

де PV (Present Value) – теперішня (приведена) вартість майбутніх грошових потоків; FV (Future Value) – очікуваний майбутній грошовий потік від інвестицій.

Банківський (комерційний) облік – застосовується у банківських розрахунках, які пов'язані з купівлею (обліком) векселів чи інших короткострокових зобов'язань. Обчислення виконують за формулою:

$$PV = FV(1-d); \quad (4.21)$$

$$PV = FV(1 - \frac{d \cdot t}{360}); \quad (4.22)$$

$$PV = FV(1 - \frac{d \cdot t}{365(366)}). \quad (4.23)$$

Приклад. Вексель на 100 тис. грош. од. містить зобов'язання про виплату цієї суми 15 квітня поточного року. Власник векселя пред'являє його банку достроково 1 березня. Банк погодився врахувати вексель з дисконтом 50 % річних. Яку суму отримав пред'явник векселя?

Розв'язок:

а) при використанні звичайного (комерційного) відсотка пред'явник векселя отримає:

$$PV = 100 \cdot (1 - \frac{0,5 \cdot 44}{360}) = 93,89 \text{ тис. грош. од.};$$

б) при використанні точного відсотка пред'явник векселя отримає:

$$PV = 100 \cdot (1 - \frac{0,5 \cdot 45}{365}) = 93,84 \text{ тис. грош. од.}$$

4.2 Фінансові ренти (ануїтети)

Часто інвестиції пов'язані з тією чи іншою періодичністю платежів, за яких суми грошей можуть неодноразово переміщатись між сторонами угоди, тобто доводиться мати справу з потоками односторонніх чи зустрічних платежів. Якщо передбачаються внески (виплати) однакових сум через рівні проміжки часу протягом визначеного періоду, такі платежі називаються фінансовою рентою чи ануїтетом.

Прикладом ануїтетів є виплата фіксованих процентів за облігаціями протягом терміну їх обігу, нарахування амортизації лінійним методом, орендна плата та ін. Якщо період виплати ануїтету невизначений, такі платежі називаються безстроковим або довічним ануїтетом (чи довічною фінансовою рентою); прикладом можуть бути фіксовані дивіденди за привілейованими акціями, фіксована сума пенсії.

Вирізняють ануїтети — *пренумерандо* (якщо платежі здійснюються на початку кожного інтервалу часу) і ануїтети — *постнумерандо* чи звичайні ануїтети (якщо платежі здійснюються наприкінці кожного інтервалу). Звичайні ануїтети найчастіше використовуються в прогнозних розрахунках щодо ефективності інвестицій.

Розрізняють такі поняття, як нарощена (майбутня) вартість ануїтету і теперішня вартість ануїтету.

Нарощена (майбутня) вартість (FV) від щорічних платежів однакової величини (A) визначається за формулою:

$$FV_A = A \cdot K_{r,n}, \quad (4.24)$$

де $K_{r,n}$ — акумулюючий коефіцієнт нарощення при визначеній річній процентній ставці r і кількості років n :

$$K_{r,n} = \sum_{t=0}^{n-1} (1+r)^t = \frac{(1+r)^n - 1}{r}. \quad (4.25)$$

Нарощена сума ануїтету визначається шляхом приведення всіх платежів з урахуванням росту до моменту останнього платежу.

Приведення щорічних фінансових платежів до вихідного моменту (першого платежу) дає змогу визначити приведену (теперішню) вартість ануїтету:

$$PV_A = A \cdot K'_{r,n}, \quad (4.26)$$

де $K'_{r,n}$ — акумулюючий коефіцієнт дисконтування при річній ставці r і кількості років n :

$$K'_{r,n} = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t}. \quad (4.27)$$

Приклад. Позичальник узяв кредит на 3 роки під 20 % річних. Кредит має бути погашений трьома рівними платежами по 15 тис. грош. од. наприкінці кожного року. Яка сума кредиту?

Розв'язок. Сума виданого кредиту — це теперішня вартість ануїтету в 15 тис. грош. од.:

$$PV_A = 15 \cdot \sum_{t=1}^3 \frac{1}{(1+0,2)^t} = 15 \cdot \left(\frac{1}{1+0,2} + \frac{1}{(1+0,2)^2} + \frac{1}{(1+0,2)^3} \right) =$$

$$= 15 \cdot 2,1065 = 31,6 \text{ тис. грош. од.}$$

Для розрахунку теперішньої вартості довічного анuitету (довічної ренти) використовується формула:

$$PV_A = \frac{A}{r}, \quad (4.28)$$

де A — фіксована сума, що регулярно сплачується невизначено довго; r — дисконтна ставка.

Формулу (4.28) отримано з більш складної, яка показує, що теперішня вартість довічної ренти складається із суми вартості кожного надходження:

$$PV_A = \frac{A}{(1+r)} + \frac{A}{(1+r)^2} + \frac{A}{(1+r)^3} + \dots + \frac{A}{(1+r)^\infty}, \quad (4.29)$$

де ∞ — безкінечність.

Приклад. Річний фіксований дивіденд за привілейованою акцією дорівнює 60 грош. од. Знайти теперішню вартість привілейованої акції (теперішня вартість довічної ренти), якщо дисконтна ставка становить 20 %.

Розв'язок.

$$PV_A = \frac{60}{0,2} = 300 \text{ грош. од.}$$

Для практичних розрахунків коефіцієнтів нарощення і дисконтування окремих сум, а також акумулюючих коефіцієнтів нарощення і дисконтування анuitетів використовують таблиці, які наводяться в багатьох підручниках з фінансового менеджменту.

4.3 Урахування інфляції у фінансових розрахунках

Ефективність інвестицій залежить від ступеня знецінювання доходів у результаті інфляції. Інфляційний фактор може зробити непривабливими багато інвестиційних проектів, тому за високого рівня інфляції треба враховувати при здійсненні фінансових операцій.

Інфляція характеризується двома показниками — рівнем (темпом) інфляції та індексом інфляції.

Рівень інфляції показує на скільки відсотків зросли ціни за визначений період часу:

$$\tau = \frac{\Delta P}{P} \cdot 100, \quad (4.30)$$

де P — ціни на товари, що враховуються при оцінюванні інфляційного фактора (споживчий кошик) у базовому періоді; ΔP — приріст цін на товари того самого споживчого кошика у звітному періоді.

Індекс інфляції показує у скільки разів зросли ціни за звітний період:

$$I = \frac{P + \Delta P}{P}. \quad (4.31)$$

Взаємозв'язок між рівнем і індексом інфляції за той самий період часу визначається так:

$$I = 1 + \tau, \quad \tau = I - 1.$$

Якщо треба визначити індекс інфляції за тривалий період (наприклад, рік) на підставі значень рівня інфляції за більш короткі періоди (наприклад, місяці), використовується формула:

$$I = (1 + \tau_1)(1 + \tau_2)(1 + \tau_3) \dots (1 + \tau_n), \quad (4.32)$$

де n — кількість періодів.

За рівних періодів і рівних рівнях інфляції за кожен період попередня формула змінюється і має вигляд:

$$I = (1 + \tau_n)^n. \quad (4.33)$$

Реальна купівельна спроможність нарощеної суми капіталу (FV) за час T при індексі інфляції за цей період I і рівні інфляції τ зменшиться і складе:

$$FV_p = \frac{FV}{I} = \frac{FV}{1 + \tau}. \quad (4.34)$$

Оскільки $FV = PV(1 + \tau)$, то для компенсації втрат інвестора від знецінювання доходу у зв'язку з інфляцією він повинен отримати після закінчення операції суму, визначену наступним чином:

$$FV = PV(1+r)(1+\tau). \quad (4.35)$$

Отже, при нарахуванні доходу за формулою простих відсотків, ставка (r_p), що враховує рівень інфляції (τ) за час угоди і забезпечує інвестору реальну прибутковість (r), становитиме:

$$r_t = r + \tau + r \cdot \tau. \quad (4.36)$$

Ця формула названа на честь американського вченого І. Фішера, який її запропонував.

Сума ($\tau + r \cdot \tau$), що додається до процентної ставки для компенсації інфляційних утрат, називається інфляційною премією. Досить часто в розрахунках нехтують величиною $r \cdot \tau$, робити це можна тільки за невеликих значень r і τ . В умовах високих процентних ставок і великого рівня інфляції, ставка, що враховує інфляцію (r_p), за такого спрощення буде істотно занижена.

Приклад. Знайти річну процентну ставку, що забезпечить реальну ставку прибутковості операції 12 %, при річному темпі інфляції 20 %.

Розв'язок:

$$r_t = 0,12 + 0,2 + 0,12 \cdot 0,2 = 0,344 = 34,4 \%$$

■ Для повторення

Основні терміни і поняття: концепція зміни вартості грошей з часом; Present Value (теперішня вартість); Future Value (майбутня вартість); нарощення (компаундування); дисконтування; прості та складні відсотки; математичне дисконтування; банківський (комерційний) облік; дисконтна ставка; дисконтований грошовий потік; анuitет; довічний анuitет; майбутня вартість анuitету; теперішня вартість анuitету; рівень (темп) інфляції; індекс інфляції, формула І. Фішера.

■ Висновки

1. Концепція зміни вартості грошей з часом покладена в основу фінансових обчислень необхідних для обґрунтування рішень з інвестування коштів. Для урахування впливу фактора часу на грошові потоки, пов'язані з вкладенням капіталу і

отриманням доходу від вкладень, використовують процентні та дисконтні ставки, нарощення (компаундування), дисконтування та інші математичні операції, які об'єднуються поняттям "фінансова математика".

2. Часто фінансові операції передбачають ту чи іншу періодичність платежів, за яких суми грошей неодноразово переміщуються між сторонами угоди, тобто доводиться мати справу з потоками односторонніх чи зустрічних платежів. Внески (виплати) однакових сум через рівні проміжки часу протягом визначеного періоду називаються фінансовою рентою чи анuitетом. Якщо період виплати анuitету необмежений, такий анuitет називають безстроковим або довічним (чи довічною фінансовою рентою). Обчислюють нарощену (майбутню) і теперішню вартість анuitету.

3. За високого рівня інфляції гроші швидко знецінюються, що треба враховувати при здійсненні фінансових операцій. Інфляція характеризується такими показниками, як рівень (темп) інфляції та індекс інфляції. Американський учений І. Фішер запропонував формулу визначення процентної ставки (r_p), що враховує рівень інфляції (τ) за час угоди і забезпечує інвестору реальну прибутковість ($\frac{r}{r_t}$): $r_t = r + \tau + r \cdot \tau$.

■ Контрольні питання і завдання

1. Які основні причини зміни вартості грошей з часом?
2. Як ураховується вплив фактора часу на майбутні грошові потоки?
3. Як визначається теперішня вартість майбутніх грошових доходів?
4. Схарактеризуйте, що таке анuitет (фінансова рента).
5. Як обчислюють нарощену (майбутню) і теперішню вартість анuitету?
6. Як визначається індекс інфляції та рівень (темп) інфляції?
7. Для чого застосовують формулу І. Фішера?

Література [10; 12; 13; 19; 25; 26; 36; 37; 41; 48]

АНАЛІЗ ФІНАНСОВИХ ЗВІТІВ

5.1 Основні показники фінансового стану підприємства та взаємозв'язок між ними

Щоб оцінити поточний і спрогнозувати майбутній фінансовий стан підприємства, треба проаналізувати його фінансову звітність. Основними завданнями аналізу є: оцінювання фінансового стану, виявлення можливостей підвищення ефективності функціонування підприємства за допомогою раціональної фінансової політики, визначення напрямів розвитку підприємства, виходячи з потреби у фінансових ресурсах. Використовуються наступні методичні прийоми аналізу фінансової звітності:

- читання звітності — вивчення абсолютних показників звітності;
- горизонтальний аналіз — вивчення змін статей звітності порівняно з попередніми періодами;
- вертикальний аналіз — визначення питомої ваги різних статей звітності в загальному підсумку;
- трендовий аналіз — визначення відносних відхилень показників звітності за ряд років від рівня базисного року, для якого всі показники приймаються за 100 %;
- розрахунок фінансових показників (коефіцієнтів) — визначення пропорцій між різними статтями звітності.

Основні показники (коефіцієнти), що характеризують фінансовий стан підприємства, можна об'єднати в чотири групи: ліквідності (поточної платоспроможності); платоспроможності (фінансової стійкості); ділової активності (оборотності); рентабельності.

Вони розраховуються за даними балансу підприємства і звіту про фінансові результати.

1. Коефіцієнти ліквідності показують здатність підприємства вчасно виконувати свої поточні (короткострокові) зобов'язання, мобілізувавши ліквідні активи. Розраховуються залежно від терміновості погашення боргу, а саме:

$$1.1. \text{ Коефіцієнт покриття (коефіцієнт поточної ліквідності)} = \frac{\text{Оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}} = \frac{\text{ф.1, р.260}}{\text{ф.1, р.620}}$$

Вказує на достатність коштів підприємства, які можуть бути використані для погашення поточних зобов'язань.

$$1.2. \text{ Коефіцієнт швидкої ліквідності (проміжний коефіцієнт ліквідності)} = \frac{\text{Грошові кошти та їх еквіваленти} + \text{Поточні фінансові інвестиції} + \text{Дебіторська заборгованість}}{\text{Поточні зобов'язання}} = \frac{\text{ф1, р.260} - \text{р.100} - \text{р.110} - \text{р.120} - \text{р.130} - \text{р.140}}{\text{ф.1, р. 620}}$$

Свідчить про можливість підприємства сплатити поточні зобов'язання за умови своєчасного проведення розрахунків з дебіторами.

$$1.3. \text{ Коефіцієнт абсолютної (негайної) ліквідності} = \frac{\text{Грошові кошти та їх еквіваленти} + \text{Поточні фінансові інвестиції}}{\text{Поточні зобов'язання}} = \frac{\text{ф.1, р.230} + \text{р.240} + \text{р.220}}{\text{ф.1, р. 620}}$$

Показує, яка частина боргів підприємства може бути сплачена негайно.

$$1.4. \text{ Показник захищеного періоду (днів)} = \frac{\text{Оборотні активи}}{\text{Середні щоденні операційні витрати}} = \frac{\text{ф.1, р.260}}{(\text{ф.2, р.280} - \text{р.260}) : 365} .$$

Показує, скільки днів підприємство може протриматись без грошових надходжень.

2. Коефіцієнти платоспроможності (фінансової стійкості) характеризують структуру джерел фінансування активів підприємства, ступінь незалежності від зовнішніх джерел фінансування діяльності. Найчастіше використовуються наступні коефіцієнти платоспроможності.

$$2.1. \text{ Коефіцієнт фінансової незалежності (автономії)} = \frac{\text{Джерела власних засобів (власний капітал)}}{\text{Підсумок балансу}} = \frac{\text{ф.1, р.380}}{\text{ф.1, р.640}} .$$

Вказує на питому вагу власного капіталу в загальній сумі засобів, авансованих у діяльність підприємства.

$$2.2. \text{ Коефіцієнт фінансової стійкості} = \frac{\text{Джерела власних засобів} + \text{Довгострокові зобов'язання}}{\text{Підсумок балансу}} = \frac{\text{ф.1, р.380} + \text{р.430} + \text{р.630} + \text{р.480}}{\text{ф.1, р.640}} .$$

Показує частку власних і прирівняних до них засобів у загальній сумі засобів, авансованих у діяльність підприємства.

$$2.3. \text{ Коефіцієнт фінансового лівериджу (важеля)} = \frac{\text{Довгострокові зобов'язання}}{\text{Джерела власних засобів (власний капітал)}} = \frac{\text{ф.1, р.480}}{\text{ф.1, р.380} + \text{р.430} + \text{р.630}} .$$

Характеризує структуру капіталу (співвідношення між позиковим і власним капіталом) підприємства.

$$2.4. \text{ Коефіцієнт маневреності власного капіталу} = \frac{\text{Чистий оборотний капітал}}{\text{Власний капітал}} = \frac{\text{ф.1(р.260} - \text{р.620)}}{\text{ф.1 р.380}} .$$

Вказує на те, яка частина власного капіталу вкладена в оборотні засоби, тобто використовується для фінансування поточної діяльності.

$$2.5. \text{ Коефіцієнт забезпеченості власними джерелами оборотних засобів} = \frac{\text{Джерела власних засобів} - \text{Необоротні активи}}{\text{Оборотні активи}} = \frac{\text{ф.1, р.380} + \text{р.430} + \text{р.630} - \text{р.080}}{\text{ф.1, р.260}} .$$

Показує, яка частка оборотних активів фінансується за рахунок власних засобів.

$$2.6. \text{ Коефіцієнт Бівера} = \frac{\text{Чистий прибуток} + \text{Амортизація}}{\text{Довгострокові та поточні зобов'язання}} = \frac{\text{ф.2, р.220} + \text{р.260}}{\text{ф.1, р.480} + \text{р.620}} .$$

Свідчить про те, чи достатньо надходять кошти для самофінансування розвитку підприємства.

3. Показники ділової активності (оборотності) характеризують, наскільки ефективно підприємство використовує свої фінансові ресурси. Розраховуються коефіцієнти оборотності, які показують кількість обертів, що роблять активи, джерела фінансування й окремі їх елементи протягом звітного періоду, а також показники тривалості обороту в днях (за скільки днів відбувається один оберт).

$$3.1. \text{ Коефіцієнт оборотності активів} = \frac{\text{Чистий ви́торг від реалізації продукції (робіт, послуг)}}{\text{Середня величина підсумку балансу (середня вартість активів)}} =$$

$$= \frac{\text{ф.2, р.035}}{(\text{ф.1, р.280, колон. 3} + \text{р.280, колон. 4}) : 2}$$

Характеризує ефективність використання підприємством усіх засобів, незалежно від джерел їх залучення.

$$3.2. \text{ Коефіцієнт оборотності власного оборотного капіталу} = \frac{\text{Чистий ви́торг від реалізації продукції (робіт, послуг)}}{\text{Середня вартість власного оборотного капіталу (оборотні активи – поточні зобов'язання)}} =$$

$$= \frac{\text{ф.2, р.035}}{\text{ф.1, р.260 (за колон. 3 та 4) – р.620(за колон. 3 та 4) : 2}}$$

Показує ефективність використання власного оборотного капіталу.

$$3.3. \text{ Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача)} = \frac{\text{Чистий ви́торг від реалізації продукції (робіт, послуг)}}{\text{Середня вартість основних засобів}} =$$

$$= \frac{\text{ф.2, р.035}}{\text{ф.1, р. 030 (за колон. 3 та 4) : 2}}$$

Показує ефективність використання основних засобів.

$$3.4. \text{ Коефіцієнт оборотності запасів} = \frac{\text{Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)}}{\text{Середня вартість запасів}} =$$

$$= \frac{\text{ф.2, р.040}}{\text{ф.1, р.(100 + 110 + 120 + 130 + 140) (за колон. 3 та 4) : 2}}$$

Характеризує кількість обертів коштів, інвестованих у всі види запасів за звітний період.

$$3.5. \text{ Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості} = \frac{\text{Чистий ви́торг від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)}}{\text{Середня сума дебіторської заборгованості за продукцію (товари, роботи, послуги)}} =$$

$$= \frac{\text{ф.2, р.035}}{\text{ф.1, р.(150 + 160 + 180) (за колон. 3 та 4) : 2}}$$

Показує кількість обертів дебіторської заборгованості за звітний період, або швидкість обертання комерційного кредиту, наданого покупцям.

$$3.6. \text{ Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості} = \frac{\text{Чистий ви́торг від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)}}{\text{Середня сума кредиторської заборгованості (товари, роботи, послуги)}} =$$

$$= \frac{\text{ф.2, р.035}}{\text{ф.1, р.(520 + 530 + 540) (за колон. 3 та 4) : 2}}$$

Показує кількість обертів кредиторської заборгованості за звітний період, або швидкість обертання комерційного кредиту, наданого підприємству постачальниками (замовниками).

$$3.7. \text{ Тривалість одного оборту запасів} = \frac{\text{Кількість календарних днів звітного періоду}}{\text{Коефіцієнт оборотності запасів}} =$$

$$= \frac{365}{\text{коефіцієнт 3.4}}$$

Характеризує середній період обертання запасів.

$$3.8. \text{ Тривалість одного оборту дебіторської заборгованості (середній період погашення дебіторської заборгованості)} = \frac{\text{Тривалість звітного періоду}}{\text{Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості}} =$$

$$= \frac{365}{\text{коефіцієнт 3.5}}$$

3.9. Тривалість одного оборту кредиторської заборгованості (середній період погашення кредиторської заборгованості)

$$= \frac{365}{\text{коефіцієнт 3.6}}$$

$$= \frac{\text{Тривалість звітнього періоду}}{\text{Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості}} =$$

4. Показники рентабельності (прибутковості) показують, наскільки прибутковою є діяльність підприємства. Розраховують різні варіанти показників рентабельності.

4.1. Рентабельність активів (ROA)

$$= \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Середня вартість активів}} \cdot 100 =$$

$$= \frac{\text{ф.2, р.220}}{\text{ф.1, р.280 (за колон. 3 та 4) : 2}}$$

Показує прибутковість усіх коштів, вкладених у підприємство.

4.2. Рентабельність власного капіталу (ROE)

$$= \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Власний капітал}} \cdot 100 =$$

$$= \frac{\text{ф.2, р.220}}{\text{ф.1, р.380(за колон. 3 та 4) : 2}}$$

Характеризує прибутковість власного капіталу.

4.3. Рентабельність інвестованого капіталу

$$= \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Інвестований капітал (джерела власних засобів + довгострокові зобов'язання)}} \cdot 100 =$$

$$= \frac{\text{ф.2, р.220}}{\text{ф.1, р.(380 + 430 + 630 + 480) (за колон. 3 та 4) : 2}}$$

Показує прибутковість довгострокових інвестицій у підприємство.

4.4. Рентабельність реалізації (продажів)

$$= \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Виторг від реалізації продукції (робіт, послуг)}} \cdot 100 =$$

$$= \frac{\text{ф.2, р.220}}{\text{ф.2, р.035}}$$

Характеризує прибутковість господарської діяльності підприємства.

4.5. Рентабельність продукції

$$= \frac{\text{Прибуток від операційної діяльності}}{\text{Витрати на виробництво та збут реалізованої продукції}} \cdot 100 =$$

$$= \frac{\text{ф.2, р.100(або р.105) + (р.060 - р.090)}}{\text{ф.2, р.040 + 070 + 080}}$$

Характеризує прибутковість основної діяльності підприємства.

Важливу роль при оцінюванні і прогнозуванні фінансового стану підприємства відіграє аналіз і прогнозування грошового потоку (див. підрозділ 3.3). Стійке перевищення припливу засобів над відтоком свідчить про надійний фінансовий стан підприємства.

Різкі коливання чи перевищення відтоку коштів над припливом означають нестійкість фінансового положення.

Коефіцієнти, що обчислені за даними фінансової звітності, порівнюють з певними нормативними значеннями (див. підрозділ 5.3), а також показниками підприємств конкурентів.

На відміну від фінансової звітності, яка складається за стандартами бухгалтерського обліку, не існує єдиної стандартної методики оцінювання фінансового становища підприємства. Аналітики використовують різноманітні методики з великою кількістю фінансових показників. Добір показників залежить від мети аналізу, однак при цьому кілька ключових показників (наприклад, коефіцієнти покриття, абсолютної ліквідності, ав-

тономії, забезпеченості власними джерелами оборотних засобів, оборотності активів, запасів, дебіторської заборгованості, рентабельності активів, власного капіталу, реалізації) є практично в усіх методиках аналізу фінансового стану. Існують методики аналізу фінансового стану підприємств, що розроблені державними органами управління (Фондом державного майна України, Агентством з запобігання банкрутства підприємств і організацій, Податковою службою України, Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку – ДКЦПФР та ін.), комерційними банками, торговельно-промисловими палатами, союзами підприємців, аудиторськими та консалтинговими фірмами, самими підприємствами.

У цих методиках застосовуються два підходи при оцінюванні фінансового стану підприємства, його кредитоспроможності, інвестиційної привабливості, прогнозування імовірності банкрутства:

1) на підставі обчислення певного набору фінансових показників і оцінки рівня та динаміки кожного з них, роблять відповідний узагальнювальний висновок щодо фінансового стану підприємства. Проте підприємство може мати кілька фінансових коефіцієнтів, які свідчать про успішну діяльність, а окремі показники можуть бути низькими. У цьому разі складно дати однозначну оцінку фінансового стану – добрий, задовільний, поганий;

2) обирають ключові фінансові коефіцієнти та на їх основі конструюють інтегральний показник фінансового стану (див. підрозділ 5.3 – Z-моделі кредитоспроможності).

Проаналізувавши фінансову звітність, можна з'ясувати, чому підприємство досягає успіху: фінансово стійкі підприємства мають інші значення коефіцієнтів, ніж ті, що наближаються до банкрутства, фінансові коефіцієнти дають змогу отримати цінну інформацію щодо ринкового ризику, нових випусків облігацій підприємства, для визначення індексів конкурентоспроможності тощо.

Проте існує кілька проблем, що пов'язані з використанням даних фінансової звітності. По-перше, фінансові аналітики

змушені використовувати бухгалтерські дані, балансову (історичну) вартість активів, оскільки неможливо отримати вірогідну ринкову інформацію.

По-друге, користувачі мають думати про те, наскільки фінансова звітність вірогідна. Існує можливість законного прикрашення фінансової звітності. Так, менеджери на законних підставах (у межах свободи, яку надають стандарти бухгалтерського обліку), використовуючи прийоми “балансової політики”, можуть більш вигідно висвітлити справи компанії. Приміром події 2002 року, коли було викрито фальсифікацію звітності (тобто зловмисне перекручення звітних даних) двома величезними американськими корпораціями – енергетичною Enron і телекомунікаційною WorldCom – загострили проблему оцінювання вірогідності фінансових звітів, оприлюднюваних компаніями. Для її вирішення у США в 2002 р. було прийнято Закон про відповідальність за корпоративне шахрайство, що передбачає більш жорстке покарання керівників корпорацій, звинувачених у фальсифікації звітності.

По-третє, хоча діють стандарти бухгалтерського обліку, але підприємства все одно користуються значною свободою при розрахунку прибутку і визначенні балансових показників. Тому, аналізуючи фінансові коефіцієнти, слід звертати увагу і розуміти, яка облікова політика і бухгалтерські рішення стоять за тим чи іншим показником. На прикладі американських компаній розглянемо, що треба брати до уваги при інтерпретації фінансових коефіцієнтів [9]:

– у звіті про прибуток компанія відобразила чисті витрати з виплати процентів за вирахуванням доходів у вигляді отриманих процентів (замість того, щоб показати проценти, отримані та проценти сплачені). В цьому нема порушень, однак про це слід пам'ятати при порівнянні з витратами на сплату процентів інших компаній;

– прибуток, який компанія відобразила у фінансовій звітності, вище, ніж прибуток, висвітлений з метою оподаткування. Основна причина в тому, що при складанні фінансової звітності було застосовано метод прямого рівномірного нарахування

амортизації, а при розрахунку оподаткованого прибутку американським компаніям дозволяється використовувати прискорену амортизацію;

– у статті балансу “Інші довгострокові активи” компанія відобразила вартість ділової репутації фірми (гудвіл). Це різниця між ціною, яку сплатила корпорація при купівлі кількох компаній, та балансовою вартістю їх активів; оскільки гудвіл амортизується протягом 40 років (за вітчизняними стандартами обліку – не більш як 20 років), корпорація щорічно нараховує амортизаційні відрахування – 2,5 % його вартості, тим самим зменшуючи свій прибуток. Це означає, що важко порівнювати показники корпорації, ділова репутація якої відображена в балансі за високою вартістю, з показниками корпорації, вартість ділової репутації яких не висвітлена в балансі. З цього приводу серед економістів навіть дискутується питання, чи треба вважати гудвіл активом.

По-четверте, не існує об’єктивних критеріїв значущості тих чи інших коефіцієнтів, які аналізують і використовують у фінансовому управлінні підприємствами. Не можна з упевненістю сказати, які коефіцієнти є найважливішими і якими можуть бути високі та низькі їх рівні.

Щоб визначити – чи високий коефіцієнт, чи низький, спочатку треба порівняти значення того чи того показника підприємства з його значенням за попередні роки. Інакше кажучи, важливо слідкувати за динамікою фінансових коефіцієнтів, щоб своєчасно помітити негативну тенденцію.

Потім потрібно порівняти значення показника підприємства з аналогічними показниками інших підприємств. Проте підприємства різних галузей об’єктивно не можуть мати однакові показники. Отже, слід обмежити порівняння рамками однієї галузі, але вибір базових підприємств для порівняння є суб’єктивним, оскільки не існує повністю ідентичних підприємств. З цієї самої причини не завжди об’єктивну оцінку фінансового стану отримують, порівнюючи показники окремого підприємства з нормативними значеннями цих показників, що містяться в деяких методиках. Зокрема, у деяких випадках зна-

чення коефіцієнта може не відповідати прийнятій стандартній нормі в силу специфічності конкретних умов і особливостей діяльності підприємства. Це особливо актуально для вітчизняних підприємств, які часто потрапляють у нестандартні ситуації внаслідок зовнішніх обставин (зміни оподаткування, процентних ставок, умов розрахунків, взаємозаліки, бартерні операції тощо), що ускладнює застосування нормативів при оцінюванні фінансового стану.

Багато великих корпорацій здійснюють операційну діяльність у кількох різних галузях. У таких випадках важко здійснити порівняльний аналіз фінансових коефіцієнтів з якимись середніми показниками або знайти схожі компанії для порівняння. Тому застосування порівняльного аналізу більш придатне для вузькоспеціалізованих підприємств, ніж для великих розгалужених корпорацій.

Отже, незважаючи на важливість використання фінансових коефіцієнтів, усе ж не варто перебільшувати їх значення, оскільки вони не можуть врахувати і відобразити все розмаїття фінансово-господарської діяльності. Їх доцільно застосовувати як орієнтовні індикатори, що є показниками найхворобливіших місць у діяльності підприємства, які потребують подальшого докладнішого дослідження.

Слід зауважити, що усі фінансові показники взаємопов’язані і це треба використовувати при аналізі та розробці пропозицій з поліпшення фінансового стану підприємства.

Найбільш відомий взаємозв’язок отримав назву – формула Дюпона (Du Pont), оскільки вперше був використаний для управління фінансами в компанії “Дюпон де Немур”. Він показує залежність між рентабельністю активів, рентабельністю реалізації та оборотністю активів підприємства:

$$\text{Рентабельність активів (ROA)} = \text{Рентабельність реалізації (продажів)} \cdot \text{Коефіцієнт оборотності активів}$$

або

$$\text{Рентабельність активів (ROA)} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Чистий виторг від реалізації}} \cdot \frac{\text{Чистий виторг від реалізації}}{\text{Середня вартість активів}}$$

Аналіз цього взаємозв'язку дає змогу знайти причину недостатнього рівня рентабельності активів і розробити заходи для його підвищення. Важливим різновидом формули Дюпона є рівняння, що вказує на взаємозв'язок рентабельності власного капіталу (ROE) та рентабельності реалізації, оборотності активів і структури капіталу (платоспроможності):

$$\text{Рентабельність власного капіталу (ROE)} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Чистий виторг від реалізації}} \cdot \frac{\text{Чистий виторг від реалізації}}{\text{Середня вартість активів}} \cdot \frac{\text{Середня вартість активів}}{\text{Середня вартість власного капіталу}}$$

У цій залежності відображено вплив прибутковості господарської діяльності, оборотності активів і платоспроможності на найважливіший показник — рентабельність власного капіталу.

Добираючи значення показників оборотності, рентабельності реалізації і платоспроможності (частка власного капіталу в активах), можна визначити, яке сполучення забезпечить найбільший приріст рентабельності власного капіталу. Це використовується при прогнозуванні напрямів розвитку підприємства.

Доцільно розраховувати темпи зміни прибутку, виторгу від реалізації продукції, вартості активів і порівнювати динаміку цих показників. Якщо виконується співвідношення:

$$T_{\text{пр}} > T_{\text{вир}} > T_{\text{акт}} > 100 \%,$$

де $T_{\text{пр}}$, $T_{\text{вир}}$, $T_{\text{акт}}$ — відповідно темпи зміни прибутку, виторгу і вартості активів, то це означає, що підприємство нарощує свій

економічний потенціал, ефективно використовує ресурси, знижує витрати на виробництво і реалізацію продукції.

5.2 Показники, використовувані для експрес-аналізу фінансового стану й оцінювання кредитоспроможності підприємства

Залежно від конкретних завдань можна здійснити аналіз фінансового стану різного ступеня деталізації. Так, для швидкого оцінювання фінансового стану можна обмежитися експрес-аналізом мінімальної кількості найважливіших показників. За потреби проводиться поглиблений аналіз, обчислюються десятки фінансових показників. Оскільки єдиної методики не існує, як уже зазначалося у підрозділі 5.1, аналітики використовують різні набори показників.

Одна із систем показників для експрес-аналізу наведена в табл. 5.1.

Таблиця 5.1

Показники для швидкого оцінювання фінансового стану підприємства

№ пор.	Напрямок аналізу	Показник
1	2	3
1	Оцінювання майнового стану	Величина основних засобів та їх частка в загальній сумі активів. Коефіцієнт зносу основних засобів
2	Наявність негативних статей у звітності	Збитки. Кредити і позики, непогашені у встановлений термін. Прострочена дебіторська і кредиторська заборгованість. Векселі видані (отримані) і прострочені
3	Оцінювання ліквідності та фінансової стійкості	Розмір власних оборотних засобів (чистого оборотного капіталу). Коефіцієнт поточної ліквідності. Частка власних оборотних засобів у загальній їх сумі.

Закінчення табл. 5.1

1	2	3
3		Частка довгострокових зобов'язань у загальній сумі джерел фінансування. Коефіцієнт фінансової незалежності (автономії)
4	Оцінювання динамічності та ділової активності	Порівняльні темпи зростання виручки, прибутку й активів. Коефіцієнт оборотності оборотних активів. Коефіцієнт оборотності запасів. Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості. Тривалість операційного і фінансового циклів
5	Оцінювання прибутковості	Прибуток. Рентабельність активів. Рентабельність реалізації. Рентабельність власного капіталу

Основні фінансові коефіцієнти використовують комерційні банки, оцінюючи кредитоспроможність клієнтів.

Кредитоспроможність — це здатність підприємства своєчасно повернути кредит банку. При оцінюванні кредитоспроможності до уваги беруться не лише фінансовий стан, а й репутація позичальника, розмір і склад його майна, стан економічної і ринкової кон'юнктури та ін. Отже, кредитоспроможність і платоспроможність підприємства не є тотожними поняттями. На першому етапі аналізу кредитоспроможності вивчають акуратність оплати рахунків кредиторів, тенденції розвитку підприємства, мотиви звернення за позичкою, склад і розмір боргів підприємства. Другий етап визначення кредитоспроможності передбачає оцінювання фінансового стану позичальника та його сталості. Тут враховуються не тільки платоспроможність, а й низка інших показників: рентабельність, коефіцієнт оборотності оборотного капіталу, коефіцієнт фінансового важеля, наявність власного оборотного капіталу, стабільність виконання виробничих планів, питома вага заборгованості за кредитами у валовому прибутку, співвідношення

темтів зростання виручки від реалізації продукції з темпами зростання кредитів банку, суми і терміни простроченої заборгованості за кредитами та ін.

Хоча кожен банк має свою систему оцінювання кредитоспроможності, однак більшість з них включає до неї наступні фінансові коефіцієнти:

- коефіцієнт покриття (загальний коефіцієнт ліквідності);
- коефіцієнт абсолютної ліквідності;
- тривалість одного обороту (у днях):
 - а) запасів;
 - б) дебіторської заборгованості;
 - в) кредиторської заборгованості;
- коефіцієнт оборотності оборотних активів;
- коефіцієнт фінансового ліверіджу;
- коефіцієнт маневреності власного капіталу;
- рентабельність реалізації (продажів);
- рентабельність власного капіталу;
- рентабельність активів;
- коефіцієнт кратності відсотків (показник покриття банківських зобов'язань) — прибуток до виплати відсотків і податку на прибуток поділений на суму відсотків, сплачуваних за користування кредитом.

Крім того, комерційні банки зазвичай використовують аналіз грошового потоку підприємства для оцінювання кредитоспроможності та визначення граничного розміру видачі нових кредитів. Таким граничним розміром вважають сформовану в минулі періоди, або заплановану на майбутній період величину перевищення припливу над відтоком коштів.

5.3 Прогнозування імовірності банкрутства

Щоб уникнути загрози банкрутства менеджери повинні постійно контролювати ліквідність і платоспроможність. Забезпечити такий контроль допомагає розрахунок відповідних фінансових коефіцієнтів, які завжди підлягають аналізу (див. табл. 5.2).

Таблиця 5.2

Контроль за ліквідністю і платоспроможністю підприємства

Напрями контролю	Контрольовані показники
1	2
Довгострокова платоспроможність (структура капіталу) — можливість виконувати зобов'язання перед кредиторами та інвесторами, що мають довгострокові вкладення у підприємство, завдяки підтриманню певної пропорції між власними і позиковими джерелами фінансування	<ul style="list-style-type: none"> • коефіцієнт фінансової незалежності (автономії); • коефіцієнт фінансового лівериджу; • розмір чистих активів (перевищення активів над зовнішніми зобов'язаннями); • коефіцієнт кратності відсотків (у скільки разів прибуток до вирахування відсотків і податків перевищує суму відсотків за користування позиковими коштами); • коефіцієнт Бівера
Забезпеченість власними оборотними засобами та ліквідність (здатність вчасно оплатити свою поточну заборгованість за рахунок оборотних активів)	<ul style="list-style-type: none"> • розмір власних оборотних засобів (чистого оборотного капіталу); • коефіцієнт забезпеченості власними джерелами коштів; • коефіцієнт абсолютної ліквідності; • коефіцієнт швидкої ліквідності; • коефіцієнт покриття (коефіцієнт поточної ліквідності)

З метою прогнозування імовірності банкрутства застосовують порівняння основних фінансових показників підприємства з нормативними значеннями, які наведені в методиках оцінювання фінансового стану. Наприклад, у Положенні про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації, пропонуються такі нормативні значення: коефіцієнт покриття > 1 ; коефіцієнт швидкої ліквідності $0,6-0,8$; коефіцієнт абсолютної ліквідності > 0 ; коефіцієнт автономії $> 0,5$; коефіцієнт забезпечення власними джерелами оборотних засобів $> 0,1$. У “Методиці проведення поглибленого аналізу фінансово-господарського стану неплатоспроможних підприємств і організацій” (затверджено нака-

зом Агенства з питань запобігання банкрутству підприємств і організацій від 27.06.97, № 81) рекомендується використовувати для діагностики неплатоспроможності наступні фінансові коефіцієнти і їх нормативні значення: коефіцієнт покриття > 1 ; коефіцієнт фінансової незалежності (автономії) $> 0,5$; коефіцієнт фінансової стабільності > 1 ; коефіцієнт забезпеченості власними джерелами засобів $> 0,1$. У Методичних рекомендаціях з виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій щодо приховування банкрутства, фіктивного банкрутства або доведення до банкрутства (затверджено наказом № 10 від 17.01.01 Міністерства економіки України) рекомендується нормативне значення коефіцієнта покриття не нижче ніж 1,5, а коефіцієнта забезпеченості власними джерелами коштів не нижче 0,1. У Методичних рекомендаціях з метою забезпечення однозначних підходів при оцінюванні неплатоспроможності та виявленні ознак банкрутства наведені визначення поточної, критичної та надкритичної неплатоспроможності. Показником поточної неплатоспроможності (за наявності у підприємства простроченої кредиторської заборгованості) рекомендується вважати від'ємний результат при розрахунку різниці між сумою грошових коштів, їх еквівалентів, інших високоліквідних активів та поточними зобов'язаннями підприємства. Ознакою критичної неплатоспроможності рекомендується вважати поточну неплатоспроможність, за якої коефіцієнт покриття і коефіцієнт забезпеченості власними джерелами коштів менше нормативних значень (відповідно 1,5 і 0,1). Таке фінансове становище оцінюється як потенційне банкрутство. Надкритична неплатоспроможність фіксується тоді, коли за підсумками року коефіцієнт покриття нижче 1,0 і підприємство не отримало прибутку. У цьому випадку боржник мусить звернутись упродовж місяця у господарський суд із заявою щодо порушення справи про банкрутство. Щоб своєчасно виявити тенденції формування незадовільної структури балансу і можливості втрати фінансової стійкості прибутковим підприємством рекомендується здійснювати систематичний фінансовий моніторинг за допомогою коефіцієнта Бівера

(підрозділ 5.1, показник № 2.6). Якщо протягом тривалого часу (1,5–2 роки) коефіцієнт не перевищує 0,2, це свідчить про небажане скорочення внутрішніх джерел фінансування виробничо-господарської діяльності. Така тенденція може призвести до формування незадовільної структури пасиву балансу, збільшення частки боргу, зниження коефіцієнта забезпеченості власними джерелами коштів нижче ніж 0,1, тобто до зниження фінансової стійкості підприємства.

Досить поширеним нині є застосування для прогнозування імовірності банкрутства інтегральних показників, змодельованих на основі найважливіших фінансових коефіцієнтів. Дослідження у цьому напрямі започаткував американський професор Уільям Бівер у 1966 р. Він порівняв фінансові коефіцієнти 79 збанкрутілих фірм з показниками діяльності 79 компаній, що зберегли конкурентоспроможність. Виявилось, що підприємства-банкрути мали такі показники, що й очікувалось: що більше боргів, то нижча рентабельність активів і реалізації, менше вільних грошових коштів та більше дебіторської заборгованості, а отже, нижчі коефіцієнти поточної і абсолютної ліквідності, ніж у підприємств, які успішно працювали. Бівер стверджує, що за фінансовими коефіцієнтами підприємств-банкрутів ще за 5 років до краху видно було ознаки неблагополуччя. Це навело на думку, що аналіз фінансових коефіцієнтів можна використати для прогнозування імовірності банкрутства та об'єднати розрізнену інформацію, яку надають окремі показники, в єдиний показник — індикатор, для того щоб легше було спостерігати за ситуацією. Згодом (у 1968 р.) на основі спеціального статистичного методу — мультидискримінантного аналізу американський економіст Є. Альтман запропонував індекси кредитоспроможності, так звані Z-моделі Альтмана, що є інтегральними показниками фінансового становища підприємства.

Загальний вигляд Z-моделі такий:

$$Z = C_1 k_1 + C_2 k_2 + \dots + C_n \cdot k_n,$$

де Z — індекс кредитоспроможності; C_1, C_2, \dots, C_n — числові значення, що характеризують вагомість фінансових коефіцієнтів; k_1, k_2, \dots, k_n — відібрані фінансові коефіцієнти.

Коефіцієнт Z (або індекс кредитоспроможності) Альтмана — це функція від кількох показників, що характеризують фінансовий стан підприємства.

Високе значення Z свідчить про стабільне фінансове становище підприємства, низьке — про можливість його банкрутства. Е. Альтман вибрав кілька ключових коефіцієнтів для побудови моделей. Ним були розроблені двофакторна Z-модель, в яку включені два фінансових коефіцієнти: поточної ліквідності та питома вага позикових коштів у пасивах компанії, а згодом п'ятифакторна Z-модель, яка має вигляд:

$$Z = 1,2 k_1 + 1,4 k_2 + 3,3 k_3 + 0,6 k_4 + 1,0 k_5,$$

де k_1 — питома вага “робочого” капіталу (поточні активи — поточні зобов'язання) в сумі активів (підсумку балансу); k_2 — нерозподілений прибуток, поділений на суму активів; k_3 — прибуток до вирахування відсотків і податку, що поділений на суму активів; k_4 — вартість акціонерного капіталу (за ринковою ціною акцій), що поділена на балансову вартість позикових коштів; k_5 — чиста виручка від реалізації, що поділена на суму активів.

Критичне значення $Z = 2,675$. При $Z < 1,81$ імовірність банкрутства дуже висока, при $1,81 < Z < 2,675$ — середня, при $2,675 < Z < 2,99$ — невелика, при $Z > 2,99$ фінансове становище компанії стабільне, імовірність банкрутства мізерна.

За деякими джерелами точність прогнозування банкрутства за цією моделлю становить: за п'ять років до банкрутства — 36 %; за чотири роки — 29 %; за три роки — 48 %; за два роки — 83 %; за рік до банкрутства — 95 %.

Застосуванню в Україні п'ятифакторної моделі Альтмана, куди входить показник відношення власного капіталу за ринковою оцінкою до позикового капіталу, перешкоджає недостатня розвиненість фондового ринку, де визначається ринкова ціна акціонерного капіталу. За таких умов можна звернутись до алгоритму Альтмана, запропонованого ще у 1983 р.:

$$Z(83) = 0,717k_1 + 0,847k_2 + 3,107k_3 + 0,42k_4 + 0,995k_5,$$

де k_4 – балансова вартість власного капіталу, що поділена на балансову вартість позикового капіталу.

Критичне значення $Z(83) = 1,23$.

Окрім Z -моделей Альтмана, відомі також Z -моделі й інших зарубіжних учених – Лиса, Таффлера, Спрингейта, Конана і Гольдера.

Вітчизняні вчені, застосувавши мультидискримінантний аналіз для оцінювання фінансових показників українських підприємств, також розробили Z -моделі кредитоспроможності, що враховують вітчизняні умови.

Наприклад, на основі реальних даних українських металургійних підприємств була побудована двофакторна Z -модель [34, 99–100]. У цій моделі використані два фінансових коефіцієнта – швидкої ліквідності ($K_{л}$) і фінансової стійкості ($K_{ф.ст}$). Модель має вигляд:

$$Z = 2,236 K_{л} + 0,009 K_{ф.ст} - 1,814.$$

Чим більше значення Z , тим вище клас позичальника. До першокласних відносяться позичальники, у яких $Z > 0,8261$.

На основі статистичної обробки інформації багатьох вітчизняних підприємств різних галузей та відбору основних показників-індикаторів фінансового стану О. О. Терещенко запропоновано використовувати багатофакторну Z -модель із шістьма змінними [43, 25]:

$$Z = a_1 X_1 + a_2 X_2 + a_3 X_3 + a_4 X_4 + a_5 X_5 + a_6 X_6 + a_0,$$

де a_1, a_2, \dots, a_6 – параметри дискримінантної функції, вагомість показників; a_0 – вільний член дискримінантної функції; X_1 – коефіцієнт покриття; X_2 – коефіцієнт фінансової незалежності (автономії); X_3 – коефіцієнт оборотності активів; X_4 – коефіцієнт рентабельності продажів; X_5 – коефіцієнт рентабельності активів; X_6 – коефіцієнт оборотності позикового капіталу.

За цією моделлю розроблено сім алгоритмів інтегрального оцінювання фінансового стану відповідно до галузевої належності підприємства. Наприклад, Z -модель для оцінювання

фінансового стану підприємств галузі транспорту і зв'язку має вигляд:

$$Z = 0,61X_1 + 1,047X_2 + 0,207X_3 + 0,252X_4 + 1,077X_5 - 0,06 X_6 - 1,9.$$

Задовільним вважається фінансовий стан підприємства, якщо $Z > 0,5$, незадовільним, якщо $Z < 0,5$, в інтервалі $0,5 < Z < 0,5$ потрібен додатковий експертний аналіз, оскільки неможливо зробити однозначні висновки щодо фінансового стану підприємства.

Підхід Альтмана до визначення інтегрального показника фінансового становища застосовано також у вітчизняній Методиці інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств і організацій (затверджено наказом Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств і організацій від 23.02.98).

Для побудови інтегрального показника фінансового становища підприємства у цій методиці використано 40 показників, які об'єднані в такі групи:

- 1) показники оцінювання майнового стану;
- 2) показники оцінювання фінансової стійкості (платоспроможності);
- 3) показники оцінювання ліквідності активів;
- 4) показники оцінювання прибутковості;
- 5) показники оцінювання ділової активності;
- 6) показники оцінювання ринкової активності.

Експертним шляхом визначають вагомість груп показників, а також вагомість кожного показника в групі. Наприклад, вагомість груп, %: 1) 20 %; 2) 20 %; 3) 10 %; 4) 8 %; 5) 15 %; 6) 27 %.

За допомогою методів математичної статистики побудовано алгоритм розрахунку інтегрального показника інвестиційної привабливості. Програмний комплекс INTEGRAL дає змогу не тільки розраховувати на основі даних стандартних форм фінансової звітності інтегральні показники інвестиційної привабливості для будь-якого переліку підприємств, а й отримати рейтинг цих підприємств у порядку зменшення значення інте-

грального показника (який наводиться в балах) і, відповідно, зниження інвестиційної привабливості підприємств.

Хоча ефективність прогнозів за допомогою розрахунку інтегральних індексів *Z*, залишається спірною, оскільки не підтверджується всіма джерелами, тим не менше зручність і наочність оцінювання фінансового стану за одним узагальнювальним показником сприяє поширенню використання *Z*-моделей різними користувачами — комерційними банками (для оцінювання кредитоспроможності позичальника), потенційними інвесторами (для визначення інвестиційної привабливості підприємства), державними регулюючими органами (Фондом державного майна, Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку).

■ Для повторення

Терміни і поняття: прийоми аналізу фінансової звітності; фінансові коефіцієнти; показники ліквідності, платоспроможності, оборотності (ділової активності), рентабельності; методики аналізу фінансового стану, взаємозв'язок фінансових показників; формула Дюпона; експрес-аналіз фінансового стану; оцінювання кредитоспроможності; імовірність банкрутства; *Z*-моделі.

■ Висновки

1. Аналіз фінансової звітності та розрахунок фінансових коефіцієнтів дає змогу оцінити фінансовий стан підприємства і зробити прогноз на майбутнє. Стандартної методики оцінювання фінансового стану немає, аналітики залежно від мети аналізу можуть використовувати методики, що містять різну кількість коефіцієнтів. Однак фінансові коефіцієнти можна згрупувати за ключовими напрямками, що характеризують фінансовий стан підприємства: ліквідність (поточна платоспроможність); фінансова стійкість (довгострокова платоспроможність); ділова активність (оборотність); рентабельність (прибутковість).

2. Для оцінювання фінансового стану важливо аналізувати грошовий потік. Стійке перевищення припливу засобів над відтоком (позитивний грошовий потік) означає стійкість фінансового положення.

3. Можна зробити експрес-аналіз мінімальної кількості найважливіших показників і дати швидку оцінку фінансового стану. Потім глибоко і детально проаналізувати, розрахувавши десятки фінансових показників і визначивши взаємозв'язок між ними.

4. Фінансові коефіцієнти використовуються для прогнозування імовірності банкрутства. На основі методу математичної статистики — дискримінантного аналізу — американський професор Е. Альтман у 1968 р. започаткував розробку *Z*-моделей кредитоспроможності. Згодом вітчизняні вчені використали його підхід і запропонували методики розрахунку *Z*-моделей, адаптованих до умов України. Ефективність використання *Z*-моделей для прогнозування банкрутства не завжди підтверджується, але завдяки зручності та наочності їх практичне застосування досить поширене.

■ Контрольні питання і завдання

1. Які методи використовуються для аналізу фінансової звітності?
2. Назвіть основні фінансові коефіцієнти, використовувані для оцінювання фінансового стану підприємства.
3. Які показники використовуються для експрес-аналізу фінансового стану підприємства?
4. Як використовується взаємозв'язок між фінансовими коефіцієнтами у фінансовому менеджменті?
5. Назвіть основні показники кредитоспроможності підприємства.
6. Як прогнозується імовірність банкрутства за допомогою фінансових коефіцієнтів?
7. Що таке інтегральні показники фінансового стану та кредитоспроможності?

Література [8; 10; 12–16; 18; 20; 25; 26; 28; 34–36; 43; 47]

УПРАВЛІННЯ ПРИБУТКОМ

6.1 Мета і завдання управління прибутком

У системі управління фінансами підприємства провідну роль відіграє управління формуванням і розподілом прибутку.

Прибуток зазвичай розглядається у трьох основних аспектах:

- прибуток як вираження результату фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання та винагорода за підприємницький ризик;
- прибуток як вираження ефективності управління операційною, інвестиційною та фінансовою діяльністю суб'єкта господарювання;
- прибуток як джерело самофінансування підприємства.

Виходячи з цього, метою управління прибутком підприємства можна вважати забезпечення максимізації абсолютної величини чистого прибутку та стабільності його формування у часі.

Основні завдання управління прибутком:

- підтримання конкурентоспроможності підприємства у короткостроковому та довгостроковому періодах;
- забезпечення зростання абсолютної величини прибутку;
- забезпечення стабільності формування чистого прибутку, зокрема, збільшенням відносної частки прибутку від основної діяльності;
- забезпечення прийняттого рівня рентабельності фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання;
- забезпечення фінансування інвестиційних проектів із позитивним NPV за рахунок внутрішніх джерел, насамперед прибутку;

- забезпечення оптимальних пропорцій розподілу прибутку шляхом досягнення компромісу між дивідендною політикою та реінвестуванням прибутку.

Зазначені завдання реалізуються в процесі формування та розподілу прибутку.

Оскільки прибуток підприємства є узагальнювальним фінансовим показником, який обчислюється вирахуванням з доходу підприємства понесених витрат, він є опосередкованим об'єктом управління. Безпосередніми об'єктами управління прибутком є факторні показники формування прибутку — доходи та витрати. Відповідно, модель управління прибутком підприємства складається з трьох взаємозв'язаних функціонально-організаційних блоків, а саме:

- 1) управління доходами;
- 2) управління витратами;
- 3) управління розподілом прибутку.

Практичне вирішення завдань управління прибутком тісно переплітається з іншими функціями фінансового менеджменту, зокрема з управлінням грошовими потоками, управлінням інвестиціями, фінансовим плануванням та прогнозуванням.

Управління формуванням прибутку починається з планування прибутку від основної (операційної) діяльності підприємства, тобто прибутку від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг).

Вихідною базою і початковим етапом планування прибутку є визначення планових обсягів реалізації кожного виду продукції, а потім доходу (виторгу) від реалізації.

Плановий дохід (виторг) від реалізації є основою майже всіх методів розрахунку планового прибутку. Для розрахунку планової суми прибутку від реалізації продукції використовують такі методи:

1. Планування на основі попереднього розрахунку планових показників доходу (виторгу) і собівартості реалізованої продукції. Виторг від реалізації обчислюється множенням кількості реалізованої продукції на ціну реалізації одиниці кожного виду продукції. Ціни реалізації визначаються в плані

маркетингу з урахуванням вивчення попиту, каналів реалізації, очікуваного рівня інфляції, цін конкурентів, податкових пільг для окремих видів продукції. Основні підходи до встановлення цін на продукцію викладені в підрозділі 6.3.

Річний план реалізації продукції складається з помісячною розбивкою. Далі планують собівартість реалізованої продукції. При плануванні окремих елементів витрат використовується нормативний метод. Так, амортизаційні відрахування, податки й обов'язкові платежі розраховуються, виходячи з установлених норм амортизаційних відрахувань і податкових ставок. Інші витрати плануються за допомогою розрахунково-аналітичних процедур. Плановий фонд оплати праці визначається добутком середньомісячної чисельності працівників на середню заробітну плату. Витрати на сировину, матеріали, напівфабрикати та інші змінні витрати (крім відрядної заробітної плати) можна планувати по їхній частці (у %) у виторгі:

$$P_{\text{пл}} = \frac{V_{\text{пл}} \cdot d}{100}, \quad (6.1)$$

де $P_{\text{пл}}$ — планова сума змінних витрат; $V_{\text{пл}}$ — планова сума виторгу від реалізації; d — частка змінних витрат у % до виторгу за звітний період.

Умовно-постійні витрати (без амортизаційних відрахувань) планують, виходячи з їх суми за звітний період, з урахуванням індексації окремих витрат (наприклад, збільшення компенсації на відрядження). Плановий прибуток визначається як різниця між торгом і повною собівартістю реалізованої продукції.

2. Планування на основі попереднього розрахунку планового обсягу реалізації продукції і даних операційного аналізу про “пори́г” рентабельності, рівень змінних витрат, рівень валової маржі і “запас” фінансової міцності. Обчислення цих показників розглядається в підрозділі 6.2.

Плановий прибуток розраховується за формулою:

$$Pr_{\text{пл}} = (V_{\text{пл}} - V_{\text{п.р}}) \cdot (1 - d_{\text{з.м}}), \quad (6.2)$$

де $V_{\text{пл}}$ — планована сума виторгу від реалізації продукції (робіт, послуг); $V_{\text{п.р}}$ — виторг, що забезпечує досягнення безбитковості, тобто “пори́г” рентабельності; $(V_{\text{пл}} - V_{\text{п.р}})$ — “запас фінансової міцності” підприємства; $d_{\text{з.м}}$ — частка змінних витрат у виторгі.

3. Планування на основі запланованого обсягу реалізації продукції і рівня рентабельності реалізації продажу, який визначають розрахунково-аналітичним методом шляхом коригування показника рентабельності за звітний період з урахуванням змін, що прогнозуються у плановому періоді. Плановий прибуток у цьому разі розраховують так:

$$Pr_{\text{пл}} = V_{\text{пл}} \cdot \frac{P_{\text{пл}}}{100}, \quad (6.3)$$

де $V_{\text{пл}}$ — запланований виторг від реалізації продукції, грн.; $P_{\text{пл}}$ — рівень рентабельності реалізації продажу в плановому періоді, у %.

4. Метод планування на основі формування цільового розміру прибутку можна вважати нетрадиційним, оскільки на відміну від попередніх, початковим етапом у процесі планування стає не прогнозування виторгу від реалізації, а визначення кінцевого фінансового результату діяльності підприємства, тобто чистого прибутку. Планування здійснюється у зворотному порядку: спочатку розраховується скільки коштів потребує підприємство для формування грошових фондів за рахунок чистого прибутку, тобто прогнозується розмір фондів, які фінансуються за рахунок чистого прибутку (фонд розвитку, фонд матеріального заохочення, дивідендний фонд), а потім визначається їх сума, що і становить плановий чистий прибуток. Для обчислення всієї суми прибутку додається сума податку на прибуток. Отже, базовим елементом планування є не виторг від реалізації, а чистий прибуток як бажаний результат (мета) діяльності. Однак наступні розрахунки виторгу, собівартості та інших фінансових показників можуть виявити, що нереально досягти бажаного результату в плановому періоді.

Використання елементів операційного аналізу в управлінні формуванням прибутку

Як уже зазначалося, безпосередніми об'єктами управління формуванням прибутку є доходи і витрати; відповідно, отримання бажаного розміру прибутку від реалізації продукції залежить від трьох складових — витрат на виробництво і реалізацію продукції, ціни одиниці кожного виду продукції й обсягу реалізації продукції. Як необхідно впливати на них, щоб збільшити прибуток, визначається в процесі операційного аналізу, який називають аналіз “витрати–обсяг–прибуток” (“Costs-Volume-Profit”), розкриваючи тим самим його сутність — дослідження залежності між витратами, обсягом реалізації, ціною і прибутком підприємства. Операційний аналіз показує можливість максимізації прибутку шляхом вибору найвигідніших сполучень змінних витрат на одиницю продукції, умовно-постійних витрат, ціни й обсягу реалізації. В основу операційного аналізу покладено поділ витрат на змінні (пропорційні) і умовно-постійні (непропорційні).

Змінні витрати — це витрати, що змінюються пропорційно обсягу виробництва (витрати на сировину, матеріали, електроенергію і паливо, технологічні, відрядна заробітна плата робітників та інші прямі витрати).

Умовно-постійні витрати — не змінюються чи суттєво не змінюються при зміні обсягу виробництва продукції. До умовно-постійних витрат належать амортизаційні відрахування, відсотки за кредит, орендна плата, управлінські витрати, погодинна заробітна плата, витрати на рекламу, представницькі витрати тощо.

Деякі елементи витрат складаються з постійної і змінної частин (поштово-телеграфні витрати, плата за електроенергію, витрати на оплату праці, витрати на поточний ремонт устаткування та ін.) і називаються змішаними.

У табл. 6.1 відображено вплив на змінні й умовно-постійні витрати зростання і зниження обсягу реалізації продукції [26, 175].

Вплив змін обсягу виробництва (реалізації) продукції на змінні й умовно-постійні витрати

№ пор.	Обсяг виробництва (реалізації)	Змінні витрати		Умовно-постійні витрати	
		сумарні	на одиницю продукції (питомі)	сумарні	на одиницю продукції (питомі)
1	Збільшується	Збільшуються	Не змінюються	Не змінюються	Зменшуються
2	Зменшується	Зменшуються	Не змінюються	Не змінюються	Збільшуються

Через наявність умовно-постійних витрат підприємство, реалізуючи кожну одиницю продукції (робіт, послуг) із прибутком, що закладений в ціні, буде залишатися збитковим доки не досягне певного обсягу реалізації продукції, вище якого покриє всі умовно-постійні витрати.

Операційний аналіз називають також аналізом беззбитковості, оскільки він потребує розрахунку суми вибутку від реалізації чи обсягу реалізації (у кількісному вимірі), за яких забезпечується покриття усіх витрат — змінних й умовно-постійних (тобто беззбитковість підприємства), але прибуток ще дорівнює нулю.

Вибуток (чи обсяг реалізації продукції у натуральному вираженні), що забезпечує повне покриття усіх витрат (змінних й умовно-постійних) і нульовий вибуток, називають порізом: точка нульового вибутку або точка беззбитковості, або “пори́г” рентабельності.

Цей показник можна визначити графічно (див. рис. 6.1) (графіки беззбитковості наведені в багатьох підручниках із фінансового менеджменту) чи за формулою:

$$\text{“Пори́г” рентабельності} = \frac{\text{Умовно-постійні витрати}}{1 - \text{Частка змінних витрат у вибутку}} \cdot (6.4)$$

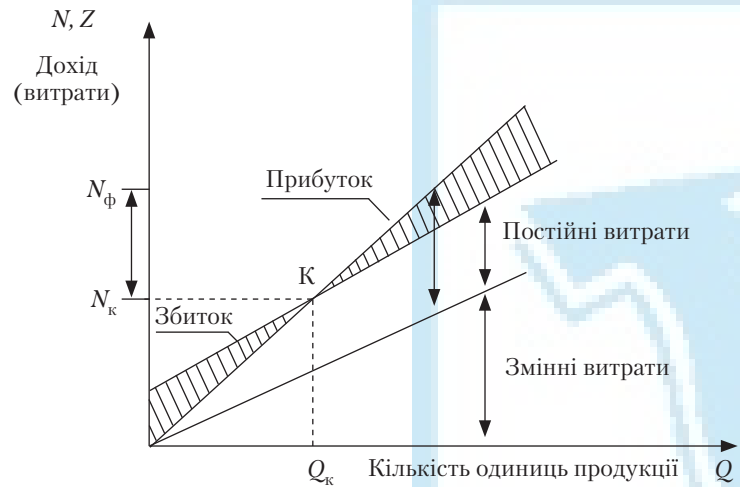


Рис. 6.1. Графік взаємозв'язку показників обсягу виробництва, витрат і прибутку:

N — обсяг виробництва продукції у вартісному виразі;
 Z — повна собівартість продукції (витрати на виробництво);
 K — точка беззбитковості;
 Q_k — “порогова” (критична) кількість одиниць продукції;
 N_k — “порогова” (критична) сума доходу (виторгу);
 N_f — фактичний обсяг доходу (виторгу);
 $N_f - N_k$ — “запас” фінансової міцності (різниця між фактичною сумою виторгу і “пороговою”).

За формулою (6.4) розраховується “порогова” сума виторгу від реалізації. Обсяг реалізації (у натуральному вимірі), що відповідає “пороговій” сумі виторгу, можна визначити наступним чином:

$$\text{“Пороговий” обсяг реалізації (кількість)} = \frac{\text{Умовно-постійні витрати підприємства}}{\text{Ціна одиниці продукції} - \text{Змінні витрати на одиницю продукції}} \cdot (6.5)$$

При виробництві кількох видів продукції “порогова” кількість кожного виду розраховується так:

$$\text{“Порогова” кількість продукції} = \frac{\text{Всі умовно-постійні витрати підприємства} \cdot \text{Питома вага продукції “А” в загальному виторзі від реалізації}}{\text{Ціна одиниці продукції “А”} - \text{Змінні витрати на одиницю продукції “А”}} \cdot (6.6)$$

Із графіка (рис. 6.1) видно, що обсяг доходу, який відображено понад загальною сумою витрат (змінні витрати плюс постійні), тобто вище точки беззбитковості, є прибутком.

На точку беззбитковості та величину прибутку значною мірою впливає підвищення або зниження ціни одиниці продукції. Аналіз впливу цін і цінова політика мають бути спрямовані на забезпечення необхідного прибутку (основні підходи до визначення ціни і розроблення напрямів цінової політики висвітлено в підрозділі 6.3).

Отже, аналіз беззбитковості дає змогу визначити:

- обсяг продажу, який забезпечує покриття витрат і отримання необхідного прибутку;
- залежність величини прибутку підприємства від змін ціни реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), змінних та постійних витрат;
- значення кожного виду продукції в покритті загальних витрат.

Точка беззбитковості дає змогу розрахувати “запас фінансової міцності” (резерв безпеки), що є одним із показників ризику. Чим менше значення резерву безпеки, тим вищий ризик у підприємства опинитись у зоні збитків.

Підприємство починає отримувати прибуток, коли фактичний виторг перевищить “пороговий”. Що більше це перевищення, то більше “запас фінансової міцності” (резерв безпеки) підприємства і більше сума прибутку. “Запас фінансової міцності” — це різниця між фактичною (чи плановою) сумою

виторгу від реалізації і “порогом рентабельності”. В підрозділі 6.1 розглянуто метод планування прибутку, який ґрунтується на визначенні “порогу” рентабельності та “запасу фінансової міцності” (формула 6.2). Чим вище “поріг” рентабельності, тим складніше його перевищити. Досягти його зниження можна різними шляхами — підвищуючи ціну, обсяг реалізації, знижуючи змінні й умовно-постійні витрати. Користуючись операційним аналізом фінансові менеджери вишукують найвигідніші сполучення змінних і умовно-постійних витрат, цін та обсягів реалізації. Наприклад, іноді краще знизити ціну і за рахунок цього підвищити кількість реалізованої продукції, іноді доцільно збільшити деякі статті умовно-постійних витрат (наприклад, витрати на рекламу) і за рахунок цього збільшити реалізацію. Можна обрати й інші варіанти.

В операційному аналізі використовують розрахунок проміжного фінансового результату діяльності підприємства, що є результатом від реалізації після відшкодування змінних витрат. Цей показник називають валовою маржею чи маржинальним доходом, він розраховується як різниця між виторгом і змінними витратами.

Отже, валова маржа — джерело отримання прибутку і покриття постійних витрат. Завдання фінансових менеджерів — збільшення валової маржі. Найкращий варіант — це сполучення низьких умовно-постійних витрат з високою валовою маржею.

Слід враховувати так званий ефект операційного важеля, який пов’язаний з наявністю умовно-постійних витрат і виявляється в тому, що будь-яка зміна виторгу від реалізації завжди призводить до більшої зміни прибутку.

Темпи зміни прибутку при зміні виторгу тим більші, чим вище частка умовно-постійних витрат. Тобто підприємство з більшою часткою умовно-постійних витрат при збільшенні виторгу матиме більший приріст прибутку, але зі зниженням виторгу буде спостерігатись і різке зниження прибутку, яке набагато перевищить темпи зменшення виторгу, таке підприємство може швидко стати збитковим.

“Сила впливу операційного важеля” або рівень операційного важеля ($P_{o.v}$) показує, на скільки відсотків зміниться прибуток при зміні виторгу на 1 %.

Розраховують цей показник за формулою:

$$P_{o.v} = \frac{\text{Валова маржа}}{\text{Прибуток (ЕВІТ)}} \quad (6.7)$$

Слід зауважити, що у формулі (6.7) використовують показник прибутку до вирахування процентів за кредит та податку (ЕВІТ).

Приклад. Визначити:

1. “Поріг” рентабельності та “запас” фінансової міцності.
2. Силу впливу операційного важеля.
3. Як зберегти прибуток при скороченні виторгу на 10 %.

Вихідні дані:

- виторг від реалізації = 16000 тис. грн;
- змінні витрати = 10000 тис. грн (0,625 — частка змінних витрат у виторгу);
- валова маржа = 6000 тис. грн (0,375 — коефіцієнт валової маржі);
- умовно-постійні витрати = 4000 тис. грн;
- прибуток = 2000 тис. грн.

Розв’язок.

1. Визначаємо “поріг” рентабельності за формулою (6.4) і “запас” фінансової міцності:

“Поріг” рентабельності = $4000 : 0,375 = 10667$ тис. грн.

“Запас” фінансової міцності = $16000 - 10667 = 5333$ тис. грн.

2. Визначаємо силу впливу операційного важеля за формулою (6.7):

$P_{o.v} = \frac{6000}{2000} = 3$. Отже, при скороченні виторгу на 10 %

прибуток скоротиться на 30 % ($10 \% \cdot 3$).

3. Визначаємо на скільки треба знизити силу впливу операційного важеля й умовно-постійні витрати, щоб зберегти прибуток 2000 тис. грн при зниженні виторгу до 14400 тис. грн (на 10 %):

$$P_{o.v} = \frac{14400 \cdot 0,375}{2000} = \frac{5400}{2000} = 2,7.$$

Тобто умовно-постійні витрати треба скоротити на 600 тис. грн, до 3400 тис. грн (5400 – 2000), що буде відповідати силі впливу операційного важеля 2,7.

Велику питому вагу умовно-постійних витрат, звичайно, мають потужні виробничі комплекси з великою кількістю обслуговуючих структурних підрозділів, складною структурою управління, великим штатом постійних працівників з погодинною оплатою. При зниженні витрат вони швидко зіштовхуються з неможливістю покривати умовно-постійні витрати, а зменшити їх не так-то легко, часто вимагаються великі структурні перетворення, дуже болісні не тільки в організаційному, а й у соціальному плані, оскільки зазвичай потребують істотного скорочення персоналу.

Тому перед фінансовими менеджерами стоїть завдання постійного контролю за “запасами фінансової міцності” підприємства, знаходження шляхів зменшення витрат, проведення гнучкої цінової політики, яка сприятиме збільшенню обсягу реалізації продукції. Наприклад, якщо підприємство вже досягло “порогового” обсягу реалізації, воно може широко використовувати систему знижок, оскільки діє правило: після покриття умовно-постійних витрат, прибуток приносить реалізація продукції за будь-якою ціною, яка перевищує змінні витрати. Проілюструємо це на прикладі.

Приклад. Підприємство виготовляє запчастини до автомобілів і реалізує їх за ціною 10 грн за штуку. Змінні витрати – 3,6 грн. За квартал реалізують 250000 шт. Постійні витрати – 975000 грн. “Поріг” рентабельності перевищено. Надходить комерційна пропозиція виготовити і продати ще 20000 шт. за ціною 5,25 грн.

При виконанні цього замовлення будуть збільшені тільки змінні витрати:

$$3,6 \cdot 20000 = 72000 \text{ грн. Постійні витрати не зміняться.}$$

Чи варто прийняти пропозицію?

Розв’язок. Якщо прийняти пропозицію, то виторг збільшиться на: $5,25 \cdot 20000 = 105000$ грн. Отже, прибуток збільшиться на 33000 грн. ($105000 - 72000$). Тобто підприємству вигідно продати додатково виготовлену продукцію, хоча ціна – 5,25 грн нижче повної собівартості однієї запчастини.

Розрахунок повної собівартості:

Сумарні змінні витрати складають: $3,6 \cdot 250000 = 900000$ грн.

Постійні витрати – 975000 грн.

Повна собівартість – 1875000 грн. Повна собівартість 1 шт. –

$$\frac{1875000}{250000} = 7,5 \text{ грн.}$$

Тобто, якщо “поріг” рентабельності перевищено, прибуток підприємства збільшується при реалізації продукції за будь-якою ціною, яка більше змінних витрат.

6.3

Визначення ціни продукції та розробка напрямів цінової політики

У країнах з розвинутою ринковою економікою для визначення базової ціни продукції поширені методи визначення ціни на базі скорочених витрат, це – метод маржинальних витрат і метод прямих витрат, вони ґрунтуються на поділі витрат на змінні та умовно-постійні.

Сутність методу маржинальних витрат полягає в тому, що до змінних витрат на одиницю продукції додається сума (відсоток) валової маржі, яка покриває умовно-постійні витрати і забезпечує достатню норму прибутку. Метод прямих витрат заснований на тому, що розраховується виробнича собівартість, яка містить прямі витрати та накладні витрати, пов’язані з виробництвом даного виду продукції. Збутові й адміністративні витрати у виробничу собівартість не включаються, а до неї додається певна надбавка, за рахунок якої треба покрити ці витрати та отримати прибуток.

З розвитком ринкових відносин в Україні ці методи починають застосовувати вітчизняні підприємства. Для встановлення

ціни можна використовувати також методи рентабельності інвестицій і маркетингових оцінок.

Метод рентабельності інвестицій — характеризується тим, що до сумарних витрат на одиницю продукції додається сума відсотків за кредит, у такий спосіб враховується платність фінансових ресурсів і в ціну закладається норма прибутку не нижче вартості позикових засобів. Однак в умовах високої інфляції та завищених процентних ставок за кредит цей метод використовувати важко.

Методи маркетингових оцінок (оцінка реакції покупця, установлення подібної ціни, проведення конкурсу пропозицій покупців, тендерний метод) орієнтовані не на кількісне оцінювання витрат підприємства і норму прибутку, а на довільне встановлення цін, тому їх використовують в окремих випадках.

В Україні до переходу до ринкових відносин установлювалися державні ціни, основним методом їх визначення був *метод повних витрат* (традиційно він і нині є найпоширенішим). Цей метод припускає, що до повної суми усіх витрат на одиницю продукції додають певну суму, яка відповідає плановій нормі прибутку (рентабельності продукції). Розрахована цим методом ціна забезпечує повне покриття усіх витрат і отримання запланованого прибутку. Однак при цьому не стимулюється зниження витрат і підвищення конкурентоспроможності продукції, не враховується еластичність попиту. Якщо попит знизиться, обсяг реалізації може виявитись недостатнім для прибуткової діяльності підприємства загалом.

Варіацією методу повних витрат є метод вартості виготовлення — до повної суми витрат (на одиницю продукції) на покупні сировину, матеріали, вузли, напівфабрикати, додають суму (відсоток), що відповідає сумі доданої вартості, створюваної підприємством. Цей метод дає можливість врахувати власний внесок підприємства у формування вартості продукції.

Зазначені методи визначення базової ціни продукції (роботи, послуги) можуть застосовуватись кожен окремо чи в різних комбінаціях один з одним.

Розроблення напрямів цінової політики і встановлення ціни на конкретну продукцію (роботи, послуги) відноситься до спільних функцій маркетингової та фінансової служб. При цьому основні завдання фахівців з маркетингу — вивчення ринку, еластичності попиту на продукцію, що виробляє підприємство, аналіз цін конкурентів, проведення маркетингової політики, регулювання маркетингової складової ціни (використання системи знижок, надбавок), контроль за реалізацією. До основних завдань фінансових менеджерів у галузі цінової політики відноситься визначення базової ціни, встановлення динаміки валових витрат залежно від обсягу виробництва, визначення такої ціни й обсягу реалізації продукції, за яких підприємство може отримати максимальний прибуток, а також розрахунки впливу на фінансовий результат пропозицій різних служб (виробничої, маркетингової, постачальницької та ін.) про збільшення чи зменшення тих чи інших видів витрат з метою нарощування виробництва і збуту продукції.

При прийнятті цінових та інших фінансових рішень, а також для обґрунтування необхідності збільшення витрат на маркетинг, фінансові менеджери використовують дані маркетингових досліджень, аналізують інформацію про вплив маркетингової політики на динаміку попиту на продукцію підприємства. Вони визначають доцільність варіантів зміни ціни продукції, витрат на рекламу, на просування її до споживача та інші маркетингові заходи для збільшення виторгу від реалізації і прибутку. При цьому враховується можливість більш сильної чи слабкої зміни обсягу попиту у зв'язку зі зміною ціни, тобто еластичність попиту від ціни.

Еластичність попиту від ціни — це міра відносного ($y\%$) зміни обсягу попиту на продукцію при зміні ціни. Якщо попит еластичний, то при підвищенні ціни він падає, виторг від реалізації зменшується, а підприємство може втратити значну частину чи навіть весь прибуток. І, навпаки, якщо попит нееластичний, при підвищенні ціни він майже не змінюється, а виторг від реалізації і прибуток — збільшуються.

Для вибору варіантів зміни ціни керуються наступними правилами:

- при еластичності попиту більше одиниці (попит еластичний) зміна ціни на 1 % дає більш як 1 % зміни обсягу збуту. Отже, зниження ціни викликає такий ріст величини попиту, що загальний виторг зростає;
- якщо величина еластичності попиту дорівнює одиниці, то кожен відсоток зміни ціни приносить 1 % зміни обсягу збуту;
- у разі, якщо еластичність попиту менше ніж одиниця (попит нееластичний), то зміна ціни на 1 % дає менш як 1 % зміни обсягу збуту. Тому зниження ціни не викликає такого підвищення попиту, яке може компенсувати падіння виторгу.

Для максимізації прибутку фінансові менеджери використовують варіантні розрахунки прибутку за різних цін і обсягів виробництва та визначають оптимальний обсяг виробництва і ціну, що забезпечують найбільший прибуток.

Випуск кожної додаткової одиниці продукції викликає приріст загальної виручки (доходу) на певну величину, що називається граничним доходом, а також збільшення валових (сумарних) витрат на величину, що називається граничними витратами. Доки граничний дохід більше граничних витрат, прибуток зростає; якщо граничний дохід менший граничних витрат, прибуток підприємства починає зменшуватись. При цьому треба пам'ятати, що найбільший прибуток підприємству забезпечує обсяг випуску продукції і ціна, за яких граничні витрати дорівнюють чи максимально наближаються до граничного доходу.

6.4 Вибір дивідендної політики

Одним із завдань управління прибутком, як зазначено в підрозділі 6.1, є забезпечення оптимального співвідношення між виплатою дивідендів (тобто спрямуванням чистого прибутку на споживання) і реінвестуванням чистого прибутку (тобто нагромадженням).

Чистий прибуток розподіляється за рішенням власників підприємства. За поданням менеджерів на початку року власники затверджують плановий кошторис розподілу прибутку (див. табл. 11.4).

У функції фінансового менеджера входить розроблення й обґрунтування пропозицій щодо розподілу чистого прибутку і формування грошових фондів підприємства. Ключовим питанням є ув'язування дивідендної й інвестиційної політики та забезпечення оптимальних пропорцій між нагромадженням і споживанням прибутку.

Особливо багато уваги приділяється дивідендній політиці в публічних акціонерних товариствах, оскільки менеджери повинні піклуватися не тільки про раціональний розподіл прибутку на нагромадження і споживання, а й про те, як відреагує фондовий ринок на підвищення чи на зниження дивідендів. Інформація про дивідендну політику публічних АТ публікується у фінансовій пресі та відслідковується учасниками фондового ринку, всіма зацікавленими особами.

Розглянемо аналіз показників, що характеризують дивідендну політику акціонерного товариства:

1. Прибуток на акцію (EPS) показує скільки чистого прибутку (за вирахуванням дивідендів, що сплачуються за привілейованими акціями) припадає на одну просту акцію в обігу:

$$EPS = \frac{\text{Чистий прибуток} - \text{Дивіденди за привілейованими акціями}}{\text{Середня кількість простих акцій в обігу}}$$

2. Дивіденди на одну просту акцію:

$$\frac{\text{Дивідендний фонд}}{\text{Середня кількість простих акцій в обігу}}$$

3. Коефіцієнт “Ціна/Прибуток” (Price / Earnings ratio) відображає скільки інвестори готові сплачувати за кожну грошову одиницю прибутку АТ:

$$\frac{\text{Ринкова ціна акції}}{\text{Прибуток на акцію (EPS)}}$$

4. Дивідендна дохідність (Dividend yield) акції:

$$\frac{\text{Дивіденди на одну просту акцію}}{\text{Ринкова ціна акції}}$$

5. Коефіцієнт дивідендних виплат (Dividend payout):

$$\frac{\text{Дивіденди на одну просту акцію}}{\text{Прибуток на акцію}}$$

Щодо пропорцій розподілу чистого прибутку на реінвестування та виплату дивідендів сформувалось два протилежні наукові підходи. З одного боку — це теорія “нарахування дивідендів за залишковим принципом” (розроблена американськими вченими Ф. Модільяні та М. Міллером, звідси скорочена назва — теорія “ММ”), з другого — так звана теорія “синиці в руці” (розробник — американський учений М. Гордон).

Ф. Модільяні та М. Міллер висунули ідею про те, що розмір дивідендів не впливає на зміну сукупного багатства акціонерів, акціонери віддають перевагу стабільності дивідендів, а не отриманню надвисоких доходів.

Дивіденди треба виплачувати тоді, коли за рахунок прибутку профінансовані всі прийнятні інвестиційні проекти, оскільки сума сплачених дивідендів приблизно дорівнює сумі витрат, які буде нести АТ у разі залучення додаткових джерел фінансування івестицій. Отже, вчені пропонують віддавати пріоритет інвестиційній політиці, а дивіденди нарахувувати за залишковим принципом.

М. Гордон висунув протилежну ідею про те, що дивідендна політика впливає на розмір сукупного багатства акціонерів. Поточні виплати дивідендів зменшують невизначеність інвесторів щодо купівлі акцій даного АТ, тим самим їх задовольняє менша норма дохідності на вкладений капітал, відповідно підвищується ринкова оцінка акціонерного капіталу. Якщо диві-

денди не сплачуються, невизначеність зростає, також зростає прийнятна для акціонерів норма дохідності, відповідно зменшується ринкова оцінка акціонерного капіталу. Виходячи з теорії М. Гордона, інвестори обирають мінімізацію ризику, тому завжди віддають перевагу поточним дивідендам (“синиці в руці”) порівняно зі збільшенням їх і можливим приростом акціонерного капіталу, але в майбутньому.

На практиці багато зарубіжних компаній схиляється до дивідендної політики, яку можна назвати компромісною. Мається на увазі компроміс між фінансуванням інвестицій, задоволенням очікувань акціонерів, щодо поточних виплат доходів і стабільністю структури капіталу. Компромісна дивідендна політика спрямована на досягнення таких цілей, як реалізація інвестиційних можливостей компанії (намагання профінансувати проекти з позитивним значенням NPV); підтримання оптимального співвідношення між боргом і акціонерним капіталом, а також підтримання запланованого рівня дивідендних виплат; уникнення скорочення суми дивідендів і необхідності випускати нові акції.

Визначаючи дивідендну політику, менеджери мають скласти прогноз щодо приросту майбутніх доходів, оцінити чутливість доходів АТ до коливань ділової активності, звернути увагу на те, який прибуток на акцію та коефіцієнти виплати дивідендів мають інші АТ.

Для визначення розмірів дивідендного фонду існує кілька підходів:

- постійних виплат, коли АТ платить дивіденди, що дорівнюють постійному відсотку його прибутку;
- регулярних дивідендів, що полягає у виплаті регулярних, стійких дивідендів;
- поступового збільшення дивідендів;
- екстра-дивіденду, коли АТ поділяють дивіденди на дві частини: регулярні й екстра-дивіденди, які виплачують за сприятливих обставин;
- виплата дивідендів акціями.

Вирішуючи питання про дивіденди, менеджери піклуються про забезпечення акціонерів “справедливим “рівнем дивідендів. У багатьох зарубіжних АТ дотримуються довгострокового планового коефіцієнта дивідендних виплат. Проте, якщо б вони просто використовували запланований постійний коефіцієнт виплати щодо прибутку кожного року, розмір дивідендів істотно змінювався б з року в рік. Тому менеджери намагаються зменшити коливання дивідендів, лише частково дотримуючись запланованого коефіцієнта виплат.

Стабільність дивідендних виплат забезпечують, виплачуючи регулярні та додаткові дивіденди. Встановлюються регулярні дивіденди, як відносно невелика частка постійного прибутку, щоб їх було легко підтримувати. За періоди, в яких спостерігається збільшення прибутку, сплачуються додаткові дивіденди (екстра-дивіденди).

Іноді зарубіжні АТ звертаються до такої форми, як виплата дивідендів акціями. Акціонери отримують додатковий пакет акцій, а прибуток залишається в компанії; при цьому статутний капітал збільшується на суму дивідендів сплачених акціями. Оскільки збільшується кількість акцій в обігу, прибуток на кожну акцію зменшується, теоретично ринкова ціна акцій також повинна знизитись. Практично, це залежить від розміру дивідендів, що сплачуються акціями. Невеликі дивіденди у формі акцій — коли кількість акцій в обігу зростає не більше ніж на 20 %, практично не впливають на ціну акції. Це вигідно акціонерам: якщо вони хочуть отримати готівку, вони продадуть акції та компенсують несплату дивідендів грошима. Дивіденди у формі акцій у розмірі понад 20 % або 25 % називаються великим дивідендом; на таку ситуацію ринок може відреагувати зниженням ринкової ціни внаслідок збільшення кількості акцій компанії в обігу.

Причини, що спонукають компанії сплачувати дивіденди акціями: нестача готівки, коли настає час сплачувати дивіденди; необхідність реінвестування прибутку для розвитку компанії; бажання змінити структуру джерел капіталу; бажання заохотити премією у формі акцій менеджерів, що успішно працюють.

Багато зарубіжних компаній застосовують схеми автоматичного реінвестування дивідендів (ADRP), тим самим надаючи акціонерам вибір — чи отримати дивіденди грошима, чи реінвестувати їх і отримати додаткові акції компанії. Загальні схеми ADRP доволі стандартні. Один із варіантів передбачає використання трастового відділення банку. В цьому випадку корпорація надсилає дивіденди безпосередньо в трастове відділення банку, яке веде рахунки акціонерів, які беруть участь у схемі автоматичного реінвестування. Трастове відділення заковує акції на вторинному ринку і записує їх на рахунок учасника схеми (за мінусом комісійних та накладних витрат). Якщо корпорація сама виконує ці послуги, то вона чи емітує нові акції, чи заковує їх на вторинному ринку і розподіляє серед учасників схеми.

Для корпорації головною перевагою схеми автоматичного реінвестування є те, що вона або отримує постійне джерело нового акціонерного капіталу, або підтримує попит на акції на вторинному ринку. Для акціонера перевагою такої схеми є те, що він отримує можливість одразу інвестувати дивіденди і, таким чином, збільшувати власний капітал. Проте участь в ADRP знижує здатність акціонерів до диверсифікації своїх портфелів цінних паперів, що є недоліком цієї схеми.

Відзначимо, що відповідно до Закону України “Про акціонерні товариства”, вітчизняні АТ повинні сплачувати дивіденди виключно грошима.

Періодичність виплати дивідендів регулюється законодавством країни. В українському законодавстві передбачено, що дивіденди виплачуються з чистого прибутку звітного року та/або нерозподіленого прибутку минулих років за рішенням загальних зборів АТ не пізніше ніж через 6 місяців після закінчення звітного року. Наглядова рада встановлює дату складення переліку осіб, які мають право на отримання дивідендів. Якщо акціонер продає свої акції після дати складення зазначеного переліку, але раніше дати виплати дивідендів, за ним залишається право на отримання їх.

У більшості країн застосовується наступна стандартна процедура виплати дивідендів:

1. *Оголошення дивідендів* — день, коли рада директорів ухвалює рішення щодо виплати дивідендів. Оголошується розмір дивідендів, дата перепису акціонерів і дата виплати. Багато компаній публікують ці дані в пресі.

2. *Призначення ексдивідендної дати* — тобто без дивідендів. Особа, що купила акції до цієї дати, має право на дивіденди за звітний рік, а якщо акції купуються у цей день чи пізніше — немає такого права. Зазвичай ексдивідендна дата — це кілька днів (4–5) до дня перепису акціонерів. Відзначено, що в день ексдивідендної дати ціна акції може знизитись приблизно на величину оголошеного до виплати дивіденду.

3. *Перепис акціонерів* — це день реєстрації акціонерів, які мають право на отримання оголошених дивідендів

4. *Виплата* — день, коли здійснюється виплата дивідендів, зазвичай через 2–4 тижні після перепису акціонерів.

■ Для повторення

Основні терміни і поняття: методи планування прибутку від реалізації продукції; операційний аналіз; змінні (пропорційні) витрати; умовно-постійні (непропорційні) витрати; “поріг” рентабельності (точка беззбитковості); “запас фінансової міцності”; валова маржа; сила впливу операційного важеля; методи визначення базової ціни; цінова політика; еластичність попиту; розподіл прибутку на нагромадження та споживання; дивідендна політика; теорія “нарахування дивідендів за залишковим принципом”; теорія “синиці в руці”.

■ Висновки

1. Модель управління прибутком підприємства складається з трьох взаємопов’язаних функціонально-організаційних блоків, а саме:

- 1) управління доходами;
- 2) управління витратами;
- 3) управління розподілом прибутку.

2. Управління формуванням прибутку розпочинається з планування прибутку від реалізації продукції. Існує кілька

методів визначення цього показника: на основі попереднього розрахунку планового виторгу і собівартості реалізованої продукції; попереднього розрахунку планового обсягу реалізації та показників “порогу рентабельності” і “запасу фінансової міцності”; запланованого рівня рентабельності реалізації продукції і планового виторгу від реалізації; планування, виходячи з цільового розміру прибутку.

3. Прибуток залежить від трьох складових — витрат на виробництво і реалізацію продукції, ціни одиниці кожного виду продукції й обсягу реалізації продукції. Як треба впливати на них, щоб збільшити прибуток, визначається у процесі операційного аналізу, який називають аналіз “витрати–обсяг–прибуток” (“Costs-Volume-Profit”). Операційний аналіз відображає можливості максимізації прибутку шляхом вибору найвигідніших сполучень змінних витрат на одиницю продукції, умовно-постійних витрат, ціни й обсягу реалізації.

3. Операційний аналіз ґрунтується на поділі витрат на змінні та умовно-постійні. В процесі операційного аналізу визначають: проміжний фінансовий результат — валову маржу (різниця між виторгом і змінними витратами), “поріг рентабельності” (точку беззбитковості), “запас фінансової міцності”, а також ефект операційного важеля, який виявляється в тому, що будь-які зміни виторгу від реалізації тягнуть за собою більш сильні зміни прибутку. Сила впливу операційного важеля показує на скільки процентів змінюється прибуток при зміні виторгу на 1 %.

4. Визначення “порогу рентабельності” (точки беззбитковості) дає змогу проводити гнучку цінову політику, адже після досягнення точки беззбитковості додатковий прибуток приносить реалізація продукції за будь-якою ціною, що перевищує змінні витрати.

5. До основних завдань фінансових менеджерів при розробці цінової політики належить визначення базової ціни продукції, встановлення динаміки валових витрат залежно від зміни обсягів виробництва продукції, визначення такої ціни і обсягу реалізації певного виду продукції, за яких підприємство може отримати найбільший прибуток.

УПРАВЛІННЯ ОБОРОТНИМИ АКТИВАМИ

6. Щодо пропорцій розподілу чистого прибутку на реінвестування та виплату дивідендів сформувалося два протилежні наукові підходи. З одного боку — це теорія “нарахування дивідендів за залишковим принципом” (розроблена американськими вченими Ф. Модільяні та М. Міллером, звідси скорочена назва — теорія “ММ”), з другого — так звана теорія “синиці в руці” (розробник — американський учений М. Гордон).

7. У практиці зарубіжних корпорацій поширена компромісна дивідендна політика, яка має на меті реалізацію інвестиційних можливостей компанії (забезпечення фінансуванням інвестиційних проектів з додатним значенням NPV), підтримання оптимального співвідношення (з точки зору мінімізації WACC і забезпечення платоспроможності) між позиковим і акціонерним капіталом, підтримання довіри акціонерів виплатою стабільних дивідендів і уникнення необхідності випускати нові акції.

Контрольні питання і завдання

1. Які основні завдання управління прибутком підприємства?
2. Які методи застосовують для визначення планового прибутку?
3. Як визначити “поріг рентабельності”, валову маржу, “запас фінансової міцності”, силу впливу операційного важеля?
4. Які методи застосовують для визначення базової ціни продукції?
5. Як враховують еластичність попиту при плануванні зміни ціни продукції?
6. Як обирається найкраще сполучення ціни і обсягу виробництва, що забезпечує найбільший прибуток?
7. Які існують теорії дивідендної політики і як практично менеджери підходять до визначення дивідендної політики корпорації?
8. Чому більшість зарубіжних компаній схильні до компромісної дивідендної політики, в чому виявляється цей компроміс?

Література [2; 7; 8; 10; 13; 20; 23–28; 45]

7.1 Політика щодо фінансування оборотних активів

Основні завдання управління оборотним капіталом:

- забезпечення фінансовими ресурсами поточної діяльності підприємства;
- своєчасне здійснення поточних розрахунків;
- підтримання достатньої ліквідності підприємства;
- підвищення ефективності використання оборотних коштів.

Для розв’язання завдань управління оборотним капіталом менеджери повинні обрати раціональну політику фінансування оборотних активів, контролювати її здійснення, своєчасно змінювати політику фінансування поточних потреб у разі зміни зовнішніх чи внутрішніх умов господарювання.

Стрижнем політики фінансування оборотних активів є визначення оптимального для підприємства розміру чистого оборотного капіталу чи “робочого капіталу”, якщо використовувати англійський термін “working capital”.

Чистий оборотний капітал — різниця між оборотними активами підприємства і його поточними (короткостроковими) зобов’язаннями — це частина оборотних активів, яка фінансується за рахунок довгострокових джерел фінансування (власного капіталу і довгострокових зобов’язань). Власне, якщо дати визначення, що розуміється під політикою фінансування оборотних активів, то це — підтримання на певному рівні розміру власного оборотного капіталу, тобто перевищення суми оборотних активів над сумою поточних зобов’язань, що визначає підтримання певного рівня ліквідності підприємства.

Тож, обираючи ту чи іншу політику фінансування оборотних активів, менеджери можуть збільшити або зменшити ри-

зик втрати підприємством ліквідності. Слід враховувати, що фінансове положення підприємства може погіршитись не тільки внаслідок нестачі, а й унаслідок постійного надлишку власного оборотного капіталу.

Нестача власного оборотного капіталу може спричинюватися збитками у виробничо-господарській діяльності, зростанням безнадійної дебіторської заборгованості, придбанням дорогих основних фондів та ін. Значний надлишок власного оборотного капіталу означає неефективне використання фінансових ресурсів, уповільнення оборотності власних засобів, втрату можливостей отримання додаткових доходів від вигідних інвестицій. Перевищення власного оборотного капіталу над постійною поточною потребою в коштах найчастіше призводить до накопичення зайвих запасів товарно-матеріальних цінностей, відповідно погіршується структура оборотних активів у бік зростання частки менш ліквідних.

Фінансові менеджери мають розглянути різні варіанти фінансування оборотних активів і вибрати найприйнятніший з урахуванням специфіки діяльності підприємства і зовнішніх економічних умов.

У політиці фінансування оборотних активів можна виокремити наступні підходи:

- 1) уся потреба в оборотних активах фінансується за рахунок поточних зобов'язань (короткострокової заборгованості), тобто “робочий капітал” дорівнює нулю;
- 2) частина мінімально-необхідного розміру коштів у запасах фінансується за рахунок довгострокових джерел власного капіталу і довгострокових зобов'язань;
- 3) мінімально-необхідний розмір засобів у запасах фінансується за рахунок довгострокових джерел;
- 4) майже вся постійна потреба в оборотних активах фінансується за рахунок довгострокових джерел, тобто величина “робочого капіталу” підтримується в сумі мінімально-необхідного розміру коштів у запасах і більшої частини дебіторської заборгованості, що постійно перебуває на балансі підприємства;

5) уся постійна потреба в оборотних активах і середня величина (чи половина) змінної (сезонної) потреби фінансується за рахунок довгострокових джерел, тобто величина “робочого капіталу” істотно підвищується порівняно з попереднім підходом;

6) уся потреба в оборотних активах фінансується за рахунок довгострокових джерел.

Перераховані підходи представлені на рис. 8.1, де чітко видно як змінюється чистий оборотний капітал (“робочий капітал”) залежно від вибору політики фінансування оборотних активів.



Рис. 8.1. Підходи до фінансування потреби в оборотних активах

Найприйнятнішими підходами в управлінні оборотним капіталом варто вважати 3-й і 4-й. При 3-му підході не створюється надлишок власного оборотного капіталу, тому що фінансові менеджери досягають вигідного балансу між дебіторською і кредиторською заборгованістю, уся дебіторська заборгованість, що постійно перебуває на балансі, фінансується за рахунок

нок кредиторської заборгованості, яка постійно є у підприємства.

При 4-му підході низький ризик втрати ліквідності, але періодично виникає надлишок власного оборотного капіталу. За рахунок кредиторської заборгованості фінансується менша частина дебіторської заборгованості.

5-й підхід означає, що ризик втрати ліквідності ще нижче, але протягом року може з'явитися істотний надлишок власного оборотного капіталу. Потрібно оперативнo керувати ним, контролювати, щоб кошти не відволікалися в придбання непотрібних запасів.

6-й підхід можливий тільки теоретично, оскільки реально у підприємства завжди є якась сума поточних зобов'язань.

1-й підхід є агресивним і доволі ризикованим для ліквідності. По суті він означає відсутність власних оборотних активів. Періодично його використовують окремі підприємства, які практично не мають виробничого циклу, наприклад торговельні. У них кредиторська заборгованість за придбані запаси товарів прирівнюється до власних джерел фінансування.

2-й підхід також досить ризикований з погляду можливості втратити ліквідність, він припускає, що компанія може постійно поновлювати короткострокові кредити для фінансування оборотних активів. Якщо впевненості в залученні кредиту нема, такий підхід не слід обирати.

7.2 Методи визначення потреби в оборотних засобах

Потреба підприємства в оборотному капіталі складається з постійної величини та змінної (сезонної). Ключовим показником, що слугує основою визначення розміру власного оборотного капіталу, який мають підтримувати менеджери, є постійна потреба в оборотних засобах для забезпечення безперебійної виробничо-господарської діяльності.

Постійна потреба в оборотних засобах залежить від багатьох факторів, а саме: розмірів підприємства, темпів зростання обсягів виробництва продукції, галузевої специфіки,

матеріаломісткості виробництва, тривалості виробничого циклу. Така потреба складається з двох частин: мінімально-необхідного розміру засобів у всіх видах запасів (виробничих, незавершеному виробництві, запасах готової продукції і товарів для продажу) і середнього розміру засобів, які постійно перебувають у розрахунках з дебіторами за продукцію (товари, роботи, послуги).

Для визначення мінімально-необхідного розміру засобів у запасах використовують різні методи. Найточніший результат можна отримати методом прямого підрахунку. Він ґрунтується на обчисленні норми запасів (у днях) за всіма видами запасів. Так, за складськими виробничими запасами норма складається з часу перебування коштів у транспортному, поточному, страховому і підготовчому запасах:

- транспортний запас — час перебування матеріалів у до­розі;
- підготовчий (технологічний) запас — час приймання, розвантаження, сортування, складування і підготовки до виробництва;
- поточний запас — час перебування на складі у вигляді поточного запасу;
- страховий запас — час перебування на складі у вигляді гарантійного запасу.

Мінімально-необхідний розмір оборотних засобів у виробничих запасах розраховується множенням ододенної витрати того чи іншого запасу (сировина, матеріали, покупні напівфабрикати), що беруть з планового кошторису витрат на виробництво, на розраховану норму цього запасу в днях.

Тривалість перебування коштів у незавершеному виробництві (норма запасу в днях) залежить від тривалості технологічного циклу і коефіцієнта нарощування витрат. Технологічний цикл — це час від початку технологічних операцій до здачі готової продукції на склад. Для підприємств, що випускають кілька видів продукції, визначають середньозважену тривалість технологічного циклу по підприємству загалом.

Коефіцієнт нарощування витрат ($K_{н.в}$) характеризує рівень готовності продукції у складі незавершеного виробництва. Розраховується цей коефіцієнт як відношення собівартості незавершеного виробництва до планової собівартості виробу. Залежно від характеру нарощування витрат використовують різні формули для розрахунку цього коефіцієнта. При відносно рівномірному нарощуванні витрат у собівартості він визначається за формулою:

$$K_{н.в} = \frac{E + 0,5Z_n}{E + Z_n}, \quad (7.1)$$

де E — сума одночасних витрат на виробництво певного виду продукції на початку виробничого процесу; Z_n — сума всіх наступних витрат на виробництво певного виду продукції; 0,5 — поправочний коефіцієнт.

До одночасних витрат, які здійснюються одразу на початку технологічного циклу, належать в основному витрати сировини, основних матеріалів, напівфабрикатів. Інші витрати, які включаються у собівартість (заробітна плата, нарахування на заробітну плату, паливо, електроенергія, допоміжні матеріали тощо) нарощуються поступово протягом усього циклу.

При нерівномірному нарощуванні витрат для обчислення $K_{н.в}$ можна використовувати формулу:

$$K_{н.в} = \frac{\sum_{i=1}^n Z_i}{C \cdot T}, \quad (7.2)$$

де Z_i — витрати на i -й період часу наростаючим підсумком ($i = 1, 2, \dots, n$); C — планова собівартість виробу; T — тривалість технологічного циклу, днів.

Норму оборотних засобів у незавершеному виробництві визначають так:

$$H_{н.в} = T \cdot K_{н.в}, \quad (7.3)$$

де T — тривалість технологічного циклу; $K_{н.в}$ — коефіцієнт нарощування витрат.

Мінімально необхідний розмір оборотних засобів у незавершеному виробництві визначається множенням одноденного випуску продукції за виробничою собівартістю на норму оборотних засобів у днях, визначену за формулою (7.3).

Тривалість перебування засобів у запасах готової продукції (норма запасу в днях) залежить від часу виконання необхідних складських операцій: добирання за асортиментом, накопичення виробів до розмірів партії, яку необхідно відвантажувати, пакування виробів, оформлення відвантажувальних документів.

Мінімально необхідний розмір оборотних засобів у запасах готової продукції розраховують множенням одноденного випуску продукції за виробничою собівартістю на норму запасу в днях.

Щоб отримати мінімально необхідний розмір оборотних засобів по всіх запасах слід скласти величини за окремими видами запасів — виробничими, незавершеного виробництва і готової продукції.

Можна скористатися й іншим прийомом: скласти норми запасів у днях, які розраховані для окремих видів запасів, і отриману суму помножити на одноденні витрати на виробництво, згідно з плановим кошторисом.

Для державних підприємств розрахунок мінімально необхідного розміру оборотних засобів є обов'язковим, ця процедура називається **нормуванням** оборотних засобів, а розрахована величина — нормативом власних оборотних засобів, який затверджує вищестоящий орган управління.

Недержавні підприємства розраховують мінімально необхідний розмір засобів у запасах для обрання політики фінансування оборотних активів, обґрунтування величини власного оборотного капіталу, контролю за ліквідністю, підтримки оптимального розміру засобів у запасах.

Метод прямого підрахунку дає можливість точно визначити тривалість виробничого циклу, тобто час, протягом якого оборотні активи перебувають у всіх видах запасів. Однак через трудомісткість цього методу, його доцільно використо-

увати тільки за стабільних умов виробничо-господарської діяльності, коли розраховані норми запасів можна використовувати тривалий час. Якщо змінюється номенклатура продукції, що випускається, або змінюються постачальники, споживачі, технологія й організація виробництва, ці норми треба переглядати.

Уникнути трудомістких розрахунків дає змогу розрахунково-аналітичний метод, але при його використанні на плановий період значною мірою закладаються ті самі умови використання оборотних активів, які сформувалися в попередньому періоді.

Норму оборотних засобів визначають так:

$$H_{oc} = \frac{(Z_{\phi} - Z_{над})}{V_{\phi}}, \quad (7.4)$$

де Z_{ϕ} — середні фактичні залишки коштів у запасах за попередні періоди; $Z_{над}$ — середня сума надлишкових і непотрібних запасів за попередні періоди; V_{ϕ} — середній викуп від реалізації продукції за попередні періоди;

$$\begin{aligned} & \text{Потреба} \\ & \text{в оборотних коштах в запасах} \\ & \text{у плановому періоді} \end{aligned} = H_{oc} \cdot V_{пл}, \quad (7.5)$$

де $V_{пл}$ — плановий викуп від реалізації продукції (робіт, послуг).

Існує також метод обчислення планової потреби в оборотних засобах на основі даних про залишки коштів у запасах, темпу зростання викупу та коефіцієнта прискорення (чи уповільнення) оборотності засобів у запасах у плановому періоді:

$$OK_{пл} = OK_{\phi} \cdot T_{в} \cdot k, \quad (7.6)$$

де OK_{ϕ} — фактичні середньорічні залишки засобів у запасах у звітному році; $T_{в}$ — темп зростання викупу в плановому році;

$k = \frac{T_{пл}}{T_{зв}}$ — коефіцієнт прискорення (уповільнення) оборотності оборотних засобів у запасах у плановому році; $T_{пл}$ — планова тривалість одного обороту засобів у запасах, днів; $T_{зв}$ — тривалість одного обороту засобів у запасах у звітному році, днів.

Визначити постійну потребу підприємства в оборотних засобах можна, виходячи з тривалості операційного і фінансового циклів.

Операційний цикл — час, протягом якого оборотні засоби перебувають у запасах і розрахунках з дебіторами. Він складається з виробничого циклу і середнього періоду погашення дебіторської заборгованості, тобто це час (у днях) від придбання виробничих запасів до оплати продукції (товарів, робіт, послуг) споживачами.

Виробничий цикл — середній період перебування оборотних засобів у всіх видах запасів, тобто час (у днях) від отримання сировини, матеріалів та інших виробничих запасів до відвантаження готової продукції (товарів, робіт, послуг) споживачу.

Середню тривалість операційного циклу (D_{oc}) визначають за формулою:

$$D_{oc} = D_{оз} + D_{дз} = \frac{\text{Середня сума запасів}}{\text{Середні щоденні витрати на виробництво}} + \frac{\text{Середня сума дебіторської заборгованості}}{\text{Середній щоденний викуп від реалізації}}, \quad (7.7)$$

де $D_{оз}$ — середня тривалість одного обороту засобів у запасах, днів; $D_{дз}$ — середня тривалість одного обороту дебіторської заборгованості (середній період погашення), днів.

Постійну середню потребу підприємства в оборотних засобах можна розрахувати, помноживши середню тривалість операційного циклу (D_{oc}) на середні щоденні грошові витрати ($V_{гр}$):

$$OC = D_{oc} \cdot V_{гр}. \quad (7.8)$$

В управлінні оборотним капіталом використовується також показник фінансового циклу, саме його тривалість визначає розмір власного оборотного капіталу, який повинно мати підприємство, щоб не втратити ліквідність.

Фінансовий цикл — це операційний цикл мінус середній період погашення кредиторської заборгованості, тобто час (у

днях) від оплати рахунків за сировину, матеріали та інші виробничі закупівлі до отримання грошей від покупців за відвантажену продукцію (товари, роботи, послуги).

Протягом фінансового циклу грошові кошти роблять один оборот, інакше кажучи, це середній період (у днях) оборотності грошових коштів.

Помноживши фінансовий цикл на середні щоденні грошові витрати підприємства, отримуємо середню суму власного оборотного капіталу.

Обираючи той чи інший підхід у політиці фінансування оборотних активів (див. підрозділ 7.1) менеджери тим самим впливають на фінансовий цикл. Скорочення фінансового циклу до певної межі (щоб не максимізувати ризик втрати ліквідності), безумовно, вигідно підприємству, адже означає зростання швидкості обертання власного оборотного капіталу, тобто підвищення ефективності його використання.

До постійної потреби підприємства в оборотних засобах додається змінна, яка коливається протягом року. Змінна (сезонна) потреба в оборотних засобах, що періодично виникає, може бути пов'язана з нерівномірністю у виробництві та реалізацією готової продукції, з необхідністю придбання додаткових сезонних запасів або накопичення сезонних запасів готової продукції в окремі періоди, витратами на ремонт устаткування в міжсезоння, з іншими разовими додатковими витратами.

На підприємствах з рівномірним циклом виробництва і реалізації продукції змінна потреба невелика, це спрощує процес управління оборотним капіталом. Змінну потребу хоча й потрібно враховувати, але оскільки вона несуттєво відхиляється від середньорічної потреби в оборотних засобах, особливих проблем з джерелами її фінансування зазвичай не виникає.

Для підприємств із сезонним характером виробництва, змінна потреба в оборотних засобах протягом року сильно коливається і різко відхиляється від середньої величини; діапазон коливань від мінімальної до максимальної величини залежить від специфіки сезонної діяльності. Для управління оборотним капіталом у таких умовах не підходять розрахунки се-

редньорічних показників, як-то: середній період погашення дебіторської і кредиторської заборгованості, середньорічні витрати підприємства, середня тривалість операційного і фінансового циклів.

Можна поділити рік на періоди, протягом яких умови діяльності підприємства відносно стабільні (наприклад, для підприємств, що переробляють сільськогосподарську сировину, рік може поділятися на сезон виробництва продукції та міжсезонний період простою), і використовувати розрахунки зазначених вище показників у межах цих періодів.

Крім того, для сезонних виробництв необхідно планувати потребу в оборотних засобах і джерела її фінансування помісячно. Для цього використовують план грошових надходжень і витрат (див. підрозділ 11.4) на рік з розбивкою по місяцях (декадах).

Ефективне використання оборотного капіталу досягається застосуванням спеціальних способів управління окремими елементами оборотних активів — запасами, дебіторською заборгованістю і грошовими коштами.

7.3 Методи управління засобами в запасах

Мета управління запасами — підтримка запасів на такому рівні, щоб можна було завжди вчасно виконувати замовлення споживачів, не допустити переривання виробничого процесу, а також зменшити витрати, пов'язані з необхідністю мати запаси.

З виробничими запасами пов'язані такі групи витрат:

- 1) витрати на зберігання — утримання складських приміщень, заробітна плата складського персоналу, втрати від псування при збереженні, поява неліквідів;
- 2) втрачена вигода від вкладення коштів у запаси і відмови від більш вигідних варіантів інвестицій;
- 3) витрати на поновлення запасів — складання замовлення, оформлення й облік документів, обробка додаткової інформації;

- 4) витрати, пов'язані з тимчасовою відсутністю запасів — порушення виробничого циклу, простої, утрати замовників;
- 5) втрачена економія від придбання запасів за ціною зі знижкою.

Завдання фінансового менеджера полягає в оптимізації сумарних витрат, пов'язаних із запасами, оскільки зменшити одночасно всі види цих витрат неможливо.

Наприклад, при збільшенні обсягу замовлень, збільшуються витрати груп 1 і 2 і зменшуються витрати груп 3–5. При зменшенні обсягу замовлень, навпаки збільшуються витрати груп 3–5, а зменшуються 1 і 2.

Для мінімізації витрат, які пов'язані із запасами, розроблені спеціальні моделі управління запасами. Найбільш розповсюдженою є модель найекономнішого обсягу замовлення — Economic order quantity (EOQ). Завдяки моделі EOQ можна визначити обсяг замовлення, який мінімізує витрати на організацію замовлень, зберігання запасів і втрачену вигоду від відмови від інших варіантів інвестицій, тобто витрати 1, 2 і 3 груп. Визначення EOQ графічно проілюстровано на рис. 7.2.

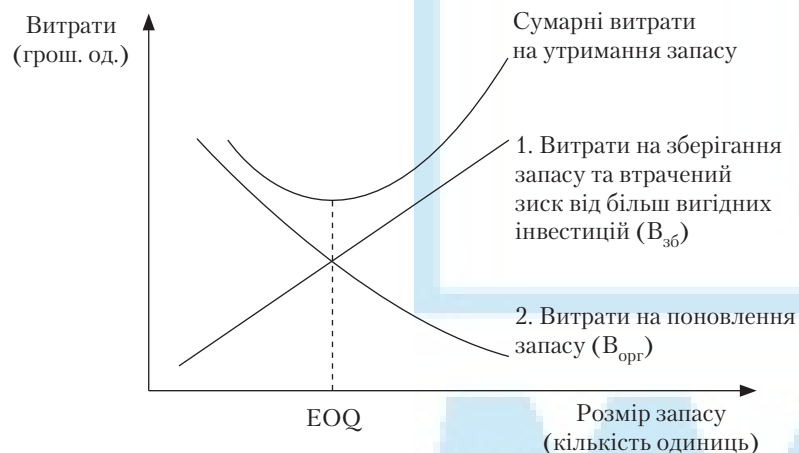


Рис. 7.2. Витрати на утримання запасів

Для знаходження значення EOQ слід скористатися такими припущеннями: для забезпечення виробничого процесу підприємство періодично закуповує X од. деталей, які поступово використовуються у виробництві, після того, як вони закінчуються знову закуповують X од. деталей. Отже, середній розмір запасу деталей дорівнює $X : 2$. Якщо витрати на зберігання і втрачена вигода на одну деталь у рік складають $V_{зб}$, то сумарні витрати на підтримання середнього розміру запасу становлять: $X : 2 \cdot V_{зб}$.

Річна потреба підприємства у деталях дорівнює K , отже, кількість замовлень за рік складе $K : X$. Якщо витрати на поповнення запасу (організація одного замовлення) — $V_{орг}$, то сумарні річні витрати на поповнення запасів становитимуть: $K : X \cdot V_{орг}$.

Сумарні витрати, пов'язані з утриманням запасів дорівнюють:

$$X : 2 \cdot V_{зб} + K : X \cdot V_{орг} \quad (7.9)$$

Тепер потрібно знайти значення X , при якому ці витрати мінімізуються. З рис. 7.2 видно, що мінімальне значення відповідає точці перетину ліній витрат. У цій точці значення витрат на зберігання і поповнення запасів однакові. Прирівнюємо їх і знаходимо X :

$$\begin{aligned} X : 2 \cdot V_{зб} &= K : X \cdot V_{орг}; \\ X^2 &= 2K \cdot V_{орг} : V_{зб}, \\ \text{звідси} \\ \text{EOQ} &= \sqrt{\frac{2K \cdot V_{орг}}{V_{зб}}}, \end{aligned} \quad (7.10)$$

де K — кількість одиниць виміру запасів, необхідна у плановому періоді; $V_{орг}$ — витрати на організацію одного замовлення; $V_{зб}$ — витрати на зберігання й втрачена вигода на одиницю виміру запасів.

Обчислена за формулою (7.10) кількість закуповуваних одиниць — це і є найекономніший обсяг замовлення (EOQ).

При великих замовленнях покупцю зазвичай надають знижку в ціні. Чим більша партія товару, що купується, тим більша може бути знижка. Беручи до уваги можливості отримати

знижку, коригуємо результат, отриманий за формулою (7.10). Розглянемо це на прикладі.

Приклад. Підприємство придбаває деталі по 25 грн за штуку; у рік йому потрібно 4800 деталей.

Середня норма прибутку на капітал – 20 %.

Витрати на збереження кожної деталі – 1,0 грн.

Витрати на організацію одного замовлення – 100 грн.

Розв'язок: Підрахуємо витрати на збереження й упущений зиск на одну деталь:

$$V_{зб} = 1,0 + 0,2 \cdot 25 = 6 \text{ грн.}$$

Далі за формулою (7.10) знаходимо:

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \cdot 4800 \cdot 100}{6}} = 400 \text{ од.}$$

Обчислюємо кількість замовлень у рік (n):

$$n = \frac{4800}{400} = 12 \text{ замовлень у рік.}$$

Введемо в розрахунки систему знижок (табл. 7.1) і визначимо сумарні річні витрати, пов'язані з запасами (табл. 7.2).

Таблиця 7.1

Система знижок, які надає постачальник

Обсяг замовлення (ОЗ), одиниць	Ціна за одиницю, грн.
$0 < \text{ОЗ} < 500$	25,0
$500 < \text{ОЗ} < 1000$	24,8
$1000 < \text{ОЗ}$	24,7

Таблиця 7.2

Розрахунок сумарних річних витрат при різних обсягах замовлення

№ пор.	Витрати, грн.	Обсяг замовлення, одиниць		
		400	500	1000
1	2	3	4	5
1	Річні витрати на організацію замовлень	$12 \cdot 100 = 1200$	$\frac{4800}{500} \cdot 100 = 960$	$\frac{4800}{1000} \cdot 100 = 480$

Закінчення табл. 7.2

1	2	3	4	5
2	Витрати на збереження одного замовлення	$6 \cdot 400 = 2400$	$6 \cdot 500 = 3000$	$6 \cdot 1000 = 6000$
3	Вартість придбання запасів у розмірі річної потреби	$25 \cdot 4800 = 120000$	$24,8 \cdot 4800 = 119040$	$24,7 \cdot 4800 = 118560$
	Усього витрат (1+2+3)	123600	123000	125040

З табл. 7.2 випливає, що найекономнішим буде не замовлення в обсязі EOQ (400 шт.), а 2-й варіант (500 шт.), що забезпечує найменші річні сумарні витрати.

В управлінні запасами також використовуються модель визначення точки поновлення запасу (ТПЗ), яка показує обсяг залишку, за якого слід робити нове замовлення. Щоб використовувати цей метод, треба знати період очікування – час від відправлення замовлення до отримання замовлених товарів.

Визначають ТПЗ за формулою:

$$\text{ТПЗ} = V_{\text{дн}} \cdot Ч, \quad (7.11)$$

де $V_{\text{дн}}$ – середні щоденні витрати запасів (у натуральних одиницях виміру); $Ч$ – період очікування, в днях.

Якщо у наведеному прикладі період очікування прийняти за 7 робочих днів, а у році 300 робочих днів, то точка поновлення запасу становитиме:

$$\text{ТПЗ} = \frac{4800}{300} \cdot 7 = 112 \text{ од.}$$

Отже, якщо запас деталей зменшиться до 112 одиниць, треба робити нове замовлення. Графічно це зображено на рис. 7.3.

Моделі EOQ і ТПЗ ефективні тільки за певних умов: є точний план обсягу виробництва (продукція виробляється рівномірно протягом року), потреба в закупівлі і час очікування точно відомі і не змінюються протягом року, витрати на організацію замовлення і збереження одиниці певного виду запасу

також постійні. Перелічені умови обмежують використання моделей, хоча вони можуть успішно застосовуватися підприємствами, які мають однорідні і регулярні поставки товарів, сировини.

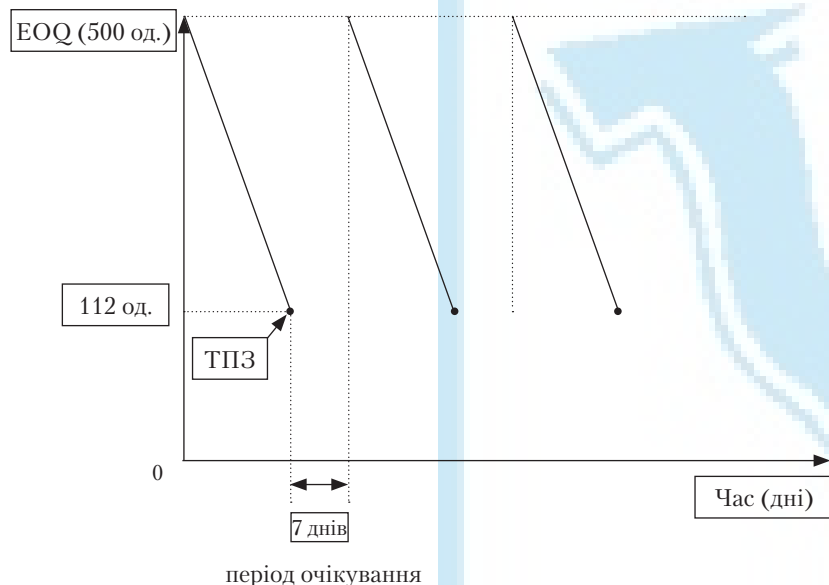


Рис. 7.3. Графік визначення точки поновлення замовлення (ТПЗ)

В управлінні запасами готової продукції використовують модифікацію моделі EOQ, так звану модель EPR, що дає змогу синхронізувати виробництво і збут.

Цільовим показником при цьому є розмір партії замовлення готової продукції при фіксованій швидкості виробничого циклу – EPR (Economic production run). Модель EPR розраховує оптимальний розмір однієї партії, що мінімізує сукупні витрати (по переробці і зберіганню одиниці запасів готової продукції).

$$EPR = \sqrt{\frac{2QS}{C}}, \quad (7.12)$$

де EPR – кількість одиниць випуску в одній виробничій партії (замовленні); Q – обсяг річного випуску, одиниць; S – витрати на вироблення одиниці продукції; C – вартість зберігання одиниці запасів готової продукції протягом 1 року.

Наприклад, підприємство виробляє 160000 одиниць готової продукції в рік (Q); витрати на вироблення одиниці продукції становлять 4 тис. грн (S); вартість зберігання становить 0,5 тис. грн за одиницю (C). Звідси:

$$EPR = \sqrt{\frac{2 \cdot 160000 \cdot 4}{0,5}} = 800 \text{ од.}$$

При цьому розмірі виробничої партії (партії випуску) витрати є мінімальними.

Слід зауважити, що порівняно з моделлю EOQ модель EPR менш розповсюджена, тому що вона може застосовуватись тільки на тих підприємствах, де специфіка виробничого процесу дає можливість варіювати розмір однієї партії випуску продукції. Одночасне застосування моделей EOQ та EPR сприяє синхронізації трьох послідовних стадій виробничого циклу – постачання, виробництва і збуту, завдяки чому підприємство може наблизитися до “ідеального” варіанта організації управління коштами у всіх видах запасів.

Великі компанії використовують комп’ютерні технології управління запасами, зокрема на основі використання моделей EOQ на Заході розроблена інформаційна технологія створення локального програмного пакета із синхронізації процесів виробництва і збуту. Ця інформаційна технологія отримала назву MRP (Materials requirements planning) – планування потреби в матеріалах, а її повністю інтегрована в бюджетування версія, яка містить можливості як стратегічного планування, так і оперативного управління – MRP II (Manufacturing resource planning) – планування виробничих ресурсів. Модель MRP використовує як вихідні дані запрогнозовані об’єми продаж, рахунки-фактури на поставку матеріалів і документи по господарських операціях у розрізі окремих продуктів, а також дані

по балансових залишках з кожного виду сировини, матеріалів і комплектуючих для моделювання взаємозалежності періодичності замовлень на поставку товарно-матеріальних цінностей і виробничого графіка.

Модель MRP трохи розширює концепцію EOQ. EOQ більшою мірою відповідає на питання про об'єм оптимальної закупки за один раз. MRP моделює, які види сировини, матеріалів і комплектуючих необхідно закуповувати і з якою періодичністю. Програмне забезпечення моделі MRP відоме як продукти PERT (програмна оцінка і аналіз) і CPM (метод найбільшого сприяння), що використовуються в практиці західних корпорацій для планування і контролю матеріальних запасів. PERT і CPM як системні аналітичні інструменти дають змогу менеджерам аналізувати послідовність і час необхідних управлінських дій для виконання поставленої планово-аналітичної оптимізаційної задачі.

Оскільки в програму закладено прогноз випуску і продажу, програмне забезпечення MRP на основі даних за категоріями матеріальних затрат у собівартості випуску визначає всі необхідні для забезпечення виробничого процесу товарно-матеріальні цінності (ТМЦ). Виробнича потреба порівнюється з поточним залишком у розрізі окремих видів ТМЦ. Якщо необхідні дози закупки ТМЦ, модель оцінює період очікування (час від моменту замовлення до надходження партії ТМЦ на склад підприємства). Після цього модель конструює часовий графік закупок і щоденну виробничу потребу в розрізі видів ТМЦ [49, 21].

Застосування методів математичного моделювання достатньо дороге і не завжди виправдує себе з точки зору збалансованості управлінських витрат і ефекту підвищення якості прийняття управлінських рішень при невеликій частці окремого виду ТМЦ у структурі виробничої собівартості підприємства. Тому для вибору методу управління запасами доцільно спочатку класифікувати їх за методом "АБВ". Відповідно до нього виробничі запаси потрібно розділити на три категорії за ступенем важливості (залежно від питомої ваги у загальній вартості запасів):

А — обмежена кількість видів найцінніших видів ресурсів, які вимагають постійного і ретельного обліку і контролю (можливо, навіть щоденного); для цих ресурсів обов'язково розраховується EOQ;

Б — види товарно-матеріальних запасів, які менш важливі для підприємства і які оцінюються і перевіряються під час щомісячної інвентаризації; для цих запасів також може розраховуватись EOQ;

В — широкий асортимент малоцінних видів товарно-матеріальних запасів, які закуповуються у великій кількості, але по вартості мають невелику питому вагу в загальній кількості запасів, для них недоцільно розраховувати EOQ.

Ефективне управління запасами дає змогу прискорити їх оборотність, звести до мінімуму надлишки товарно-матеріальних запасів, в яких "заморожені" грошові кошти, зменшити ризик застаріння та ушкодження запасів, зменшити затрати на зберігання товарно-матеріальних запасів.

7.4 Управління дебіторською і кредиторською заборгованістю

Розмір дебіторської і кредиторської заборгованості визначається в основному умовами розрахунків підприємства з покупцями і постачальниками. Зазвичай більша частина дебіторської заборгованості формується як борги покупців. Надходження грошових коштів від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) визначає можливості підприємства вчасно погасити борги кредиторам. Виходячи з цього, головним завданням управління дебіторською заборгованістю є встановлення з покупцями таких договірних відносин, які забезпечують своєчасне і достатнє надходження коштів для здійснення платежів кредиторам.

Управління рухом кредиторської заборгованості — це встановлення таких договірних взаємин з постачальниками, які ставлять терміни і розміри виплат їм у залежність від надходження грошових коштів від покупців.

Отже, практично йдеться про одночасне управління рухом як дебіторської, так і кредиторської заборгованості. Практичне здійснення такого управління передбачає наявність інформації про реальний стан дебіторської і кредиторської заборгованості і їх оборотність. На увазі мається оцінювання руху дебіторської і кредиторської заборгованості у певний період. Для цього складають баланс дебіторської і кредиторської заборгованості та контролюють наскільки збалансовані надходження від дебіторів за відвантажену продукцію (товари, роботи, послуги) з виплатами постачальникам за товари (сировину, матеріали), порівнюють тривалість обороту дебіторської та кредиторської заборгованості. Крім того, слід оцінити:

- чи забезпечують договірні умови розрахунків з покупцями і постачальниками потребу підприємства у грошових коштах і достатній рівень поточної платоспроможності (ліквідності);
- чи не спричиняють умови розрахунків нестачу коштів в обороті або вільні залишки коштів; який розмір нестачі чи вільних коштів, протягом якого періоду вони мають місце;
- який вплив загалом чинять умови розрахунків на фінансовий стан підприємства.

Завдяки наведеній інформації можна приймати рішення щодо зміни умов розрахунків з покупцями і постачальниками в межах можливостей.

Фінансові менеджери намагаються організувати розрахунки з покупцями і постачальниками таким чином, щоб зменшити різницю між середнім періодом погашення дебіторської заборгованості та середнім періодом погашення кредиторської (за рахунок збільшення останнього), отже, використати переваги скорочення фінансового циклу. Однак при цьому до уваги беруться втрати, які може мати підприємство у разі збільшення терміну погашення кредиторської заборгованості та втратити знижки в ціні, що надають постачальники при значно швидшій оплаті рахунків.

Якщо вирішується питання про пом'якшення умов розрахунків з покупцями, подовження відстрочки платежів і збільшення

обсягів продажу продукції в кредит, то необхідно порівняти додаткові витрати від збільшення дебіторської заборгованості (залучення додаткових джерел її фінансування, зростання безнадійних боргів) з приростом прибутку внаслідок збільшення обсягу реалізації продукції. Якщо приріст прибутку більше додаткових витрат, варто збільшити кредит покупцям.

Приклад: Підприємство продає щорічно в кредит 600 тис. од. продукції за ціною 10 грн за штуку, собівартість однієї штуки 7,5 грн. Середній період погашення дебіторської заборгованості становить 25 днів. Середня норма прибутку на капітал 20 %. Якщо пом'якшити умови розрахунків з дебіторами, то прогнозується ріст обсягу реалізації на 15 %. При цьому середній період погашення дебіторської заборгованості збільшиться до 45 днів, а сума безнадійних боргів збільшиться на 100 тис. грн.

Визначити чи доцільно піти на лібералізацію умов комерційного кредиту.

Розв'язок. Визначаємо додатковий прибуток від збільшення обсягу реалізації продукції:

$$600000 \cdot 0,15 \cdot (10 - 7,5) = 225 \text{ тис. грн.}$$

Далі визначаємо збільшення середньої суми дебіторської заборгованості. Для цього обчислюємо середню суму дебіторської заборгованості (по собівартості) за умов розрахунків:

старих:

$$ДЗ_{ст} = \frac{7,5 \cdot 600000 \cdot 25}{365} = 308,2 \text{ тис. грн,}$$

нових:

$$ДЗ_{ст} = \frac{7,5 \cdot 600000 \cdot 1,15 \cdot 45}{365} = 832,2 \text{ тис. грн.}$$

Звідси, приріст дебіторської заборгованості дорівнює:

$$832,2 - 308,2 = 524 \text{ тис. грн.}$$

Визначаємо витрати, пов'язані з фінансуванням додаткової дебіторської заборгованості становить:

$$524 \cdot 0,2 = 104,8 \text{ тис. грн.}$$

Приріст прибутку від змін умов розрахунків дорівнює:

$$225 - 104,8 - 100 = 20,2 \text{ тис. грн.}$$

Отже, підприємству буде вигідно збільшити комерційний кредит покупцям.

В окремих випадках, наприклад при недовантаженні виробничих потужностей, можна піти на лібералізацію умов реалізації навіть при нульовій різниці між приростом прибутку і додатковими витратами, що пов'язані зі збільшенням дебіторської заборгованості. Нарощування обсягів виробництва і реалізації продукції в цьому випадку забезпечить соціальний ефект — підвищення зайнятості та виплату заробітної плати.

У світовій практиці відомі наступні способи управління дебіторською заборгованістю:

- не надавати відстрочку платежу без попередньої перевірки фінансового стану покупця;
- отримати від покупця договір про заставу майна на суму відстроченого платежу;
- продати рахунки дебіторів факторинговій компанії або факторинговому відділу банку;
- застрахувати кошти в розрахунках з дебіторами від збитків по безнадійних боргах у страховій компанії;
- постійно контролювати рахунки дебіторів, застосовуючи до них метод АБВ (див. підрозділ 7.3.);
- стежити за “старінням” і коефіцієнтами інкасації дебіторської заборгованості;
- оцінювати реальний стан дебіторської заборгованості (виявляти сумнівні борги, оцінювати ймовірність появи великих сум безнадійних боргів);
- контролювати співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості;
- розробити систему угод з покупцями з гнучкими умовами термінів і форм оплати (попередня оплата, звичайно,

зі знижкою; часткова попередня оплата з поєднанням продажу в кредит; передача на реалізацію; виставлення проміжних рахунків — ефективно при довгострокових контрактах, забезпечує регулярні надходження коштів по мірі виконання окремих етапів угоди; отримання банківської гарантії на відшкодування банком відповідних сум у разі невиконання дебітором своїх обов'язків; застосування гнучких цін, які пов'язані з індексом інфляції і фактичним терміном оплати товарів;

- встановити преміальну систему оплати праці для персоналу відділу збуту залежно від ефективності заходів по збільшенню продажу й отримання платежів за відвантаженою продукцією.

Слід зауважити, що у сучасній вітчизняній практиці при частих порушеннях платіжної дисципліни, зростанні обсягів простроченої дебіторської і кредиторської заборгованості, недостачі в більшості підприємств оборотних коштів, неможливості отримання короткострокових банківських кредитів на прийнятних умовах не всі традиційні для світової практики способи управління дебіторською заборгованістю можна з успіхом застосувати в Україні.

Організація управління дебіторською заборгованістю або покладається на внутрішню службу підприємства, тобто створюється так зване кредитне управління, або передається зовнішнім організаціям — факторинговій компанії, факторинговому відділу банку, дочірньому підприємству, яке займається управлінням комерційним кредитом замість головної компанії.

Для вибору тієї чи іншої форми необхідно підрахувати витрати, пов'язані з функціонуванням кредитного управління і з укладанням відповідних угод із зовнішніми організаціями та обрати дешевший варіант. Великі компанії часто віддають перевагу створенню спеціалізованого дочірнього підприємства з управління комерційним кредитуванням. Це дає можливість відокремити функції виробництва продукції і фінансування її продажу в кредит, отже, розподілити ризик між двома юридичними особами. Дочірнє підприємство може брати кредити під забезпечен-

ня дебіторською заборгованістю, його кредитний рейтинг може бути навіть вище, ніж материнської компанії. Такий підхід дає змогу знизити витрати на поточне боргове фінансування продажів у кредит порівняно з варіантом, коли головна компанія поєднує функції виробництва і фінансування покупців.

Якщо є кредитне управління, то воно виконує стосовно до покупців продукції підприємства ті самі дії, що й комерційний банк при кредитуванні. Тобто кредитне управління має зробити кредитний аналіз: зібрати кредитну інформацію щодо покупця, визначити його кредитоспроможність і кредитний рейтинг. Кредитне управління також здійснює постійний моніторинг дебіторської заборгованості, стежить за рахунками покупців, за “старінням” дебіторської заборгованості.

Стеження за рахунками дебіторів потребує визначення середнього періоду погашення дебіторської заборгованості на плановий період (наприклад, менеджери планують, що він становитиме 60 днів).

Далі кредитне управління класифікує рахунки дебіторів за термінами їх існування та складає таблицю терміновості (давнини дебіторської заборгованості), це розкладання рахунків дебіторів на групи залежно від терміну існування кожного рахунку (табл. 7.3).

Таблиця 7.3

Таблиця термінів дебіторської заборгованості

Термін існування рахунків, днів	Січень		Лютий		Березень		Квітень		Травень		І т. ін.
	сума, тис. грн.	% від загальної суми дебіторської заборгованості	сума	%	сума	%	сума	%	сума	%	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
0–10	10,0	19,2	13,0	26,0	14,0	25,0	9,0	19,0	12,0	23,5	
11–30	7,0	13,5	8,0	16,0	10,0	18,0	11,0	22,0	12,5	24,5	

Закінчення табл. 7.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
31–60	12,0	23,1	11,0	22,0	12,0	22,0	9,0	19,0	3,5	7,0	
61–90	18,0	34,6	15,0	30,0	13,0	24,0	12,0	25,0	13,0	25,5	
Понад 90	5,0	9,6	3,0	6,0	6,0	11,0	7,0	15,0	10,0	19,5	
Разом	52,0	100,0	50,0	100,0	55,0	100,0	48,0	100,0	51,0	100,0	

Із даних таблиці 7.3 випливає, що в січні підприємство мало 44,2 % (34,6+9,6) простроченої дебіторської заборгованості, в березні – 35 % (24,0+11,0), у квітні та травні спостерігалось підвищення простроченої заборгованості відповідно до 40 % (25,0+15,0) і 45 % (25,5+19,5).

Отже, складання таблиці термінів дебіторської заборгованості дає можливість менеджерам оперативного виявляти її “старіння”, збільшення прострочених рахунків і вживати певні заходи відносно недисциплінованих покупців (повідомлення клієнта листом, телефонним дзвінком, укладання угоди з агентством із повернення кредитів, початок юридичних дій проти клієнта).

У підприємств із сезонною реалізацією продукції сума дебіторської заборгованості сильно коливається протягом року, це враховується при здійсненні моніторингу рахунків.

7.5 Особливості управління коштами на поточних рахунках

Управління припливом і відтоком грошей складається із синхронізації грошових потоків, прискорення погашення дебіторської заборгованості, тимчасового інвестування грошових коштів у цінні папери, що швидко реалізуються, контролю за витратами.

Менеджери підприємства відповідають за ефективність організації процесу управління коштами, але основна частина робіт здійснюється разом з обслуговуючим банком, роль якого в цьому процесі дуже велика.

Ефективне управління залишками коштів на поточних рахунках полягає в тому, щоб забезпечити грошовими коштами поточні платежі, підтримувати необхідний резерв коштів для здійснення непередбачених платежів (резерв безпеки) і мати кошти в ліквідній формі, щоб не упустити можливість заробити додатковий прибуток, беручи участь у незапланованих вигідних фінансових операціях на фінансовому ринку.

Гроші на поточних рахунках практично не приносять доходу, зі збільшенням їх суми зростають втрати доходів від зменшення інвестицій, але одночасно підвищується ліквідність підприємства. Втрата доходів від більш вигідних вкладень розглядається як плата за підвищення ліквідності. Завдання фінансового менеджера – підтримувати на поточному рахунку оптимальний залишок коштів, щоб забезпечити достатній рівень ліквідності й не занадто збільшувати її ціну, втрачаючи дохід від інвестування коштів.

У теорії фінансового менеджменту було запропоновано розглядати збереження коштів на поточних рахунках як утримання одного з видів запасів і застосовувати для оптимізації величини залишків коштів ті самі моделі, що й в управлінні товарно-матеріальними запасами. Прикладом такого підходу є модель В. Баумоля (W. Baumol), який першим виявив подібність між товарно-матеріальними і грошовими запасами. У 1952 р. він запропонував використовувати модель розрахунку найекономнішого обсягу замовлень товарно-матеріальних запасів EOQ (див. підрозділ 7.3, формула (7.10) для управління залишком грошових коштів на поточних рахунках. У модель В. Баумоля закладено, що підприємство з появою надлишку грошей на поточному рахунку понад розраховану суму оптимального запасу використовує його для купівлі короткострокових цінних паперів для отримання доходу, а при зниженні запасу грошей – продає частину цих паперів, підвищуючи запас грошей до оптимального рівня. Передбачається, що підприємство починає діяльність, маючи певну оптимальну для нього суму грошей на поточних рахунках, і протягом деякого періо-

ду витрачає її. Усі надходження виторгу від реалізації продукції підприємство інвестує в короткострокові цінні папери. Як тільки запас грошових коштів вичерпується, тобто знижується до нуля чи досягає деякого заданого рівня безпеки, підприємство продає частину цінних паперів та поповнює запас грошей до початкового рівня. Цей процес графічно виглядає так само, як на рис. 7.3 відображено витрачання товарно-матеріальних запасів і визначення точки поновлення замовлення.

Отже, оптимальний залишок грошових коштів на поточному рахунку (Q) визначається за наступною формулою:

$$Q = \sqrt{\frac{2 \cdot V \cdot c}{r}}, \quad (7.13)$$

де V – потреба в грошових коштах у плановому періоді; c – витрати на виконання однієї угоди з конвертації; r – дохідність короткострокових цінних паперів.

Середній залишок коштів на поточному рахунку буде дорівнювати $\frac{Q}{2}$, а кількість угод з конвертації цінних паперів у гроші (k) в плановому періоді складе: $k = \frac{V}{Q}$. Тоді загальні витрати підприємства з управління грошовими коштами (Z_B) можна визначити так:

$$Z_B = c \cdot k + r \cdot \frac{Q}{2}, \quad (7.14)$$

де $c \cdot k$ – прямі витрати на конвертацію; $r \cdot \frac{Q}{2}$ – втрачена вигода від зберігання грошей на поточному рахунку замість інвестування їх у цінні папери.

Приклад. Грошові витрати підприємства протягом року складають 12 млн грн. Процентна ставка за короткостроковими цінними паперами 16 %. Витрати на виконання кожної угоди з їх конвертації – 200 грн.

Розв'язок. Визначаємо Q за формулою (7.13):

$$Q = \sqrt{\frac{2 \cdot 12000000 \cdot 200}{0.16}} = 173,205 \text{ тис. грн.}$$

Середній залишок коштів на поточному рахунку буде дорівнювати: $173,205 : 2 = 86,6$ тис. грн. Кількість операцій з конвертації цінних паперів у грошові кошти за рік складе: $12000000 : 173205 = 69$.

Отже, політика підприємства щодо управління грошовими коштами на поточних рахунках за моделлю В. Баумоля має бути такою: як тільки запас грошей на поточних рахунках вичерпується, підприємство продає цінні папери на суму приблизно 173 тис. грн. Ця операція буде виконуватись приблизно раз на п'ять днів ($365 : 69$). Максимальний розмір грошових коштів на поточних рахунках становитиме 173,2 тис. грн, а середній — 86,6 тис. грн. Загальні витрати підприємства з управління грошовими коштами за рік складуть за формулою (7.14):

$$Z_B = 200 \cdot 69 + 0,16 \cdot 86600 = 27656 \text{ грн.}$$

На зарубіжних фінансових ринках є досить широкий вибір короткострокових (високоліквідних) цінних паперів, щоб компанія могла швидко (протягом кількох годин) конвертувати в них надлишок коштів, а потім так само швидко поповнити нестачу грошей, здійснивши зворотну процедуру. Наприклад, у США для цих операцій використовують казначейські векселі (з терміном погашення 91 день), банківські депозитні сертифікати (з терміном погашення до 1 року), акції взаємних фондів грошового ринку (з погашенням у будь-який день). Завдяки цьому можна мінімізувати необхідний резерв грошових коштів. Вітчизняні підприємства поки ще не мають широкого вибору короткострокових фінансових вкладень і частіше зіштовхуються не з проблемою підтримки оптимального запасу грошових коштів на поточному рахунку, а з проблемою постійної нестачі грошей для здійснення поточних платежів.

Модель В. Баумоля досить проста і придатна для стабільних, передбачуваних грошових витрат і надходжень, вона не враховує будь-яких сезонних чи випадкових коливань, тобто спрощує реальну ситуацію. На практиці залишок коштів на поточних рахунках підприємств часто має значні коливання та змінюється випадково. За таких умов можна застосувати

модель Міллера-Орра, яка враховує щоденну мінливість грошових потоків. Вона розроблена американськими вченими М. Міллером і Д. Орром у 1966 р. При побудові моделі використано процес Бернуллі — стохастичний процес, в якому надходження і витрачання грошей за окремими періодами розглядається як незалежні випадкові події. Залишок коштів на рахунку хаотично змінюється доти, доки не досягає верхньої межі. Як тільки це відбувається, підприємство починає купувати високоліквідні цінні папери і залишок коштів знижується. Якщо запас коштів досягає нижньої межі, підприємство починає продавати цінні папери та підвищує запас коштів до нормальної межі (точка повернення).

Модель Міллера-Орра реалізується в наступній послідовності:

1. Експертним шляхом, виходячи із середніх щоденних витрат грошей підприємством, встановлюють мінімальний залишок грошових коштів (K_H), який доцільно постійно мати на поточному банківському рахунку.

2. За даними попередніх періодів статистичним методом розраховують середнє квадратичне відхилення та дисперсію (квадрат відхилення щоденного надходження коштів на поточний рахунок від його середнього значення) — D .

3. Визначають витрати (r) зі зберігання коштів на поточному рахунку (зазвичай їх прирівнюють до щоденної процентної ставки дохідності за короткостроковими цінними паперами, що обертаються на фінансовому ринку. Також визначають витрати (B_K) з конвертації грошових коштів у цінні папери (наприклад, комісійні).

4. Розраховують розмах варіації залишку коштів на поточному рахунку (S) за формулою:

$$S = 3 \cdot \sqrt[3]{\frac{3 \cdot B_K \cdot D}{4 \cdot r}}, \quad (7.15)$$

де B_K — витрати з конвертації коштів у цінні папери; D — дисперсія щоденного надходження коштів; r — щоденна дохідність короткострокових цінних паперів.

5. Розраховують верхню межу коштів на поточному рахунку (K_B), при перевищенні якої необхідно конвертувати частину грошей у цінні папери:

$$K_B = K_H + S, \quad (7.16)$$

де K_H — мінімальний залишок грошових коштів на поточному рахунку.

6. Визначають точку повернення (T_H) — залишок коштів на поточному рахунку, до якого треба повернутися, якщо фактичний залишок коштів вийде за межі інтервалу ($K_H - K_B$):

$$T_H = K_H + \frac{S}{3} \quad (7.17)$$

Приклад. Застосувати модель Міллера-Орра для управління грошовими коштами підприємства.

Вихідні дані:

мінімальний залишок грошових коштів на поточному рахунку підприємства (K_H) — 10000 грн;

витрати з конвертації коштів у цінні папери (B_K) — 100 грн;

щоденна дохідність короткострокових цінних паперів (r) — 0,06 %;

середнє квадратичне відхилення в день — 2000 грн.

Розв'язок:

$$S = 3 \cdot \sqrt[3]{\frac{3 \cdot 100 \cdot 4000000}{4 \cdot 0,0006}} \approx 1105,5 \text{ грн};$$

$$K_B = 10000 + 1105,5 = 11105,5 \text{ грн};$$

$$T_H = 10000 + \frac{S}{3} = 10368,5 \text{ грн}.$$

Отже, залишок коштів на поточному рахунку повинен варіювати в межах 10000 – 11105,5 грн; при виході за межі необхідно відновити кошти на поточному рахунку в розмірі $T_H = 10368,5$ грн.

Насамкінець слід зауважити, що всі формалізовані моделі мають певні обмеження, тому в практиці організації ефективного управління грошовими коштами їх використовують як допоміжні.

Для повторення

Основні терміни і поняття: чистий оборотний капітал (“робочий” капітал); постійна потреба в оборотних активах; методи визначення мінімально-необхідного розміру оборотних активів: прямого підрахунку, розрахунково-аналітичний, спрощений; операційний цикл; фінансовий цикл; змінна (сезонна) потреба в оборотних активах; ризик утрати ліквідності; вибір політики фінансування оборотних активів; модель найекономішнього обсягу замовлення (ЕОQ); точка поновлення запасу (ТПЗ); розмір партії замовлення готової продукції; таблиця термінів дебіторської заборгованості; моделі управління грошовими коштами: В. Баумоля та Міллера-Орра.

Висновки

1. Фінансові менеджери повинні визначити оптимальний розмір власних оборотних засобів (чистого оборотного капіталу), тому що їхня недостатність веде до втрати ліквідності, а значний надлишок означає неефективне використання оборотного капіталу підприємства.

2. Використовуючи ту чи іншу політику фінансування оборотних активів, менеджери впливають на розмір чистого оборотного капіталу. Політика фінансування оборотних активів може бути більш чи менш ризикованою з погляду її впливу на показники ліквідності підприємства.

3. Для ефективного управління оборотними активами необхідно знати постійну і змінну (сезонну) потребу підприємства в оборотних засобах. Постійна потреба складається з мінімально-необхідного розміру засобів у всіх видах запасів і середнього розміру дебіторської заборгованості. Фінансові менеджери використовують різні методи, за якими можна більш точно чи приблизно визначати постійну потребу в оборотних засобах.

4. Для підприємств із сезонним характером виробництва необхідно планувати потребу в оборотних засобах із розбивкою

по місяцях, для цього зручно використовувати план грошових надходжень і витрат на рік з розбивкою по місяцях (декадах).

5. Для управління окремими елементами оборотних активів (товарно-матеріальними запасами, дебіторською заборгованістю, коштами) розроблені спеціальні методи і прийоми, що дозволяють підвищити ефективність їх використання.

■ **Контрольні запитання і завдання**

1. Як можна розрахувати постійну потребу підприємства в оборотних засобах?
2. Для чого використовується розрахунок фінансового циклу в управлінні оборотним капіталом?
3. Які особливості управління оборотним капіталом на підприємствах із сезонним характером виробництва.
4. Як впливає політика фінансування оборотних засобів на рівень ліквідності підприємства?
5. Які витрати пов'язані зі збільшенням оборотних засобів у виробничих запасах?
6. Які прийоми використовуються для зменшення витрат, пов'язаних із запасами товарно-матеріальних цінностей.
7. Назвіть способи управління дебіторською заборгованістю.
8. Які завдання і методи управління залишками коштів на поточних рахунках підприємства.

Література [10–14; 16–18; 20; 25; 27–29]

ВАРТІСТЬ (ЦІНА) КАПІТАЛУ І ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ

8.1 **Визначення вартості (ціни) капіталу, що залучається підприємством із різних джерел**

Капітал підприємства як об'єкт управління розглядається з двох боків. З одного боку, капітал — це вартість (обсяг грошових фондів), що інвестується у виробництво чи фінансові активи з метою отримання прибутку; розмір отриманого прибутку визначає ефективність використання капіталу, його рентабельність, яка вимірюється відношенням прибутку до суми задіяного капіталу (в процентах), тобто відображається процентною ставкою доходу. З другого боку, капітал — це економічний ресурс за придбання і використання якого треба платити, тобто він має певну ціну, яка формується на фінансовому ринку. Вартість (ціна), яку підприємство має платити за залучення коштів інвесторів і кредиторів для фінансування своєї діяльності, вимірюється процентною ставкою (плата за використання капіталу).

Отже, з погляду управління капіталом завданням менеджерів підприємства є намагання зменшити ціну капіталу, тим самим зменшити фінансові витрати на формування капіталу, що залучається з різних джерел і, відповідно, збільшити чистий прибуток на кожну грошову одиницю вкладень. З погляду підприємства, ціна капіталу — це мінімальна ставка доходу, яку мають приносити інвестиції, щоб можна було розраховуватися з інвесторами і кредиторами.

Капітал підприємства формується за рахунок внутрішніх і зовнішніх грошових фондів.

Внутрішні фонди створюються за рахунок грошових потоків від операційної діяльності, а також продажу частини активів.

Чистий грошовий потік (net cash flow) дорівнює сумі чистого прибутку і амортизації. Частина цих грошей (за вирахуванням сплачених грошима дивідендів) слугує джерелом інвестицій в необоротні та оборотні активи.

Зовнішні грошові фонди залучаються шляхом додаткових внесків у статутний капітал, емісії нових акцій (збільшення власного капіталу), а також у вигляді різних форм позик (емісія облігацій, кредити банків).

Основна роль у фінансовому розвитку підприємства належить внутрішнім джерелам, а додатково залучаються зовнішні. У разі зміцнення фінансового стану підприємства і збільшення його можливостей до самофінансування розширюються й можливості фінансування за рахунок зовнішніх грошових фондів. Порівняно з малими та середніми підприємствами, які мають досить обмежені можливості щодо додаткового зовнішнього фінансування, великі є активними учасниками фінансового ринку, звідки отримують додатковий власний і позиковий капітал.

Фінансовий ринок формує ринкові ціни капіталу, що залучається з різних джерел.

Завдання фінансових менеджерів — забезпечити зменшення ціни капіталу для підприємства, вибираючи вигідні варіанти його залучення.

Розглянемо, як визначається ціна капіталу, що залучається за рахунок емісій простих і привілейованих акцій, нерозподіленого прибутку, емісій облігацій, отримання банківських кредитів.

Ціна акціонерного капіталу (прості акції, що випущені раніше) залежить від суми дивідендів і темпу приросту дивідендів і визначається наступним чином:

$$СК_a = \frac{D \cdot 100}{Ц_a} + T, \quad (8.1)$$

де $СК_a$ — ціна акціонерного капіталу, %; D — сума дивідендів, виплачена власникам простих акцій; $Ц_a$ — сума акціонерного капіталу; T — постійний темп приросту дивідендів, %.

Ціна нерозподіленого прибутку приймається рівною $СК_a$. Якби цей прибуток не було залишено для реінвестування, а виплачено у вигляді дивідендів, акціонери могли б інвестувати їх в різні акції, облігації та інші активи. Отже, використовуючи нерозподілений прибуток, підприємство має забезпечити прибутковість не нижче $СК_a$.

Якщо підприємство хоче залучити капітал за рахунок додаткової емісії акцій, то ціна акціонерного капіталу за рахунок нового випуску простих акцій буде більше, ніж ціна капіталу від випущених раніше акцій чи нерозподіленого прибутку, оскільки виникають додаткові витрати — на випуск і розміщення нових акцій:

$$СК_{\text{доп.а}} = \frac{D \cdot 100}{Ц_a (1 - Z_b)} + T, \quad (8.2)$$

де $СК_{\text{доп.а}}$ — ціна капіталу від нового випуску простих акцій; Z_b — витрати на випуск і розміщення нових акцій.

За даними американських досліджень середні витрати на випуск і розміщення великих емісій простих акцій (на суму більш як 50 млн дол.) складають приблизно 4 %, а невеликих емісій (менше ніж 1 млн дол.) близько 21 % суми залученого акціонерного капіталу [28]. Тому для невеликих корпорацій додатковий випуск акцій може бути занадто дорогим джерелом фінансування.

Ціна капіталу від нового випуску привілейованих акцій визначається за формулою:

$$СК_{\text{пр.а}} = \frac{D_{\text{ф}}}{Ц_{\text{пр.а}} (1 - Z_b)} \cdot 100, \quad (8.3)$$

де $D_{\text{ф}}$ — сума дивідендів, сплачена власникам привілейованих акцій; $Ц_{\text{пр.а}}$ — сума акціонерного капіталу, залученого від продажу привілейованих акцій; Z_b — витрати на випуск привілейованих акцій.

Для раніше випущених привілейованих акцій витрати на випуск не враховуються.

При обчисленні ціни капіталу, отриманого за рахунок облігаційних позик і банківських кредитів, потрібно враховувати

податкову економію при використанні позикового капіталу. Відсотки за користування кредитом відносяться на собівартість продукції, тому зменшують оподаткований прибуток, а виплата дивідендів здійснюється за рахунок чистого прибутку після сплати податку на прибуток, що призводить до збільшення ціни акціонерного капіталу порівняно з позиковим.

Ціна капіталу від нової емісії облігацій дорівнює:

$$CK_{\text{н.о}} = \frac{K(1-H_{\text{пр}})}{C_0(1-Z_{\text{в}})} \cdot 100, \quad (8.4)$$

де K — сума річного доходу, що сплачується власникам облігацій; C_0 — сума капіталу, залученого від продажу облігацій; $H_{\text{пр}}$ — ставка податку на прибуток; $Z_{\text{в}}$ — витрати на випуск і розміщення нових облігацій.

Ціна капіталу від раніше випущених облігацій не включає витрати на випуск, тому визначається так:

$$CK_{\text{o}} = \frac{K}{C_0}(1-H_{\text{пр}}). \quad (8.5)$$

Ціна капіталу, отриманого за рахунок кредитів, становить:

$$CK_{\text{з.к}} = \frac{P_{\text{к}}(1-H_{\text{пр}})}{K} \cdot 100, \quad (8.6)$$

де $P_{\text{к}}$ — сума відсотків за користування кредитом; K — сума кредиту.

Теоретично ціна капіталу тим вище, чим більше ризик, що пов'язаний із вкладенням капіталу; ризик підвищується зі збільшенням тривалості періоду, на який залучається капітал. З цих позицій найдорожчим джерелом фінансування є власний (акціонерний) капітал і реінвестований (нерозподілений) прибуток, що залучаються на необмежений час, а найдешевшим — непрострочена кредиторська заборгованість як безпроцентний короткостроковий кредит.

Практично фінансові менеджери мають більше можливостей маневру при використанні власного капіталу, тому що можуть застосовувати в короткостроковому періоді різні так-

тичні прийоми зменшення його ціни (наприклад, погодження з акціонерами зменшення суми прибутку, що спрямовується на виплату дивідендів, або тимчасове припинення виплати дивідендів). Умови залучення позикового капіталу закріплені відповідними договорами, змінити їх можна тільки за згодою кредиторів, інакше будуть застосовані штрафні санкції, що ще підвищить ціну капіталу (наприклад, кредиторська заборгованість, перетворюючись з нормальної в прострочену, стає платною через пеню і штрафи).

8.2 Визначення середньозваженої і граничної ціни капіталу

Маючи можливість залучати капітали з різних джерел, фінансові менеджери намагаються оптимізувати структуру капіталу, щоб зменшити так звану середньозважену ціну капіталу WACC (Weighted Average Cost of Capital). Це середня плата (у %) за всі джерела фінансування, вона визначає необхідну норму прибутку для підприємства загалом.

Для розрахунку WACC потрібно спочатку визначити ціну капіталу з кожного джерела, потім визначити їх питому вагу у всьому капіталі, далі — помножити ціну кожного джерела капіталу на його питому вагу і скласти отримані добутки. Для розрахунку питомої ваги найчастіше використовують дані пасиву балансу, однак для більш точного розрахунку за основу слід брати ринкові ціни акцій і облігацій.

Приклад. Розрахувати середньозважену ціну капіталу акціонерного товариства за даними таблиці:

Джерела фінансування (за даними пасиву балансу)	Сума капіталу, тис. грош. од.	Ціна капіталу, %	Питома вага кожного джерела в пасиві
1	2	3	4
<i>Акціонерний капітал</i>			
у т. ч.:			
прості акції	600	32	0,41
привілейовані акції	60	25	0,04

Закінчення табл.

1	2	3	4
Нерозподілений прибуток	300	30	0,20
Позиковий капітал у т. ч.:			
довгострокові кредити	100	20	0,08
короткострокові кредити	400	15	0,27
Разом	1460		1,00

Розв'язок:

$$WACC = 32 \cdot 0,41 + 25 \cdot 0,04 + 30 \cdot 0,2 + 20 \cdot 0,08 + 15 \cdot 0,27 = 25,75 \%$$

Середньозважена ціна капіталу може бути використана в інвестиційному аналізі, як дисконтна ставка для дисконтування грошових потоків при обчисленні чистої теперішньої вартості (NPV) проекту, для зіставлення з внутрішньою ставкою рентабельності (IRR) проектів. Якщо IRR виявиться більше середньозваженої ціни капіталу, то проект може бути схвалений, якщо менше, то проект відхиляється.

За даними американських досліджень 93 % компаній розраховують і використовують WACC для оцінювання доцільності капіталовкладень [10, 411].

При складанні бюджету капіталовкладень застосовується також показник *граничної ціни капіталу* (ГЦК). ГЦК — це середньозважена ціна кожної грошової одиниці додаткового нового капіталу, який залучає підприємство. ГЦК може зростати в разі необхідності залучення певної суми додаткового фінансування за рахунок зовнішніх джерел.

Приклад. Акціонерне товариство має структуру капіталу, що складається із 40 % довгострокового боргу, 2 % привілейованих акцій та 58 % акціонерного капіталу (нерозподілений прибуток плюс прості акції) і планує зберегти таку саму структуру капіталу.

$$\text{Тобто } da = 0,58; dp. a. = 0,02; db = 0,40.$$

Ціна акціонерного капіталу (нерозподілений прибуток + прості акції) = 13,4 %. Ціна акціонерного капіталу у привілейованих акціях = 10,3 %. Ціна позикового капіталу = 10 %.

Податок на прибуток – 25 %.

Розв'язок:

$$WACC = 0,58 \cdot 13,4 \% + 0,02 \cdot 10,3 \% + 0,4 \cdot 10 \% \cdot (1 - 0,25) = 7,77 \% + 0,21 \% + 3,0 \% = 10,98 \%$$

Якщо підприємство не буде змінювати структуру капіталу, то кожна нова грошова одиниця, залучена як джерело фінансування, буде складатись з 58 коп. акціонерного капіталу, 2 коп. привілейованих акцій та 40 коп. боргу. Отже, кожна нова (гранична) гривня капіталу матиме середньозважену ціну 10,98 %.

Проте, чи зможе підприємство залучати все більше додаткового капіталу і зберігати WACC = 10,98 %. Це можливо тільки до певного часу, а потім ГЦК почне підвищуватися. Такий час може настати, наприклад тоді, коли акціонерне товариство розширить свою діяльність настільки, що йому не вистачить суми нерозподіленого прибутку. Воно буде змушене випустити нові прості акції. Витрати на їх випуск і розміщення збільшать ціну акціонерного капіталу, відповідно збільшиться і WACC і тепер кожна додаткова гривня капіталу буде обходитись дорожче.

Граничну ціну капіталу доцільно порівнювати з очікуваною нормою прибутку по інвестиційних проектах чи комерційних операціях, здійснення яких потребує залучення додаткового капіталу. Тільки в разі перевищення очікуваної норми прибутку граничної ціни капіталу, може бути прийняте рішення про додаткові капіталовкладення.

Для зниження середньозваженої вартості капіталу можна використовувати такі прийоми, як зменшення чи тимчасове відмовлення від виплати дивідендів, залучення додаткової кредиторської заборгованості відповідно до угод про постачання товарів (якщо це не загрожує значним зниженням показників ліквідності підприємства), отримання кредитів на пільгових умовах під пріоритетні інвестиційні програми (наприклад, такі кредити можуть надаватись українським підприємствам різними міжнародними фондами й організаціями з підтримки підприємницької діяльності).

8.3 Управління структурою капіталу

Підприємства у практичній фінансовій діяльності прагнуть досягти оптимального співвідношення між джерелами фінансування і дбають про зниження WACC (середньозваженої ціни капіталу), тому що при цьому підвищується вартість підприємства, оскільки існує обернено пропорційна залежність між ціною капіталу і ринковою вартістю підприємства. Пояснюється це тим, що найпоширенішим методом розрахунку ринкової вартості підприємства є метод дохідності, який ґрунтується на дисконтуванні або прямій капіталізації очікуваних щорічних доходів (див. Національний стандарт № 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав”. Затверджено Постановою КМУ від 10.03.03 № 1440). Отже, якщо спрогнозувати середньорічний чистий грошовий потік (чистий прибуток + амортизація), а потім капіталізувати його, використовуючи як дисконтну ставку середньозважену ціну капіталу (WACC), отримаємо вартість підприємства. Що більше грошовий потік, який приносить підприємство, і нижче ціна капіталу, то вища вартість підприємства. У разі зростання вартості фінансування, вартість підприємства знижується. Навпаки, якщо вартість фінансування знижується, вартість підприємства зростає. Такий розрахунок може знадобитись при прийнятті різних управлінських рішень, зокрема при виборі між можливістю продати підприємство за запропонованою ціною, чи реконструювати його.

Приклад. Підприємство можна продати за 4,0 млн грош. од., чи реконструювати. Після реконструкції прогнозується середньорічний чистий грошовий потік – 0,54 млн грош. од. Середньозважена ціна капіталу 12 %. Щоб зробити вибір слід розрахувати вартість підприємства методом капіталізації доходів. Якщо вищою виявиться ціна продажу, то потрібно продати, якщо вищою розрахункова вартість, то вигідніше реконструювати.

Розв’язок:

$$0,54 : 0,12 = 4,5 \text{ млн грош. од.};$$
$$4,5 > 4,0.$$

Отже, краще реконструювати підприємство.

При виборі шляхів додаткового зовнішнього фінансування беруться до уваги фінансові чинники. Розглянемо фінансові чинники, що впливають на вибір джерел фінансування:

- різна ціна капіталу, що залучається із різних джерел;
- додаткові витрати, що пов’язані із залученням додаткового зовнішнього фінансування;
- межа зростання частки позикового капіталу, що зумовлена ризиком втрати платоспроможності;
- несприятлива кон’юнктура фондового ринку для розміщення цінних паперів (наприклад, акцій, облігацій) підприємства у певному періоді.

Основною проблемою оптимізації структури капіталу є визначення співвідношення між позиковими і власними джерелами фінансування. Якщо кошти вигідніше брати в борг, то необхідно з’ясувати до якої межі можна підвищувати це співвідношення, не ризикуючи погіршити ліквідність підприємства.

Фінансовий важіль (леверидж – leverage) – показник, пов’язаний з управлінням структурою капіталу; визначають плече та ефект фінансового важеля.

Плеche фінансового важеля – це співвідношення між позиковим (ПК) і власним капіталом (ВК) – $ПК : ВК$.

Ефект фінансового важеля (ЕФВ) – це приріст рентабельності власного капіталу порівняно із загальною рентабельністю капіталу підприємства, що виникає завдяки використанню позик.

Ефект фінансового важеля (ЕФВ) визначається за формулою:

$$ЕФВ = (ПК : ВК) (P_a - r)(1 - П_{пр}), \quad (8.7)$$

де $ПК : ВК$ – плече фінансового важеля; P_a – рентабельність активів (відношення прибутку до суми активів); r – процентна ставка за користування позикою; $П_{пр}$ – ставка податку на прибуток.

У формулі (8.7) для розрахунку рентабельності активів береться прибуток до сплати процентів за позики і податків, тобто ЕВІТ (Earning before interest and taxes). Для урахування

впливу податку на прибуток є множник $(1 - \Pi_{\text{пр}})$; що більший податок на прибуток, то менший приріст рентабельності власного капіталу порівняно із загальною рентабельністю активів. ЕФВ показує на скільки процентів рентабельність власного (акціонерного) капіталу перевищує загальну рентабельність всього капіталу підприємства.

Фінансовий важіль показує перевагу використання капіталу, який взято в борг під фіксований процент, для інвестицій, які приносять вищий прибуток, ніж сплачені проценти. Приріст рентабельності власного капіталу буде тим більший, чим “довше” плече важеля, тобто більше співвідношення ПК: ВК та більша різниця між рентабельністю активів і ставкою позичкового процента. Однак фінансовий важіль може мати і зворотний (від’ємний) ефект, який одразу ж виявиться, якщо прибуток підприємства стане нижче вартості позикового капіталу.

Розглянемо на прикладі, як виявляється ЕФВ за різних показників рентабельності активів, плеча фінансового важеля і однакової процентній ставці за користування позицією.

Розрахувати рентабельність власного капіталу ($P_{\text{вк}}$) і ЕФВ, якщо процентна ставка за кредит — 10 %, рентабельність активів становить 20 % (1-й варіант), 12 % (2-й варіант), 8 % (3-й варіант), а частка боргу змінюється від 25 до 75 %.

1. Рентабельність активів 20 %:

а) частка боргу — 25 %:

$$\text{ЕФВ} = \frac{25}{75(20\% - 10\%)} = 3,33 \%;$$

$$P_{\text{вк}} = P_{\text{а}} + \text{ЕФВ} = 20 \% + 3,33 \% = 23,33 \%;$$

$$\text{ЕФВ} = 3,33 \%;$$

б) частка боргу — 50 %:

$$\text{ЕФВ} = \frac{50}{50(20\% - 10\%)} = 10 \%;$$

$$P_{\text{вк}} = 20 \% + 10 \% = 30 \%;$$

в) частка боргу — 75 %:

$$\text{ЕФВ} = \frac{75}{25(20\% - 10\%)} = 30 \%;$$

$$P_{\text{вк}} = 20 \% + 30 \% = 50 \%;$$

2. Рентабельність активів 12 %:

а) частка боргу — 25 %:

$$\text{ЕФВ} = \frac{25}{75(12\% - 10\%)} = 0,67 \%;$$

$$P_{\text{вк}} = 12 \% + 0,67 \% = 12,67 \%;$$

б) частка боргу — 50 %:

$$\text{ЕФВ} = \frac{50}{50(12\% - 10\%)} = 2 \%;$$

$$P_{\text{вк}} = 12 \% + 2 \% = 14 \%;$$

в) частка боргу — 75 %:

$$\text{ЕФВ} = \frac{75}{25(12\% - 10\%)} = 6 \%;$$

$$P_{\text{вк}} = 12 \% + 6 \% = 18 \%;$$

3. Рентабельність капіталу — 8 %:

а) частка боргу — 25 %:

$$\text{ЕФВ} = \frac{25}{75(8\% - 10\%)} = -0,67 \%;$$

$$P_{\text{вк}} = 8 \% - 0,67 \% = 7,33 \%;$$

б) частка боргу — 50 %:

$$\text{ЕФВ} = \frac{50}{50(8\% - 10\%)} = -2 \%;$$

$$P_{\text{вк}} = 8 \% - 2 \% = 6,0 \%;$$

в) частка боргу — 75 %:

$$\text{ЕФВ} = \frac{75}{25(8\% - 10\%)} = -6 \%;$$

$$P_{\text{вк}} = 8 \% - 6 \% = 2,0 \%;$$

Плече фінансового важеля показує фінансовий ризик, пов'язаний з структурою капіталу. Отже, при недостатньо високій рентабельності капіталу підприємство, що має більшу частку позикового капіталу, швидше втрачає платоспроможність, оскільки виникає від'ємний ефект фінансового важеля. Підвищується ризик несплати процентів і повернення боргу для кредиторів. Виходячи з цього кредитори зазвичай визначають верхню межу частки позикового капіталу в структурі капіталу потенційного позичальника. Зарубіжний досвід свідчить, що для промислових компаній така межа становить 50 %, для підприємств комунальних послуг — 60 %, а торговельні фірми з високоліквідними активами можуть мати ще більшу частку боргу.

Частка позикового капіталу впливає і на процентну ставку. Зі збільшенням плеча фінансового важеля позиковий капітал, звичайно, дорожчає. Проте залежність процента за кредит від структури капіталу є нелінійною, оскільки на неї впливають також інші фактори, наприклад, суб'єктивне рішення кредитора. У таких випадках вирішальну роль відіграє показник рентабельності капіталу. Якщо рентабельність висока, процентна ставка може підвищуватися не істотно, навіть при значному збільшенні плеча фінансового важеля.

Фінансовий важіль додає фінансовий ризик до підприємницького ризику пов'язаного з діяльністю підприємства. *Підприємницький ризик* — це невизначеність стосовно отримання загального прибутку до сплати процентів і податків (ЕВІТ) від основної діяльності. Він зумовлений багатьма факторами, основні з яких — зміна попиту на продукцію підприємства, зміна цін на вироблену продукцію, а також на сировину, матеріали, підвищення інших витрат на виробництво і збут тощо. Істотною складовою підприємницького ризику є так званий операційний ризик, який вимірюється рівнем операційного важеля і залежить від суми умовно-постійних витрат підприємства (див. підрозділ 6.2).

Фінансові та операційні ризики тісно пов'язані між собою тим, що витрати з обслуговування боргу (сплата процентів

за позики) належать до умовно-постійних витрат, а отже, при збільшенні частки позикового капіталу (плеча фінансового важеля) дещо підвищується і рівень операційного важеля.

Західний досвід оптимізації структури капіталу в наш час досить складно застосовувати у вітчизняній практиці фінансування підприємств, оскільки за кордоном при виборі варіанта оптимізації керуються вихідним принципом, що позиковий капітал дешевший від власного. В Україні ж високі процентні ставки за кредити не покриваються прибутком, який створюють підприємства. Отже, для більшості підприємств сама постановка завдання оптимізації структури капіталу видається передчасною, оскільки неможливо отримати кредити на прийнятних умовах. Проте після закріплення позитивних тенденцій зростання економіки країни, менеджери підприємств усе частіше вживатимуть заходи щодо оптимізації структури капіталу.

■ Для повторення

Терміни і поняття: ціна капіталу; методи зниження ціни капіталу; середньозважена ціна капіталу (WACC); гранична ціна капіталу; структура капіталу; фінансовий (леверидж — leverage); плече та ефект фінансового важеля; використання боргів для фінансування підприємства.

■ Висновки

1. Ціна капіталу розглядається у фінансовому менеджменті, з одного боку, як процентна ставка, яку потрібно платити інвесторам, що вкладають капітал у підприємство, а з другого боку — як необхідна ставка доходу, яку має отримувати підприємство, щоб покривати витрати по залученню капіталу.

2. Кожне джерело фінансування має свою ціну. Залучаючи капітал з різних джерел (випуск акцій, облігацій, отримання кредитів тощо), фінансові менеджери намагаються забезпечити зниження середньозваженої ціни капіталу (WACC), тобто середньої плати (у %) за всі джерела фінансування. WACC ви-

УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ

користується: а) для оцінювання доцільності капіталовкладень як дисконтна ставка при обчисленні NPV інвестиційних проектів; б) для зіставлення з IRR проектів, проекти з IRR нижче WACC відхиляються; в) для визначення ринкової вартості підприємства методом дохідності як дисконтна ставка.

3. Показник гранична ціна капіталу використовується при складанні плану капіталовкладень і вказує на ціну кожної одиниці додаткового нового капіталу, який залучає підприємство. Гранична ціна капіталу починає зростати при певному збільшенні додаткового капіталу. Рішення про додаткові капіталовкладення може прийматись тільки за умови перевищення очікуваної норми прибутку від інвестицій граничної ціни капіталу.

4. Залучення позикового капіталу в розумних межах викликає позитивний ефект фінансового левериджу (важеля), тобто завдяки використанню позик приріст рентабельності власного капіталу буде більшим, ніж приріст рентабельності активів.

5. Завдання фінансового менеджера — підтримувати оптимальну структуру капіталу, щоб використовувати позитивний ефект фінансового левериджу, не допускати появи від'ємного ефекту фінансового важеля, не збільшувати ризик втрати фінансової стійкості підприємства.

Контрольні питання і завдання

1. Дайте визначення поняття “ціна капіталу”.
2. Як розраховується ціна акціонерного капіталу і нерозподіленого прибутку?
3. Як розраховується ціна позикового капіталу?
4. Як визначити середньозважену ціну капіталу і для чого використовується цей показник?
5. Як визначити граничну ціну капіталу?
6. У чому виявляється позитивний і від'ємний ефект фінансового важеля?

Література [7; 8; 10; 11; 13; 15; 16; 18; 19; 20; 22; 26; 29]

9.1 Інвестиційний портфель підприємства

Підприємства здійснюють інвестиційну діяльність у різних формах і напрямках, які обираються відповідно до обраної інвестиційної політики. Залежно від пріоритетів інвестиційної політики формується відповідний інвестиційний портфель.

Інвестиційний портфель — це сукупність різних інвестиційних інструментів, які забезпечують здійснення стратегії розвитку підприємства, отримання додаткового прибутку, диверсифікацію вкладень капіталу. Інвестиційний портфель може включати наступні види інвестицій:

- капітальні (або реальні) інвестиції в основні засоби, нематеріальні активи і товарно-матеріальні запаси для розвитку й удосконалення операційної діяльності;
- фінансові інвестиції в різні види фінансових активів, які поділяються на прямі та портфельні.

Прямі інвестиції — внесення коштів чи майна в статутний капітал іншого підприємства в обмін на отримання корпоративних прав.

Портфельні інвестиції — придбання різних видів цінних паперів на фінансовому ринку.

За періодом інвестування розрізняють короткострокові та довгострокові інвестиції. Короткострокові інвестиції характеризуються вкладенням капіталу на період не більш як один рік (наприклад, придбання цінних паперів з періодом погашення до 1 року). Довгострокові інвестиції — вкладення капіталу на період більше ніж 1 рік (наприклад, капітальні вкладення, внески до статутного капіталу інших підприємств, придбання цінних паперів з терміном погашення більше 1 року).

Сучасні великі підприємства пріоритетом інвестиційної політики, звичайно, вважають інноваційну діяльність, тобто

складову інвестиційної діяльності, яка спрямована на використання і комерціалізацію результатів наукових досліджень та розробок і зумовлює випуск на ринок нових конкурентоспроможних товарів і послуг. Відповідно до інноваційної спрямованості інвестиційної діяльності значну частку в структурі інвестиційного портфеля великих підприємств можуть становити капітальні інвестиції у створенні інноваційних продуктів. Найбільшою мірою інноваційності вирізняється інвестиційна діяльність транснаціональних корпорацій (ТНК), які спрямовують на фінансування інновацій величезні кошти.

Інновації — це новостворені або вдосконалені конкурентоспроможні технології, продукція або послуги, а також організаційно-технічні рішення виробничого, адміністративного, комерційного або іншого характеру, що істотно поліпшують структуру та якість виробництва і соціальної сфери.

Провідні українські підприємства також намагаються підвищувати ступінь інноваційності своєї діяльності. Однак інноваційну активність вітчизняних підприємств стримує відсутність достатніх обсягів власних грошових коштів і недостатня підтримка з боку держави.

Для підвищення частки інноваційних проектів у інвестиційних портфелях українських підприємств необхідне поєднання зусиль їх керівництва з державною підтримкою. Якщо основним завданням топ-менеджерів підприємств є правильний вибір інноваційних проектів, то завдання держави — створити стимулююче економічне середовище для інноваційної діяльності підприємств.

9.2 Методи оцінювання ефективності інвестиційних проектів

Капітальні (реальні) інвестиції здійснюються у формі фінансування конкретних інвестиційних чи інноваційних проектів. Доцільність капітальних інвестицій визначається ефективністю того чи іншого проекту. Щоб вибрати інвестиційні проекти, які доцільно реалізовувати, існує кілька формалізованих

методів, рекомендованих міжнародними стандартами та використовуваних у світовій практиці. Ці методи можна умовно поділити на дві групи:

- 1) прості, які використовуються для швидкого попереднього оцінювання і відсіювання проектів;
- 2) більш точні, які враховують часовий лаг між первісними інвестиціями і надходженнями майбутніх доходів; їх використовують при складанні бізнес-планів інвестиційних проектів.

До першої групи належать методи: облікової (бухгалтерської) норми прибутку, розрахунку коефіцієнта ефективності капіталовкладень; окупності капітальних вкладень.

Метод облікової (бухгалтерської) норми прибутку полягає у визначенні середньої норми прибутку за період життя проекту (чистий бухгалтерський прибуток треба поділити на середні витрати по проекту). Вибирають проект із найбільшою середньою нормою прибутку. Розрахунок облікової (бухгалтерської) норми прибутку наведено в табл. 9.1, де показані два варіанти розрахунку: перший — враховує тільки чистий прибуток, другий — більш точний, оскільки до уваги береться грошовий потік проекту (чистий прибуток + амортизація).

Таблиця 9.1

Розрахунок облікової (бухгалтерської) норми прибутку

№ пор.	Показник	Варіант 1 (без розрахунку грошового потоку)	Варіант 2 (на базі розрахунку грошового потоку)
1	2	3	4
1	Середні доходи від реалізації (за період життя), тис. грн.	1000,0	1000,0
2	Середні витрати по проекту: усього, тис. грн. у т. ч. амортизація, тис. грн.	700,0 200,0	700,0 200,0

Закінчення табл. 9.1

1	2	3	4
3	Середній прибуток, тис. грн. (р. 1 – р. 2.)	300,0	300,0
4	Середній податок на прибуток (25 %), тис. грн.	75,0	75,0
5	Середній чистий бухгалтерський прибуток, тис. грн.	225,0	225,0
6	Середній чистий грошовий потік проекту, тис. грн. (р. 2.1 + р. 5)	-	425,0
7	Середня норма прибутку (рівень рентабельності проекту), %	$225,0 : 700,0 \cdot 100 = 32,1$	$425,0 : 700,0 \cdot 100 = 60,7$

Метод розрахунку коефіцієнта ефективності капіталовкладень – Average Accounting Return (AAR). Цей коефіцієнт обчислюється, як результат ділення середньорічного чистого прибутку на середню суму капіталовкладень. Середня сума капіталовкладень розраховується діленням суми первісних капіталовкладень (I) на два, оскільки реалізація проекту починається з суми (I), а закінчується нулем.

Приклад. Середньорічний прибуток від експлуатації нового обладнання складе 30 тис. грн, податок на прибуток – 25 %; первісні капіталовкладення (вартість придбання обладнання) становитимуть 150 тис. грн.

Розв'язок:

Середньорічний чистий прибуток = $30 - 30 \cdot 0,25 = 22,5$ тис. грн.

Середня сума капіталовкладень = $150 : 2 = 75$ тис. грн.

$ARR = 22,5 : 75 = 0,3$.

Показник ARR порівнюється з коефіцієнтом рентабельності активів (ROA) підприємства. Доцільно реалізовувати проєкт, якщо $ARR > ROA$.

Метод окупності капітальних вкладень передбачає визначення кількості років, необхідних для повного відшкодування первісних витрат. Первісні капітальні вкладення потрібно роз-

ділити на середньорічний чистий прибуток (або середньорічний грошовий потік). Якщо прогнозуються різні грошові потоки за роками, то щорічні грошові потоки слід складати доти, доки сума не зрівняється із сумою первісних вкладень. Обирають проєкт з найменшим терміном окупності.

До другої групи відносяться методи: чистої теперішньої (приведеної) вартості – Net Present Value (NPV); внутрішньої норми прибутку (ставки рентабельності – Internal Rate of Return (IRR); дисконтний метод окупності капітальних вкладень.

В основу використання цих методів покладена процедура дисконтування грошових потоків, про яку йшлося в темі 4, що дає змогу врахувати зміну вартості грошей з часом при прийнятті інвестиційних рішень.

Для фінансових менеджерів при використанні цих методів найвідповідальнішим моментом є вибір дисконтної ставки. Її розмір має враховувати ризикованість проєкту. Дисконтні ставки зростають, якщо зростають відсотки за користування кредитом і темпи інфляції. Більш тривалий проєкт, звичайно, більш ризикований, оскільки зростає невпевненість у поверненні вкладених грошей. Тому за інших рівних умов довгострокові проєкти варто дисконтувати за більш високими ставками, ніж короткострокові.

Найчастіше для оцінювання ефективності проєктів використовується метод NPV.

Чиста теперішня (приведена) вартість (NPV) – різниця між теперішньою вартістю майбутніх грошових потоків (PV) і первісними інвестиціями (I).

Якщо величина NPV позитивна, інвестування є економічно прийнятним, якщо негативна – воно не вигідне для інвесторів, оскільки в цьому випадку майбутні доходи (з урахуванням знецінювання з часом) не відшкодовують первісних інвестицій.

Приклад. Визначити NPV інвестиційного проєкту, якщо доходи будуть надходити в сумі 10 тис. грош. од., 30 тис. і 35 тис. грош. од., відповідно через 3, 4 і 5 років. При первісній інвестиції 50 тис. грош. од., дисконтна ставка дорівнює 15 %.

Розв'язок:

1) визначаємо дисконтовану вартість майбутніх доходів:

$$\frac{10}{(1+0,15)^3} + \frac{30}{(1+0,15)^4} + \frac{35}{(1+0,15)^5} = 10 \cdot 0,6575 + 30 \cdot 0,5718 + 35 \cdot 0,4972 = 41,13 \text{ тис. грош. од.};$$

2) визначаємо NPV:

$$41,13 - 50 = -8,87 \text{ тис. грош. од.}$$

Отже, інвестувати такий проект не вигідно.

Якщо розділити NPV на суму первісних інвестицій, вийде показник, який називається "індекс прибутковості". При розгляді кількох проектів кращим буде той, у якого вище індекс прибутковості чи більше NPV.

Метод внутрішньої норми прибутку (IRR). IRR — це дисконтна ставка, за якої NPV проекту дорівнює нулю, тобто PV (приведена вартість) грошових потоків проекту дорівнює I (первісним інвестиціям): $PV=I$, або $FV \frac{1}{(1+r)} = I$; ставка r у цьому випадку і є IRR, яку можна розглядати або як мінімально допустиму норму прибутку, або як максимальну ставку відсотка, під яку підприємство може залучати кошти для фінансування інвестиційних проектів, щоб не мати грошових втрат по проекту.

IRR можна визначити двома методами: послідовних наближень та графічно. Метод послідовних наближень полягає у послідовному розрахунку значень NPV при різних дисконтних ставках доти, доки не буде знайдена ставка, за якої $NPV = 0$ або майже дорівнює нулю, оскільки при такому способі використовують дисконтні ставки, що становлять ціле число, а IRR може знаходитися між двома цілими ставками, наприклад при 15 % NPV ще додатна, а при 16 % — вже від'ємна. Це означає, що IRR буде складати 15 % з десятими. Хоча за методом послідовних наближень не можна абсолютно точно розрахувати IRR, для практичних розрахунків цього досить.

При розрахунку IRR графічно (див. рис. 9.1) треба виконати наступні процедури: задати якусь дисконтну ставку, визна-

чити NPV проекту та поставити відповідну точку на графіку (точка А); задати значно більшу дисконтну ставку, розрахувати NPV, яка різко зменшиться, поставити другу точку на графіку (точка Б); з'єднати обидві точки і за потреби продовжити криву NPV до перетину з віссю ординат. Точка перетину й буде IRR.

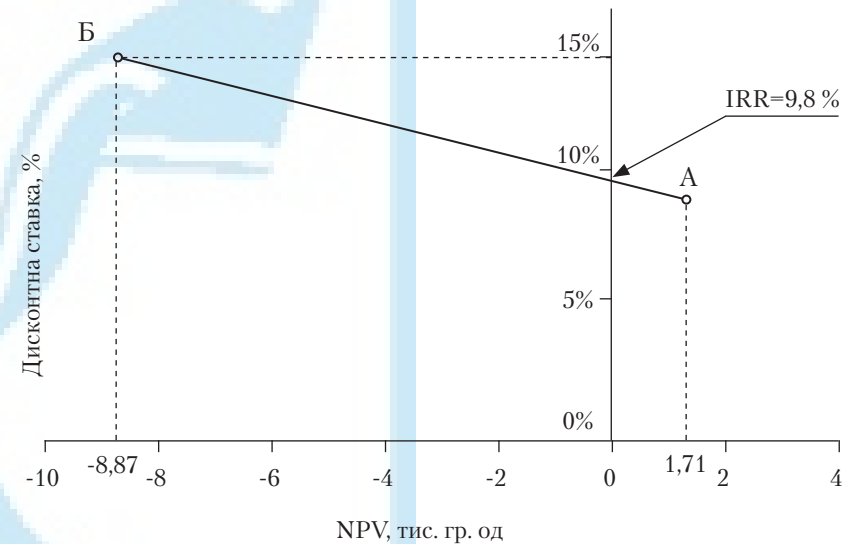


Рис. 9.1. Графік визначення IRR

Приклад. Визначити IRR інвестиційного проекту, використавши вихідні дані попереднього прикладу.

Розв'язок:

1. Метод послідовних наближень.

При ставці дисконтування 15 % NPV проекту складає -8,87 тис. грош. од.

Задаємо більш низьку дисконтну ставку $r = 14 \%$ і розрахуємо NPV:

$$NPV = \frac{10}{(1+0,14)^3} + \frac{30}{(1+0,14)^4} + \frac{35}{(1+0,14)^5} - 50 = 10 \cdot 0,675 + 30 \cdot 0,592 + 35 \cdot 0,519 - 50 = 42,675 - 50 = -7,325 \text{ тис. грош. од.}$$

Будемо знижувати дисконтну ставку до отримання першого позитивного значення NPV:

$$r = 12 \%, \text{ NPV} = 10 \cdot 0,712 + 30 \cdot 0,683 + 35 \cdot 0,567 - 50 = -3,955 \text{ тис. грош. од.};$$

$$r = 10 \%, \text{ NPV} = 10 \cdot 0,75 + 30 \cdot 0,683 + 35 \cdot 0,621 - 50 = -0,265 \text{ тис. грош. од.};$$

$$r = 9 \%, \text{ NPV} = 10 \cdot 0,772 + 30 \cdot 0,708 + 35 \cdot 0,65 - 50 = 1,71 \text{ тис. грош. од.}$$

Таким чином, NPV проекту перетворюється на нуль, коли ставка дисконтування вища 9 %, але нижча 10 %. Тобто $\text{IRR} \approx 9,8 \%$.

Кожне підприємство може визначити для себе необхідну внутрішню норму прибутку, тобто мінімально припустимий розмір прибутку, який інвестор має отримати на кожну грошову одиницю капітальних вкладень. Ця норма залежить від податкової і кредитної політики, умов фінансування. Потім прогнозують майбутні доходи (грошові потоки) від реалізації конкретного проекту і розраховують його IRR. Якщо IRR проекту вище встановленого підприємством необхідного значення, проект приймається, якщо нижче — відхиляється.

Якщо прогнозують однакові грошові потоки від реалізації проекту, то задача визначення IRR спрощується. У цьому випадку застосовують формулу для визначення теперішньої вартості анuitету (PV_a). Оскільки грошові потоки по проекту є анuitетом, то необхідно визначити відсоткову ставку, за якої

$$A \cdot K'_{r,n} = I,$$

де A — щорічний грошовий потік; $K'_{r,n}$ — акумулюючий коефіцієнт дисконтування при ставці r та кількості років n ; I — первісні інвестиції.

Приклад. Первісні інвестиції по проекту становлять 20555 грош. од. Щорічні грошові потоки прогнозуються по 5000 грош. од. протягом 6 років. Необхідна ставка доходу для підприємства — 15 %. Чи варто фінансувати цей проект?

Розв'язок. $5000 \cdot K'_{r,n} = 20555$, звідки $K'_{r,n} = 4,111$. За таблицею акумулюючих коефіцієнтів для визначення теперішньої

вартості анuitетів знаходимо, що коефіцієнту 4,111 при періоді в 6 років відповідає значення $r = 12 \%$. Це значення і є IRR розглянутого проекту.

Оскільки необхідна ставка доходу для підприємства вища (15 %) проект фінансувати не слід.

Дисконтний метод окупності капітальних вкладень передбачає, що щорічний грошовий потік дисконтується по необхідній ставці прибутку, і дисконтовані величини підсумовують доти, доки сума не досягне суми первісних інвестицій. Проекти з більш коротким терміном дисконтованої окупності переважніше.

Приклад. Сума первісних інвестицій 55 тис. грн. Очікуються наступні грошові потоки від реалізації проекту: 1-й рік — 10 тис. грн, 2-й рік — 15 тис. грн, з 3-го року — по 20 тис. грн щорічно. Необхідна норма прибутку 15 %.

Визначити період окупності капіталовкладень.

Розв'язок. Обрахуємо теперішню вартість (PV) грошових потоків:

$$PV = 10 : (1 + 0,15) + 15 : (1 + 0,15)^2 + 20 : (1 + 0,15)^3 + 20 : (1 + 0,15)^4 + 20 : (1 + 0,15)^5 = 10 \cdot 0,87 + 15 \cdot 0,756 + 20 \cdot 0,658 + 20 \cdot 0,572 + 20 \cdot 0,497 = 54,58 \text{ тис. грн.}$$

Отже, період окупності капіталовкладень складе трохи більше 5-ти років.

Для зменшення ризику, пов'язаного з фінансуванням капітальних вкладень, використовують різні прийоми перевірки інвестиційних проектів на чутливість до виникнення різних несприятливих ситуацій. Той проект, який більше реагує на зміну умов, вважається більш ризикованим. Наприклад, можна підвищити дисконтну ставку і з'ясувати, наскільки суттєво це впливає на NPV проекту: той проект, у якого більше при цьому знижується величина NPV, є ризикованішим.

Приклад. Є два інвестиційних проекти — А і Б; первісні інвестиції однакові і складають по кожному проекту 1600 грош. од.

По проекту А грошові потоки становлять:

1-й рік — 1000 грош. од.;

2-й рік — 1500 грош. од.

По проекту Б грошові потоки складають:

1-й рік — 1800 грош. од.,

2-й рік — 700 грош. од.

Який проект більш ризикований?

Розв'язок. Спочатку робимо розрахунок NPV за дисконтною ставкою 10 %, потім підвищуємо ставку до 12 %.

При ставці 10 %: NPV (A) = 548 грош. од., NPV (B) = 614,9 грош. од.

При ставці 12 %: NPV (A) = 488,5 грош. од., NPV (B) = 565,3 грош. од.

Підраховуємо відхилення в абсолютних і відносних величинах: для проекту А:

— абсолютне відхилення: $548 - 488,5 = 59,5$ грош. од.,

— відносне відхилення: $59,5 : 548 \cdot 100 \% = 10,85 \%$;

для проекту Б:

— абсолютне відхилення: $614,9 - 565,3 = 49,6$ грош. од.,

— відносне відхилення: $49,6 : 614,9 \cdot 100 \% = 8 \%$.

Проект А більш ризикований, тому що NPV (A) більше реагує на зміну дисконтної ставки.

Можна застосувати і такий підхід, як поділ прогнозованих майбутніх грошових потоків по проекту на безпечну (надійну) і ризиковану частину. Частка безпечних надходжень визначається експертним шляхом. Ризикована частина грошових потоків відкидається, а безпечна дисконтується по безпечній дисконтній ставці (у світовій практиці приймається на рівні прибутковості державних цінних паперів, тобто низькодохідних, але безпечних вкладень капіталу). Далі визначається NPV тільки з урахуванням безпечної частини дисконтованого грошового потоку. Якщо навіть при зменшенні грошового потоку до безпечної частини виходить позитивне значення величини NPV, інвестиційний проект вважається надійним.

Приклад. За підрахунками інвестиційний проект протягом 5 років щорічно буде приносити наступні грошові потоки:

1-й рік — 7000 грош. од.; 4-й рік — 4000 грош. од.;

2-й рік — 6000 грош. од.; 5-й рік — 3000 грош. од.

3-й рік — 5000 грош. од.;

Частка безпечних надходжень за експертною оцінкою становить:

1-й рік — 95 %; 4-й рік — 60 %;

2-й рік — 80 %; 5-й рік — 40 %.

3-й рік — 70 %;

Первісні інвестиції — 11000 грош. од. Безпечна дисконтна ставка — 10 %. Визначити, чи дуже ризикований цей проект.

Розв'язок. Визначаємо NPV, враховуючи лише безпечні надходження:

$$NPV = \frac{7000 \cdot 0,95}{(1+0,1)} + \frac{6000 \cdot 0,8}{(1+0,1)^2} + \frac{5000 \cdot 0,7}{(1+0,1)^3} + \frac{4000 \cdot 0,6}{(1+0,1)^4} + \frac{3000 \cdot 0,4}{(1+0,1)^5} -$$

$$- 11000 = 6158 + 4113 + 2779 + 1764 + 817 - 11000 = 15631 -$$

$$- 11000 = 4631.$$

Позитивне значення NPV показує, що проект достатньо безпечний.

Існують й інші прийоми перевірки проектів на чутливість до погіршення умов.

Формалізовані методи оцінювання ефективності інвестиційних проектів досить умовні, що обов'язково треба брати до уваги при виборі варіантів капітальних інвестицій. Головна умовність — це припущення, що менеджери можуть детально й точно прогнозувати майбутні грошові потоки. Практично — це дуже важка задача, тому що на майбутні грошові потоки впливає безліч факторів (обсяг і ціни реалізації продукції, підвищення заробітної плати, цін на сировину, матеріали, накладних витрат, відсотків по кредитах, податків тощо). Чим віддаленіший період, тим складніше зробити правильний прогноз. А переоцінка або недооцінка майбутніх грошових потоків може привести до того, що буде фінансуватися проект, який треба було відхилити і, навпаки, підприємство може відмовитися від вигідних вкладень.

У розрахунок NPV, звичайно, закладають ту саму дисконтну ставку на весь період реалізації проекту. Насправді вона, як і відсотки по кредитах, змінюється, але спрогнозувати на пер-

спективу ці зміни з достатнім ступенем імовірності практично неможливо.

Отже, використання формалізованих методів істотно допомагає приймати інвестиційні рішення, слугує їх основою, але ухвалення остаточного рішення в кожному конкретному випадку обов'язково доповнюється неформалізованими оцінками, і значною мірою результат залежить від досвіду, кваліфікації і навіть інтуїції менеджерів.

9.3 Управління реальними інвестиціями

Як об'єкти управління капітальні (реальні) та фінансові інвестиції мають свої особливості, які визначають процедуру організації управління вкладеним капіталом. Капітальні інвестиції слід віднести до складніших об'єктів управління, ніж фінансові, оскільки вони пов'язані з реалізацією різноманітних інвестиційних проектів, кожний з яких має свою технічну, технологічну, організаційну специфіку. Саме специфічність й індивідуальність інвестиційних проектів ускладнює процес управління ними, не дає змоги повністю стандартизувати й автоматизувати виконання управлінських рішень. Підприємства, які займаються виробничо-господарською діяльністю, обов'язково мають у інвестиційному портфелі конкретні інвестиційні та інноваційні проекти для розвитку виробництва, оновлення асортименту продукції і технологій для освоєння нових видів діяльності та ін.

Процес управління капітальними інвестиціями складається з кількох етапів:

- обґрунтування варіантів капіталовкладень і прийняття рішень про фінансування;
- визначення джерел фінансування;
- організація фінансування капітальних вкладень;
- моніторинг інвестиційних проектів;
- організація виходу з проекту в разі потреби;
- визначення фактичної ефективності капітальних вкладень і постаудит.

Кожний із цих етапів, своєю чергою, розкладається на кілька організаційних процедур. На рис. 9.1 показано складові процесу ухвалення рішень щодо капітальних інвестицій.

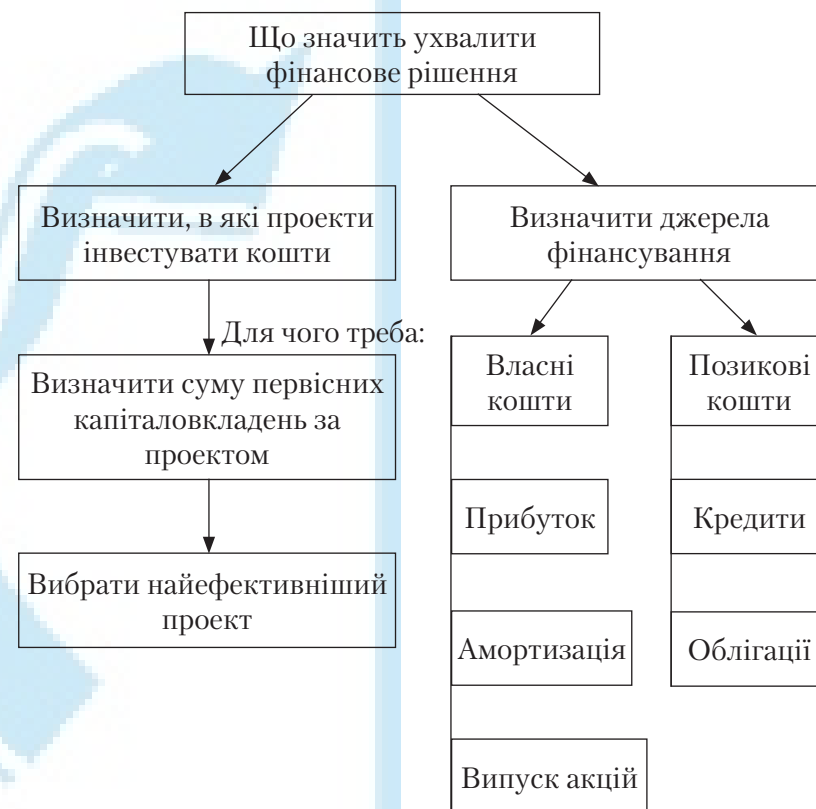


Рис. 9.1. Процес ухвалення рішення щодо капітальних вкладень

Отже, перший крок – розрахунок первісних інвестицій по кожному інвестиційному проекту. Для цього необхідно з'ясувати, за якою ціною можна придбати (побудувати) те, що потрібно для його здійснення (ліцензія, ноу-хау, будівлі, споруди, машини, устаткування, сировина тощо), які вимагаються додаткові витрати (упакування, доставка, монтаж, підготовка

кадрів і т. ін.), а також який дохід можна отримати від продажу активів, що вивільняються. Первісна сума капіталовкладень визначається як різниця між первісними витратами і первісним доходом (від реалізації непотрібного майна). Інвестиційний проект може бути відхилений уже на цьому етапі через неможливість профінансувати первісні капітальні вкладення.

Якщо проект може бути профінансований, потрібно оцінити доцільність його реалізації. Часто на цьому етапі треба вибрати найкращий проект з кількох можливих варіантів. Таким чином, другий крок — це прогнозування майбутніх доходів. Для цього розраховується додатковий прибуток, а для більш точних розрахунків — додатковий грошовий потік, що може отримувати підприємство щорічно в результаті реалізації інвестиційного проекту.

Додатковий грошовий потік — приріст грошового потоку, отриманий за рахунок здійснення інвестиційного проекту протягом його економічного циклу життя.

Економічний цикл життя проекту — це період, упродовж якого інвестиції забезпечують достатній грошовий потік. Цей період часто перевищує термін окупності первісних інвестицій, але може бути коротшим від фізичного циклу життя проекту (період, за який відбувається фізичний знос об'єкта інвестування). При оцінюванні проектів з довготривалим економічним циклом життя (більш як 10 років) зазвичай обмежуються так званим плановим періодом життя проекту, тобто періодом, для якого можна виконати достатньо реальні прогнозні розрахунки ефективності вкладень, застосовуючи методи, розглянуті в підрозділі 9.2.

Фінансові менеджери не тільки повинні вміти вибирати найкращі інвестиційні проекти, а й запропонувати оптимальну стратегію фінансування капітальних вкладень. Отже, наступний крок — визначення джерел фінансування.

Стратегія фінансування капітальних вкладень — це програма, у якій представлені суми залучення коштів за рахунок кожного власного чи позикового джерела, терміни їх залучення, і тривалість періоду, на який залучаються кошти.

Проект може фінансуватися в кілька етапів, які відрізняються структурою джерел фінансування, тобто різними співвідношеннями власних і позикових джерел, що також відбивається у програмі.

Процес розробки стратегії фінансування передбачає:

- розрахунки ціни капіталу, що залучається з різних джерел (див. підрозділ 8.1);
- оцінку впливу зміни структури капіталу на граничну ціну капіталу;
- урахування збільшення фінансового ризику при значному залученні позикових засобів;
- оцінку впливу різних варіантів залучення капіталу на показники платоспроможності і фінансової стійкості підприємства;
- узгодження стратегії фінансування капітальних вкладень з дивідендною політикою (див. підрозділ 6.4).

На вибір стратегії фінансування значною мірою впливають не тільки внутрішні фактори — темпи зростання прибутку, бажання чи небажання засновників збільшити частку прибутку, що спрямовується на реінвестування, замість зростання дивідендних виплат, а й зовнішні — досяжність для підприємства банківських кредитів, рівень процентних ставок за користування кредитом, можливість залучення капіталу через ринок цінних паперів, стабільність податкового законодавства, рівень інфляції, а також інші фактори, які можна об'єднати в одне загальне поняття “інвестиційний клімат”.

Для реалізації на практиці обраної стратегії фінансування менеджери повинні виконати певні організаційні процедури залучення джерел капіталовкладень:

- укласти кредитні угоди з банками;
- організувати, зареєструвати і здійснити емісію та первісне розміщення акцій, облігацій;
- укласти угоди з інвестиційним банком, інвестиційним фондом або іншими фінансовими посередниками, страховою компанією.

Після початку фінансування капіталовкладень фінансові менеджери мають забезпечити моніторинг інвестиційного проєкту, щоб вчасно виявити відхилення від бізнес-плану і прийняти міри з їх усунення. Моніторинг інвестиційного проєкту — це постійне стеження за дотриманням термінів вкладання коштів, отримання доходів і досягнення інших показників, передбачених фінансовим розділом бізнес-плану.

Здійснення капіталовкладень пов'язане з певними інвестиційними ризиками (див. тему 10), тому можуть виникати ситуації, коли фінансові менеджери мають обґрунтувати найкращий варіант виходу з проєкту ще до завершення капіталовкладень або вже після введення об'єктів капіталовкладень в експлуатацію (наприклад, продаж невстановленого обладнання і об'єктів незавершеного будівництва, тимчасова консервація, здача в оренду і т. ін.). Обирають варіант, який може звести до мінімуму фінансові втрати в результаті відмови від проєкту.

У процес управління капіталовкладеннями входить також процедура постаудиту [28]. Вона включає порівняння фактичних результатів із запланованими і з'ясування причин виникнення відхилень. Наприклад, керівництво багатьох зарубіжних фірм вимагає від експлуатаційних відділів щомісячних звітів протягом шести місяців функціонування нового проєкту, а потім — щоквартальних звітів доти, доки не будуть досягнуті очікувані результати. Тільки після цього спеціальні звіти не вимагаються.

Постаудит вважається складною процедурою. По-перше, на діючому підприємстві дуже важко відокремити поточні результати конкретних капіталовкладень від загальних результатів діяльності підприємства; по-друге, іноді складно вимірювати фактичну економію витрат від реалізації проєкту (наприклад, від застосування нової комп'ютерної системи); по-третє, часто на момент отримання результатів від довгострокових інвестицій нема кому пред'являти претензії, оскільки менеджери відповідальні за ці результати, вже змінили місце роботи. Отже, мета постаудиту полягає не у відшкодуванні збитків (якщо вони є), а в аналізі ситуації для запобігання помилок і втрат при фінансуванні наступних інвестиційних проєктів.

9.4

Управління фінансовими інвестиціями

Прямі фінансові інвестиції (внесення коштів у статутний капітал іншого підприємства) здійснюються підприємствами періодично і найчастіше з метою реалізації певної стратегії економічного розвитку, наприклад, заснування дочірніх підприємств для виробництва нової продукції, створення спільних підприємств за кордоном тощо. Вкладання коштів у статутний капітал інших підприємств може здійснюватися для встановлення контролю за підприємствами-постачальниками сировини, матеріалів, за підприємствами-споживачами продукції (послуг); інколи прямі фінансові інвестиції просто є джерелом додаткових доходів від володіння корпоративними правами.

Портфельні інвестиції для підприємств, що займаються виробничо-господарською діяльністю, є додатковим джерелом доходів, тому можуть складати незначну частку інвестиційного портфеля, а за умов недостатнього розвитку фондового ринку чи фінансової кризи виробничі підприємства взагалі можуть не формувати портфель цінних паперів.

У портфель цінних паперів можуть входити або однотипні цінні папери, або різні види — акції, облігації, ощадні сертифікати та ін. Структуру портфеля добирають залежно від основної мети інвестора — прибутковість, безпечність, нарощування капіталу.

Можливе формування портфелів двох типів:

- орієнтованого на переважне отримання поточних доходів (відсотки і дивіденди);
- спрямованого на переважний приріст курсової вартості фінансових інструментів, що ввійшли до нього.

Фінансові менеджери зазвичай прагнуть до формування портфеля, збалансованого за ризиком і доходом, тобто набір цінних паперів має до мінімуму знижувати ризик втрат й одночасно максимізувати доход. Зменшення ризику досягається за рахунок диверсифікованості портфеля, ризик утрат зменшується за рахунок того, що невисокі доходи за одним видом

паперів можуть компенсуватися високим прибутком за іншим видом. Зменшення ризику досягається також за рахунок включення у портфель цінних паперів широкого кола галузей, не пов'язаних тісно між собою, щоб уникнути синхронності циклічних коливань їх ділової активності.

Дослідження західних учених показали, що велика частина ризику усувається, якщо в портфель входять від восьми до двадцяти різних видів цінних паперів. Подальше збільшення їхньої кількості вже несуттєво впливає на ризик.

У теорії і практиці управління портфелем існують два підходи: традиційний і сучасний.

Традиційний підхід ґрунтується на фундаментальному і технічному аналізі.

Фундаментальний аналіз заснований на припущенні, що зміна курсу цінних паперів є наслідком і відображенням стану справ у корпораціях-емітентах. Тому при фундаментальному аналізі головна увага приділяється аналізу фінансової звітності, що публікується емітентами цінних паперів, і порівнянню результатів за ряд років. Насамперед розглядаються такі показники, як обсяг реалізації, валовий і чистий прибуток, склад і структура активів та ін. Потім розраховуються ключові співвідношення і коефіцієнти: норма прибутку на акціонерний капітал, коефіцієнти ліквідності, рентабельності, оборотності, співвідношення власних і позикових засобів, коефіцієнт покриття відсотків по облігаціях і дивідендів по акціях чистим прибутком корпорацій тощо (див. розділ 3).

Традиційний *технічний аналіз* заснований на припущенні, що вся інформація, яка може бути корисна для прийняття рішень на фондовому ринку, міститься в історії ринку, в минулій динаміці руху курсів цінних паперів. Головний метод цього аналізу — складання графіків цін за днями біржової торгівлі та їх використання для прогнозування майбутніх цін. Графічний аналіз застосовується, зазвичай, не до окремої корпорації, а для з'ясування тенденцій ринку загалом чи окремих його секторів (промисловості, транспорту тощо). На основі спостережень за кривими, що відбивають динаміку цін і обсягів угод у минуло-

му, прогнозують зміни цін у майбутньому і визначають напрями інвестицій у цінні папери.

Сучасний підхід до управління портфелем ґрунтується на нових методах технічного аналізу. На відміну від традиційного технічного аналізу використовують не графіки, а розрахунково-аналітичні процедури, що спираються на статистичні методи обробки біржових даних. Такий підхід вимагає відповідного математичного і комп'ютерного забезпечення.

Останнім часом намітився синтез фундаментального і технічного аналізу. Сучасний фундаментальний аналіз базується на побудові математичних моделей розвитку економіки загалом й окремих корпорацій. У результаті такого підходу можуть бути отримані об'єктивні оцінки зростання прибутків, а іноді й дивідендної політики.

Управляти портфелем можна активно і пасивно. При пасивному управлінні цінні папери придбавають в основному з метою отримання додаткових доходів у вигляді дивідендів, відсотків.

При активному управлінні реалізується можливість отримання доходу за рахунок зміни структури портфеля, тобто здійснення операцій купівлі-продажу цінних паперів.

При активному управлінні портфельними інвестиціями потрібно постійно відслідковувати ситуацію на фондовому ринку, оцінювати як окремі цінні папери, так і прибутковість і ризикованість портфеля загалом, тобто здійснювати постійний моніторинг.

Треба враховувати, що будь-яка зміна структури портфеля пов'язана з додатковими витратами (податки, комісійні, різниця між ціною купівлі й продажу). Отже, необхідно попередньо обрахувати вигоди і витрати від чергової зміни структури й вирішувати, наскільки часто потрібно змінювати склад портфеля цінних паперів.

Здешевлюються процедури зміни структури портфеля за рахунок великих обсягів операцій, тобто у фінансових компаніях (банках, інвестиційних компаніях і фондах, довірчих товариствах, страхових компаніях, інших фінансових посередни-

ків), для яких купівля-продаж цінних паперів є основною діяльністю.

Компанії-виробники комп'ютерного програмного забезпечення розробляють програмні продукти, які сприяють автоматизації управління портфелями цінних паперів. Зокрема, найвідоміші системи управління фінансовими активами для фінансових і великих нефінансових корпорацій, які пропонують компанії "PeopleSoft", "SAP AG", "Sungard Treasury Systems" та "Oracle Corporation". Наприклад, на основі системи компанії "Oracle Corporation" можна здійснювати операції з різними типами угод по цінних паперах та їх похідних, керувати рухом коштів, а також інвестиційними ризиками, аналізувати та контролювати ліквідність портфеля. Система призначена для великих корпорацій із середнім щорічним доходом у 200 млн. дол.

Отже, вже створені передумови для автоматизації управління інвестиційною діяльністю у великих корпораціях.

Управління фінансовими інвестиціями менш трудомістке, ніж реальними, і може бути автоматизоване, але потребує спеціальних знань і за активного управління — постійного стеження за ситуацією на фондовому ринку. До того ж пропонувані системи автоматизації досить дорогі (ціна варіюється від 100 тис. дол. до 2,5 млн дол.), вони призначені для великих корпорацій. Отже, для невеликих та середніх підприємств, які займаються виробничо-господарською діяльністю, а придбавають цінні папери час від часу для отримання додаткового доходу, може бути вигідним передати управління портфелем цінних паперів у довірче управління спеціалізованим фінансовим установам, зокрема комерційним банкам, ніж самим наймати фахівців з операцій з цінними паперами.

■ Для повторення

Основні терміни і поняття: інвестиційний портфель; капітальні (реальні) інвестиції; фінансові інвестиції — прямі та портфельні; інновації; методи оцінювання ефективності інвестиційних проектів: облікової (бухгалтерської) норми при-

бутку, коефіцієнта ефективності капіталовкладень (ARR); чистої теперішньої вартості (NPV), внутрішньої норми прибутку (IRR), окупності капітальних вкладень (без дисконтування і з дисконтуванням); ризикованість інвестиційних проектів; економічний цикл життя проекту; стратегія фінансування проекту; постаудит; автоматизація управління портфелем цінних паперів.

■ Висновки

1. Підприємства здійснюють інвестиційну діяльність у формі капітальних (реальних) і фінансових (прямих і портфельних) інвестицій. Значну частку інвестиційного портфеля великих корпорацій становлять капітальні інвестиції у створення інноваційної продукції.

2. Для оцінювання ефективності інвестиційних проектів використовують кілька формалізованих методів. Вони поділяються на прості — метод облікової (бухгалтерської) норми прибутку, метод розрахунку коефіцієнта ефективності капіталовкладень (ARR), метод окупності капітальних вкладень (без дисконтування), і більш точні методи, які враховують зміну вартості грошей з часом, — NPV, IRR, окупності капіталовкладень (з дисконтуванням). Формалізовані методи є основою прийняття інвестиційних рішень, але остаточні рішення обов'язково приймаються з урахуванням неформалізованих оцінок.

4. Процес управління капітальними інвестиціями складається з кількох етапів, специфічність та індивідуальність інвестиційних проектів ускладнює управління ними.

5. Портфелем фінансових інвестицій можна управляти активно і пасивно. Для активного управління необхідні кваліфіковані фахівці з ринку цінних паперів. Тому часто буває вигідно передати портфель у довірче управління фінансовому посереднику. Процедури управління портфельними інвестиціями піддаються автоматизації. Компаніями-виробниками комп'ютерного програмного забезпечення розробляються про-

грами автоматизованого управління портфелями цінних паперів, які призначені для фінансових і великих нефінансових корпорацій.

Контрольні питання і завдання

1. З яких видів інвестицій складається інвестиційний портфель підприємства?
2. Які процедури необхідно виконати, щоб прийняти рішення про капітальні вкладення?
3. Які формалізовані методи використовують для оцінювання ефективності інвестиційних проектів?
4. Як можна вибрати менш ризикований інвестиційний проект?
5. З яких етапів складається процес управління капітальними інвестиціями?
6. Для чого потрібні моніторинг і постаудит інвестиційних проектів?
7. Як можна організувати управління портфельними інвестиціями?

Література [7; 8; 10; 12–14; 16–18; 20; 27; 28]

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

10.1 Класифікація фінансових ризиків

У широкому розумінні *фінансові ризики* — це ризики підприємницької діяльності, що характеризуються імовірністю втрат фінансових ресурсів (коштів). У цьому сенсі поняття фінансового ризику тотожне поняттю комерційного (підприємницького) ризику. Поняття “фінансові ризики” також вживається й у більш вузькому сенсі, як частина комерційних ризиків, що пов’язана з імовірністю фінансових втрат у результаті операцій у фінансово-кредитній та біржовій сферах. У цій темі розглядатимуться фінансові ризики в широкому розумінні, як імовірність виникнення збитків чи недоотримання доходів, тобто фінансових втрат порівняно з прогнозованим варіантом у результаті всіх напрямів виробничо-господарської та фінансової діяльності підприємства.

За джерелами виникнення фінансові ризики можна об’єднати у такі групи:

- 1) ризики, пов’язані з купівельною спроможністю грошей:
 - а) валютні ризики (збитки від зміни валютних курсів, відмовлення іноземного партнера розрахуватися за своїми зобов’язаннями);
 - б) інфляційні ризики (подорожчання сировини, матеріалів та інших ресурсів; зменшення обсягу реалізації продукції через зменшення купівельної спроможності населення; неможливість розвитку виробництва через складність отримання банківського кредиту в умовах високої інфляції);
 - в) дефляційні ризики (падіння цін на продукцію, виробленої підприємством і відповідне зниження його доходів);

2) ризики непередбачених витрат і перевищення кошторису витрат на виробництво:

- а) ризик збільшення ринкових цін на різні ресурси;
- б) ризик підвищення плаваючої процентної ставки за наданими підприємству кредитами та зниження депозитної ставки за коштами, що зберігається на депозитних рахунках у банках;
- в) ризик змушеного (незапланованого) збільшення дивідендів за акціями чи виплат за пайовими внесками засновників, інших незапланованих виплат із прибутку;
- г) ризик, пов'язаний із фінансуванням непередбачених планом розвитку підприємства заходів (наприклад, необхідність повторних випробувань при виготовленні інноваційної продукції; додаткове стимулювання продажу нової продукції; оплата послуг сторонніх фахівців, приміром юристів, для захисту інтересів підприємства тощо);
- д) ризик виплати надбавок за терміновість виконання робіт і постачання через зрив термінів виконання певних угод партнерами підприємства;

3) ризики незабезпечення господарської діяльності необхідним фінансуванням:

- а) ризик, що підприємство не знайде джерело фінансування за окремими напрямками чи діяльністю підприємств загалом;
- б) ризик того, що обране джерело фінансування виявиться недоступним (наприклад, закриття чи заморожування кредитної лінії через невиконання зобов'язань по обслуговуванню кредиту);
- в) ризик зникнення джерела фінансування в ході реалізації проекту (наприклад, банкрутство чи арешт майна кредиторів підприємства; зрив угоди, доходи від якої повинні були поповнити фінансування);

4) ризики, пов'язані з вкладенням капіталу (інвестиційні ризики):

- а) ризики, пов'язані з капітальними вкладеннями і прямими фінансовими інвестиціями в підприємства різних галузей економіки;

б) ризики діяльності підприємства на фінансовому ринку – ризики упущеної вигоди, зниження прибутковості портфельних інвестицій.

10.2 Методи оцінювання рівня фінансового ризику

Управління ризиком — це поетапне проведення наступних операцій:

- а) ідентифікація ризику;
- б) кількісне оцінювання рівня ризику;
- в) розроблення стратегії і тактики управління ризиком;
- г) здійснення конкретних процедур управління ризиком.

Кожен етап передбачає виконання кількох операцій.

Найскладнішим етапом є ідентифікація ризику, який потребує глибокого якісного аналізу, а саме:

- виявлення джерел (причин) ризику;
- визначення і класифікації можливих для даного напрямку діяльності (чи проекту) типів ризику;
- вибору критеріїв і параметрів для оцінювання кожного типу ризику;
- визначення граничних умов для оцінювання прийнятності рівня ризику;
- установа зон підвищеного ризику;
- визначення послідовності (за часом) виникнення різних типів ризику і прив'язки її до календарних планів виробничо-господарської діяльності (чи втілення конкретного проекту);
- оцінювання імовірності виникнення різних типів ризику.

Якісний аналіз доповнюється кількісним оцінюванням рівня ризику, яке дає чисельне визначення розмірів окремих ризиків, а також сумарного ризику того чи іншого напрямку діяльності (чи проекту).

Ризик визначають в абсолютному вимірі як величину прогнозованих утрат (збитків), а у відносному — як величину втрат, віднесену до певної бази. База вибирається менеджерами залежно від специфіки підприємства і виду конкретного ризику.

ку. Це може бути прибуток, витрати на виробництво, вартість активів, збитки минулих років тощо.

Ризик можна оцінити, обчислюючи мінливість сподіваних доходів (прибутку) за певним проектом. Чим триваліший проект, тим з меншою певністю менеджери можуть прогнозувати майбутні грошові потоки, тому вони прогнозують їх у значно ширших межах і оцінюють імовірність здійснення кожного з прогнозних варіантів.

Для кількісного оцінювання рівня ризику використовують статистичний метод і метод експертних оцінок.

Статистичний метод оцінювання ризику ґрунтується на застосуванні спеціальних статистичних методів оброблення великих обсягів інформації, отриманої в результаті значної кількості спостережень за минулі періоди, щоб визначити ймовірність отримання того чи іншого результату в майбутньому за аналогічними напрямками діяльності підприємства. Прогнозуючи кілька варіантів кінцевих результатів реалізації певних управлінських рішень чи інвестиційних проектів, кожному значенню надають певну величину ймовірності, потім обчислюють дисперсію та середньоквадратичне відхилення — показник ступеня ризику, і чим він більше, тим ризикованіший певний варіант.

Отже, необхідно, насамперед, встановити ймовірність (p_i) отримання кожного прогнозного значення прибутку (збитку), потім розрахувати математичне очікування (\bar{E}_r), дисперсію (D) і середньоквадратичне відхилення (σ).

Математичне очікування (\bar{E}_r) — це сума від множення всіх можливих значень, що їх може набувати досліджуваний параметр (E), на ймовірність їх виникнення. Математичне очікування приблизно дорівнює середньому арифметичному можливих значень досліджуваного параметра.

Дисперсія — це квадрат відхилення (розкиду) фактичного значення параметра E від його середнього значення, помножений на ймовірність (p_i). Теорія ймовірностей визначає дисперсію як математичне очікування квадрата відхилення:

$$D = (E - \bar{E}_r)^2 \cdot p_i. \quad (10.1)$$

Середньоквадратичне відхилення (σ) розраховується добуванням квадратного кореня з дисперсії і показує максимально можливе відхилення параметра від його середньоочікуваного значення:

$$\sigma = \sqrt{D}. \quad (10.2)$$

Величина середньоквадратичного відхилення є абсолютним показником, що характеризує ступінь конкретного ризику, що вона більша, то більш ризикованим є вибраний шлях.

Відносним показником, який застосовується для оцінювання ризику є **коефіцієнт варіації** — відношення середньоквадратичного відхилення до математичного очікування $\frac{\sigma}{\bar{E}_r}$. Чим меншим є коефіцієнт варіації, тим більш стабільнішою є прогнозована ситуація і меншим рівень ризику.

Проілюструємо розрахунок наведених вище показників на прикладі. Припустимо, що менеджери підприємства мають обрати один з двох варіантів розвитку. Обидва варіанти потребують однакових інвестицій у розмірі 100 тис. грош. од. Враховуючи зміни, що відбуваються на ринку, менеджери очікують різні можливі результати.

За першим варіантом розвитку прогноуються такі результати: а) отримання прибутку від вкладеного капіталу в розмірі 40 %; б) і в) однакові за результатами, а відрізняються тільки деякими специфічними особливостями, пов'язаними з рекламою — прогноуються отримання прибутку від вкладеного капіталу в розмірі 10 %; г) підприємство може мати збитки 20 % від вкладеного капіталу.

За другим варіантом: а) підприємство може отримати 70 % прибутку від вкладеного капіталу; б) і в) — по 10 %; г) підприємство втрачає 50 % вкладеного капіталу.

За першим варіантом розвитку підприємство має ймовірність один з чотирьох (або 0,25), що воно отримає 40 % прибутку; два з чотирьох (або 0,5) — 10 % прибутку; один з чотирьох (0,25) — втрачає 20 %. Таким чином, математичне очікування (середнє значення процента прибутку) за першим варіантом з урахуванням ймовірності становитиме 10 %, тобто:

$$\overline{E}_r^1 = 0,25 \cdot 40 + 0,5 \cdot 10 + 0,25 \cdot (-20) = 10 \%$$

Для другого варіанта розвитку підприємства:

$$\overline{E}_r^2 = 0,25 \cdot 70 + 0,5 \cdot 10 + 0,25 \cdot (-50) = 10 \%$$

Отже, математичне очікування для обох варіантів однакове.

З табл. 10.1, в якій представлені відповідні розрахунки, видно, що для першого варіанта дисперсія дорівнює 450, середньоквадратичне відхилення $\sigma = \sqrt{450} = 21$, коефіцієнт варіації $\frac{21}{10} = 2,1$; для другого варіанта дисперсія дорівнює 1800, середньоквадратичне відхилення $\sigma = \sqrt{1800} = 42$, коефіцієнт варіації $\frac{42}{10} = 4,2$. Отже, другий варіант розвитку вдвічі ризикованіший.

Таблиця 10.1

Розрахунок дисперсії, середньоквадратичного відхилення і коефіцієнта варіації

Можливий процент прибутку	Середнє значення процента прибутку (математичне очікування)	Відхилення від математичного очікування	Квадрат відхилення	Ймовірність	Розрахунок дисперсії
E	\overline{E}_r	$(E - \overline{E}_r)$	$(E - \overline{E}_r)^2$	p_i	$D = (E - \overline{E}_r)^2 p_i$
1-й варіант розвитку					
+40	10	30	900	0,25	225
+10	10	0	0	0,5	0
-20	10	-30	900	0,25	225
Дисперсія = 450					
2-й варіант розвитку					
+70	10	60	3600	0,25	900
+10	10	0	0	0,5	0
-50	10	-60	3600	0,25	900
Дисперсія = 1800					

Якщо недостатньо або зовсім немає статистичної інформації доводиться застосовувати метод експертних оцінок, який ґрун-

тується на збиранні та опрацюванні думок досвідчених експертів, що дають оцінку ймовірності здійснення того чи іншого прогнозу й отримання відповідних результатів – прибутку чи збитку, а також оцінюють у балах ступінь певного ризику. На практиці доцільно комбінувати застосування статистичного й експертного методів оцінювання рівня ризику.

Якщо йдеться про оцінювання ризику операцій з купівлі (продажу) підприємствами цінних паперів, треба зауважити, що ризикованість характеризується амплітудою коливань (варіабельністю) доходу (чи доходності), який може бути отриманий за певним цінним папером. Для інвестора підвищений ризик має компенсуватись збільшенням доходності активу, тобто так званою премією за ризик. Уперше модель формування оптимального щодо ризику і доходу портфеля цінних паперів була опублікована в 1952 р. у статті “Вибір портфеля” майбутнього Нобелівського лауреата (1990 р.) американського вченого Г. Марковиця (Harry Markowitz). Учений виокремив системний (систематичний) ризик, що є спільним для всіх активів, які можуть бути включені до інвестиційного портфеля, та несистемний (несистематичний) ризик, який притаманний окремим видам активів. Системний ризик зумовлений дією сукупності об’єктивних факторів – природних (стихійні лиха, неврожай тощо), політичних (війни, революції та ін.), макроекономічних (зміна процентних ставок, коливання цін на нафту, газ та інші ресурси, зміна капіталізації ринку цінних паперів тощо). Несистемний ризик, пов’язаний з фінансово-господарською діяльністю конкретних підприємств, зумовлений специфічними факторами, що впливають на результати їх функціонування. Для оцінювання рівня системного ризику учень Г. Марковиця У. Шарп запропонував розраховувати коефіцієнт β (“бета”).

Коефіцієнт β є спеціальною мірою системного ризику і відображає відношення системного ризику окремого активу до середнього ризику ринку. Математичний вираз для визначення коефіцієнта β i -го цінного паперу має вигляд:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}, \quad (10.4)$$

де σ_{im} — коваріація між дохідністю i -го цінного паперу і дохідністю ринкового портфеля; σ_m^2 — дисперсія дохідності ринкового портфеля.

Отже, β визначає відносну нестійкість цін певних акцій порівняно з нестійкістю цін фондового ринку загалом, це — коваріація акцій відносно ринку.

Наприклад, якщо β акцій компанії дорівнює 1,0 то це означає, що вони мають такий самий ступінь ризику, як і ринок капіталу загалом; їх курс коливається подібно середньоринковому. Такі акції вважаються цінними паперами із середнім ризиком. Якщо $\beta > 1$, ризик акцій вище, ніж середньоринковий; їх дохідність коливається більше, ніж дохідність ринку, і акції вважаються цінними паперами з високим ризиком.

Наприклад, якщо $\beta = 2$, мінливість цін цінних паперів удвічі більша, ніж середніх цінних паперів з $\beta = 1,0$, вони вдвічі ризикованіші; вартість таких акцій протягом короткого часу може підвищитися або знизитися вдвічі.

Якщо $\beta < 1$, ризик цінних паперів нижче за ринковий, їх дохідність коливається менше, ніж ринкова; наприклад, при $\beta = 0,5$ мінливість (нестійкість) цін таких акцій удвічі менша, ніж нестійкість ринку, тобто вони мають удвічі менший ступінь ризику.

Системний ризик, який вимірюється коефіцієнтом β , не може бути усунений інвестором диверсифікацією вкладень у різні цінні папери, тому його називають недиверсифікованим, а несистемний ризик усувається диверсифікацією вкладень, тому його називають диверсифікованим, інвестор може його зменшити, формуючи відповідним чином портфель цінних паперів.

Відомі рейтингові агентства у США розраховують та публікують β -коефіцієнти цінних паперів тисяч компаній.

Для розрахунку необхідної ставки доходу з урахуванням ризикованості активу в 1964 р. американськими вченими була

розроблена модель оцінювання капітальних активів (Capital Asset Pricing Model), або САРМ (головним розробником якої вважається У. Шарп). За моделлю САРМ необхідна ставка доходу (%) може бути визначена рівнянням:

$$R_s = R_f + \beta (R_m - R_f), \quad (10.3)$$

де R_s — необхідна ставка доходу; R_f — безпечна ставка; β — коефіцієнт бета компанії; R_m — середня дохідність ринку.

За безпечну ставку беруть ставку доходу за практично безризикованими цінними паперами, в міжнародній практиці це державні цінні папери (наприклад, скарбничі векселі, державні облігації).

Величина $(R_m - R_f)$ — це ринкова премія за ризик, а $\beta (R_m - R_f)$ — премія за ризик для даного активу.

10.3 Стратегія і тактика управління ризиками

Для вироблення стратегії і тактики управління ризиком, здійснення конкретних заходів щодо його зменшення необхідно, насамперед, визначити прийнятний для підприємства рівень ризику.

Прийнятний рівень ризику — суб'єктивний показник, що менеджери кожного підприємства визначають для себе індивідуально, встановлюючи, який ризик вважати для даного підприємства катастрофічним, який критичним, а який припустимим.

Наприклад, менеджери можуть оцінити як припустимий, ризик, що визначається імовірністю часткової чи повної втрати прибутку за окремими напрямками чи діяльністю підприємства загалом. Критичний ризик може означати ймовірність отримання збитків у визначених межах. До катастрофічного ризику можуть бути віднесені збитки, понад визначену межу, що ведуть до банкрутства, втрати значної частини майна підприємства.

Існує дві основні стратегії управління ризиками:

- 1) пасивний захист;
- 2) активне реагування.

Пасивний захист — це стратегія різних видів і способів страхування. При пасивному захисті від ризиків фінансові менеджери можуть обирати різні способи страхування залежно від джерел ризику і напрямів діяльності, унаслідок яких може виникнути ризик. Можна використовувати страхування через страхові компанії, процедури хеджування, самострахування.

Зі страховою компанією укладають наступні види договорів:

а) страхування визначеного майна від втрати (загибелі), нестачі чи ушкодження;

б) страхування підприємницьких ризиків (від збитків у підприємницькій діяльності) через порушення своїх зобов'язань контрагентами підприємства, через зміни умов діяльності з незалежних від підприємства обставин, неотримання очікуваних доходів;

в) страхування відповідальності підприємства перед третіми особами за заподіяння їм шкоди (наприклад, страхування відповідальності транспортного підприємства-перевізника за шкоду, заподіяну пасажирам, власникам вантажу, вантажоотримувачам; страхування відповідальності підприємств — джерел підвищеної небезпеки за шкоду, заподіяну таким джерелом).

Крім того, зі страховою компанією можна укласти договір на надання комплексу послуг з менеджменту ризиків.

Використовуючи процедури **хеджування**, можна застрахуватися від несприятливих змін цін за контрактами на купівлю (продаж) товарів, цінних паперів чи валютних цінностей. Інструментами хеджування є: опціони, ф'ючерсні контракти (ф'ючерси), форвардні контракти (форварди) та свопи.

Своєрідним страховим полісом, що забезпечує захист від фінансового ризику, при здійсненні угод з цінними паперами, товарами чи валютними цінностями є опціон. **Опціон** — стандартизований документ, що є похідним цінним папером, і дає право його власнику на придбання (опціон на купівлю — “call”) чи на продаж (опціон на продаж — “put”) у зазначений термін визначеної в опціоні кількості базового активу за зафіксованою під час випуску опціону ціною (ціна виконання). Власник

опціону може скористатися чи не скористатися правом, що закріплене в ньому. Якщо власнику опціону не вигідно його використувати, він утрачає тільки премію (суму, сплачену за опціон), що, зазвичай, становить невелику частку ціни базового активу, на який випущений опціон. Умови випуску опціонів можуть передбачати, що опціонне право реалізується тільки у визначений день (“європейський опціон”) або до визначеного дня (“американський опціон”).

Різновидом опціону на купівлю є *варант*, його можуть випускати публічні акціонерні товариства разом із привілейованими акціями чи облігаціями. Варант надає право його власникові на придбання простих акцій цього товариства протягом певного періоду за визначеною ціною.

Ф'ючерсний контракт (ф'ючерс) — стандартний документ, що, як опціон, є похідним цінним папером і свідчить про зобов'язання продати (купити) відповідну кількість базового активу (товарів чи валюти) у визначений час у майбутньому за ціною, зафіксованою у контракті під час його укладання. Ф'ючерси емітуються спеціальними підрозділами товарних та валютних бірж (розрахунково-кліринговою палатою чи розрахунково-кліринговим банком) і обертаються тільки на біржах. За законодавством України базовими активами ф'ючерсів можуть бути тільки товари та валютні цінності.

В Україні порядок випуску і обігу опціонів і ф'ючерсів регулюється Правилами Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку*.

Форвардний контракт — це двостороння угода (наприклад між підприємством і банком), спеціально складений ф'ючерсний контракт, який відповідає потребам конкретного клієнта, свідчить про зобов'язання придбати (продати) відповідну кількість базового активу (товарів, цінних паперів, валюти) у визначений час і на визначених умовах у майбутньому, з

* *Правила* випуску і обігу фондових деривативів: Затв. Держ. Комісією з цінних паперів і фондового ринку від 24.06.97// Уряд. кур'єр. — № 143–144. — 1997. — 7 серп.

фіксацією ціни під час укладання контракту. Форвардні контракти є індивідуалізованими документами, можуть укладатись на нестандартну кількість базового активу, нестандартну суму та нестандартні терміни. У світі популярними є форвардні контракти на банківську відсоткову ставку та на купівлю (продаж) іноземної валюти.

Своп — це двостороння угода про обмін у майбутньому серіями платежів у різних валютах. Обмін є комбінацією операцій на умовах “спот” і “форвард”. Як відомо, на валютному ринку здійснюють касові операції за теперішньою ціною (спот) і строкові операції — за форвардним курсом. Касові операції передбачають, що обмін валютою і розрахунки здійснюються за спот-курсом протягом двох банківських днів. Форвардний курс — це майбутній курс обміну валюти, зумовлений сьогодні, а розрахунки за ним здійснюватимуться через термін, зазначений у конкретній угоді. Своп означає одночасну купівлю і продаж валюти за умови розрахунків на різні дати. Кожна сторона отримує в розпорядження валюту за ціною спот на певний період до її продажу за ціною форвард.

Свопи майже повністю усувають валютний ризик. Крім валютних, розрізняють свопи відсоткових ставок, а також свопи з різними пунктами опціонних контрактів, так звані свопціони.

Хоча існує багато видів і способів хеджування ризиків, але ще більше виникає конкретних господарських ситуацій. Тому, коли не підходять відомі способи страхування ризику, менеджери можуть розробляти нові фінансові інструменти чи застосовувати нові комбінації існуючих інструментів хеджування для нестандартних ситуацій.

Самостраховання — спосіб захисту від ризику шляхом створення внутрішніх резервних фондів для фінансування можливих утрат. Це доцільно в тому випадку, якщо ймовірність збитків невелика, чи вартість майна, яке треба страхувати, відносно невелика порівняно з доходами підприємства. Оскільки на створення страхових резервних фондів відволікаються кошти, що могли б принести додатковий дохід, менеджери, з одного боку, прагнуть мінімізувати їх розмір, а з другого — намагають-

ся знизити ризик утрат. Вибрати оптимальний розмір резервних фондів досить складно. Необхідно порівнювати витрати по виплатах страхових премій (у випадку укладання договору зі страховою компанією) з утратами доходу через відволікання коштів у внутрішній страховий фонд.

Крім того, потрібно аналізувати збитки, понесені підприємством у результаті реалізації різних ризиків у минулі періоди, зіставляти розмір очікуваних втрат у майбутньому із ситуацією на страховому ринку і періодично переглядати рівень внутрішніх страхових резервів.

Великі підприємства, маючи більше можливостей для вибору варіантів страхування, часто комбінують різні способи, а також можуть удатися до створення “власної” страхової компанії (кептіва). Кептів (captive) — страхова компанія, що обслуговує тільки (чи переважно) страхові інтереси засновників, а також підприємств, що входять у структуру багатопрофільних концернів чи великих фінансово-промислових груп.

Стратегія активного реагування передбачає застосування наступних методів управління ризиком: поділ ризиків, передача ризиків, скорочення ризиків за рахунок здійснення різних технічних заходів і навчання персоналу, диверсифікація діяльності. Застосовують і комбінований підхід, тобто одночасно використовують усі чи частину перерахованих методів.

Поділ ризиків здійснюється, звичайно, розосередженням майна підприємства, щоб скоротити можливі втрати за одну подію (треба враховувати, що при цьому одночасно зростає число випадків ризику). Майно можна розосередити двома шляхами:

- фізично відокремити (наприклад, відкрити рахунки в різних банках для збереження коштів; зберігати вибухонебезпечні речовини в невеликих кількостях у різних приміщеннях);
- розділити майно між власниками (наприклад, між материнською компанією і дочірніми підприємствами, між корпорацією і довірчим товариством).

Передача ризиків означає укладання контрактів, у яких передбачається, які ризики бере на себе інша сторона (наприклад, договір підряду на будівництво, коли підрядна організація бере на себе всі ризики, пов'язані з будівництвом; договір про збереження і перевезення вантажів, за яким транспортній компанії передаються ризики, пов'язані із псуванням чи пропажею вантажів і т. ін.).

Технічні способи скорочення ризиків передбачають використання різних технічних пристроїв для запобігання аварій, пожеж, розкрадань і реалізації інших ризиків.

Навчання персоналу необхідне для скорочення ризиків на всіх стадіях виробничого процесу і реалізації продукції (робіт, послуг), оскільки відсутність технічних знань, безтурботність, недбалість персоналу компанії призводить до значних збитків.

Диверсифікація діяльності може здійснюватися за двома напрямками — виробничим і фінансовим.

Виробнича диверсифікація досягається здійсненням капітальних вкладень в освоєння виробництва нових видів продукції, розширення асортименту продукції, що випускається.

Фінансова диверсифікація здійснюється за допомогою фінансових інвестицій. При цьому в результаті прямих фінансових інвестицій (вкладання коштів у статутний капітал для заснування дочірніх підприємств чи придбання значної частки в статутному капіталі іншого підприємства, яка дозволяє його контролювати), опосередковано досягається також і виробнича диверсифікація.

Прямі фінансові інвестиції можуть спрямовуватись на реалізацію різних варіантів розвитку підприємства: у напрямі горизонтальної і вертикальної інтеграції, створення спільних підприємств, досягнення концентричної і конгломератної диверсифікації.

Горизонтальна інтеграція припускає об'єднання (чи придбання) з підприємством, яке випускає таку саму (подібну) продукцію (роботи, послуги), інакше кажучи — це стратегія поглинання конкурентів. Такий шлях, звичайно, може істотно знизити ризик діяльності окремого підприємства, але викли-

кає ризик монополізації ринку. Тому треба враховувати, що дії менеджерів у цьому напрямі в усіх країнах обмежуються анти-монопольним законодавством.

Вертикальна інтеграція полягає у встановленні контролю над підприємствами-посередниками (чи придбання їх) між підприємством і кінцевим споживачем, чи над посередниками (чи самими виробниками), що є постачальниками сировини, матеріалів, напівфабрикатів.

Організація спільних підприємств з іноземними партнерами може істотно знизити ризик виробничо-господарської діяльності за рахунок вибору країн, що можуть забезпечити надання необхідних ресурсів (фінансових, трудових, матеріальних, сировинних) на вигідних умовах; об'єднання можливостей партнерів з різних країн сприяє зниженню витрат, збільшенню доходів, зниженню імовірності втрат.

Концентрична диверсифікація — це проникнення у нове середовище діяльності, але з високою сумісністю з поточною діяльністю шляхом придбання підприємств чия продукція, ринки, канали розподілу, технології і ресурсна база подібні, але не ідентичні власним.

Конгломератна диверсифікація — придбання найвигідніших високорентабельних підприємств, незалежно від видів їх діяльності. Такий напрям вимагає значних фінансових інвестицій і доступний тільки дуже великим підприємствам. Створені таким чином величезні конгломерати стають малоуразливими майже для всіх ризиків, оскільки втрати в одній сфері діяльності перекриваються доходами в інших.

Кожне підприємство підходить з різними критеріями до вибору оптимального варіанта диверсифікації своєї діяльності. Слід враховувати, що бажання зменшити фінансові ризики, диверсифікуючи інвестиції, своєю чергою, породжує нові ризики, якими також необхідно керувати. Крім того, не всі ризики можуть зменшуватися через диверсифікацію. Як уже зазначалося, системні ризики (зумовлені макроекономічними процесами — економічні та фінансові кризи, падіння фондового ринку тощо) є недиверсифікованими.

Після обрання стратегії і способів управління ризиками менеджери приступають до здійснення конкретних процедур — оформлення договорів страхування, укладання форвардних контрактів, придбання опціонів тощо.

Зниження ризиків портфельних фінансових інвестицій досягають застосуванням спеціальних методів формування портфеля цінних паперів (див. підрозділ 9.4) і активним управлінням ним (постійне стеження за зміною кон'юнктури фондового ринку та вчасна зміна структури портфеля).

Знаючи β цінних паперів можна формувати “портфель” за певним критерієм або дохідності, або ризикованості, або збалансованості ризику і доходу. Якщо бажано мати низький ризик, до портфеля цінних паперів слід додавати акції з низьким β -коефіцієнтом. Навпаки, щоб мати більше доходів треба додавати акції з високим значенням β .

■ Для повторення

Терміни і поняття: джерела виникнення фінансових ризиків; припустимий ризик; критичний ризик; катастрофічний ризик; ідентифікація ризику; кількісне оцінювання рівня ризику; статистичний метод; метод експертних оцінок; системний (недиверсифікований) ризик; несистемний (диверсифікований) ризик; пасивний захист від ризику; договори страхування; хеджування; самострахування; активне реагування; поділ ризиків; скорочення ризиків; диверсифікація діяльності.

■ Висновки

1. Фінансові ризики в широкому розумінні — це всі ризики підприємницької діяльності, що характеризуються імовірністю утрат фінансових ресурсів, а в більш вузькому змісті — це ймовірність фінансових втрат у результаті операцій у фінансово-кредитній і біржовій сферах.

2. Менеджери визначають, який ризик для даного підприємства варто вважати припустимим, критичним і катастрофічним.

3. Управління ризиком складається з кількох етапів: а) ідентифікація ризику; б) кількісне оцінювання рівня ризику; в) розроблення стратегії і тактики управління ризиком; г) здійснення конкретних процедур щодо управління ризиком.

4. Пасивний захист від ризиків складається з використання різних видів і способів страхування. Можна укласти різні договори страхування зі страховими компаніями, застосовувати процедури хеджування і самострахування.

5. Стратегія активного реагування включає такі методи, як поділ ризиків, передача ризиків, скорочення ризиків за рахунок здійснення різних технічних заходів і навчання персоналу, виробнича і фінансова диверсифікація діяльності.

■ Контрольні питання і завдання

1. Назвіть основні джерела фінансових ризиків у діяльності підприємства.
2. Які етапи входять у процес управління ризиком?
3. Які методи використовуються для кількісного оцінювання рівня ризику?
4. Які способи страхування використовуються для захисту від фінансових ризиків?
5. Які інструменти хеджування можуть застосовувати підприємства?
6. Розкрийте сутність методів активного реагування, що використовують у управлінні ризиком.

Література [8; 10; 12; 16; 20; 25; 26; 28; 29; 44]

ВНУТРІШНЬОФІРМОВЕ ФІНАНСОВЕ ПРОГНОЗУВАННЯ ТА ПЛАНУВАННЯ

11.1 Завдання, об'єкти і методи внутрішньофірмового фінансового прогнозування і планування

Планування діяльності підприємства здійснюється за чотири найважливішими напрямками — реалізація продукції (робіт, послуг), фінансування, виробництво, закупівлі. Фінансове планування — це розроблення системи фінансових планів (стратегічних, поточних, оперативних), які передбачають забезпечення фінансовими ресурсами програм розвитку підприємства, безперерйне фінансування поточної виробничо-господарської діяльності, збереження фінансової стійкості та підвищення ефективності функціонування підприємства у плановому періоді.

Основні завдання планування фінансів:

- визначення обсягів фінансових ресурсів необхідних для безперерйної поточної виробничо-господарської діяльності і розвитку підприємства, джерел їх формування і напрямів витрачання;
- забезпечення платоспроможності і ліквідності підприємства у плановому періоді;
- підвищення прибутковості за рахунок раціонального розподілу і використання фінансових ресурсів.

Процес фінансового планування на підприємстві складається з таких етапів:

1. Прогнозування основних фінансових показників.
2. Розроблення варіантів проектів фінансових планів.
3. Вибір найкращого (оптимального) варіанта проекту плану.

4. Узгодження з керівниками підрозділів і затвердження проекту плану.

5. Контроль за виконанням фінансових планів.

Початковим етапом планування є прогнозування. На цьому етапі прогнозують кілька можливих варіантів щодо обсягу продажів, витрат на виробництво та реалізацію продукції, прибутку, потреби в джерелах фінансування, величини грошових потоків та інших фінансових показників. На основі спрогнозованих фінансових показників складаються варіанти проектів фінансових планів (щонайменше, три варіанти — оптимістичний, поміркований, песимістичний), після розгляду й порівняльного аналізу яких обирається найприйнятніший з погляду виконання завдань фінансового планування. Обраний варіант проекту фінансових планів затверджується керівниками підприємства та приймається до виконання.

Для прогнозування фінансових показників можна застосувати різні методичні підходи, що об'єднуються у три основні групи:

- методи експертних оцінок;
- методи, що ґрунтуються на оцінці причинно-наслідкових зв'язків між показниками;
- методи екстраполяції.

Методи експертних оцінок передбачають багатоступеневе опитування експертів за спеціальними схемами і опрацювання отриманих результатів за допомогою наукового інструментарію економічної статистики.

До основних методичних прийомів експертного прогнозування належать: індивідуальні опитування; мозкова атака; метод Дельфі; розробка сценаріїв.

Експертні методи прогнозування використовують здебільшого в процесі стратегічного (довгострокового) планування основних фінансових показників — виторгу від реалізації продукції, прибутку, обсягів власного та позикового капіталу, розміру власного оборотного капіталу тощо.

Методи, що ґрунтуються на оцінці причинно-наслідкових зв'язків між показниками, полягають у застосуванні різних

економіко-математичних моделей, які показують взаємозв'язок прогнозованого фінансового показника і факторів, що впливають на його величину.

Економіко-математична модель становить математичний опис закономірності зміни економічного показника при зміні основних факторів. Прогнозування може здійснюватись у двох основних формах:

- детермінантне;
- стохастичне.

Детермінантне прогнозування дає змогу досить точно визначити відповідний показник, оскільки ґрунтується на існуванні чіткого причинно-наслідкового (функціонального) зв'язку, за якого кожному значенню фактора (x) відповідає певне значення результуючого показника (y). Функціональний зв'язок виражається рівнянням виду $Y=f(x)$. Якщо зв'язок між показниками має імовірнісний характер, тобто кожному значенню фактора (x) відповідає певна множина значень (y), можна застосувати стохастичне прогнозування. Стохастичний прогноз ґрунтується на розрахунку прогнозованого показника за допомогою рівняння регресії, яким визначається імовірнісний (кореляційний) зв'язок між фактором (x), або кількома факторами (множинна регресія), і результуючим показником (y). Кореляційний зв'язок виявляється тільки під час великої кількості спостережень. Тип рівняння регресії визначається у процесі регресійного аналізу (див. спеціальну літературу з теорії імовірностей і статистики).

За відносно стабільного розвитку підприємства можна скористатись методами екстраполяції в процесі прогнозування фінансових показників, тобто на основі аналізу динаміки показників у попередніх періодах розраховуються їх значення у майбутніх періодах. За нестабільного розвитку підприємства й істотних коливаннях значень фінансових показників у попередніх періодах неможливо застосовувати екстраполяцію. Методи екстраполяції ґрунтуються на побудові та аналізі динамічних рядів фінансових показників із застосуванням відповідних статистичних прийомів.

Виокремлюють три основні групи методичних прийомів прогнозування за допомогою екстраполяції:

- методи визначення середніх величин;
- екстраполяція тренду;
- експоненціальне згладжування.

Слід зауважити, що на практиці в ході прогнозування доцільно звертатись до комбінованих методів, наприклад результати розрахунків, отримані на основі екстраполяції, можуть слугувати вихідними даними при застосуванні методу експертних оцінок. Також треба брати до уваги, що прогнозування фінансових показників з використанням складних багатofакторних моделей не завжди дає змогу отримати прийнятний з погляду економічного змісту результат, оскільки будь-яка економіко-математична модель лише спрощено відображає взаємозв'язки між показниками. Отже, менеджери мають зважено підходити до застосування формалізованих моделей у фінансовому прогнозуванні та плануванні.

Основними об'єктами фінансового прогнозування і планування є:

- дохід (виторг) та прибуток від усіх видів діяльності підприємства (операційної, інвестиційної, фінансової);
- приріст основних і оборотних активів;
- капітальні вкладення в реальні інвестиційні проекти (обсяг, джерела фінансування);
- фінансові вкладення (обсяг, прибутковість);
- власний капітал (розмір, джерела збільшення);
- розмір грошових фондів, що створюються за рахунок чистого прибутку;
- суми кредитів та інших позикових коштів (плата за користування ними);
- суми податків;
- приплив і відтік грошових коштів у результаті операційної, інвестиційної і фінансової діяльності.

Складання проектів фінансових планів здійснюється у такій послідовності:

- розрахунок кошторисів витрат до всіх планів підприємства, що попередньо складені в кількісному вимірі (план закупівель сировини і матеріалів, виробничий план, план рекламних заходів та ін.);
- на основі прогнозованих значень ключових фінансових показників (виторг, власний капітал, власний оборотний капітал, приріст активів, обсяг капіталовкладень тощо) розраховується решта планових фінансових показників (собівартість, прибуток від операційної діяльності, амортизаційні відрахування, податки, розмір власних оборотних активів, середня сума дебіторської і кредиторської заборгованості, сума кредитів, відсотків за користування кредитом та ін.);
- взаємоув'язування фінансових показників, потреби в засобах і джерел її покриття у відповідних формах фінансових планів (бюджет доходів і витрат, бюджет грошових надходжень і витрат, плановий баланс активів і пасивів, кредитний план, план фінансування капітальних вкладень, план фінансових результатів діяльності, план розподілу прибутку тощо).

На етапі складання проектів фінансових планів розробляються так звані прогнозовані фінансові звіти (pro forma financial statements). Вони відображають фінансову звітність у перспективі за умови здійснення планів щодо майбутньої діяльності підприємства. Основою складання цих звітів є відповідні фінансові звіти за базовий рік — баланс, звіт про фінансові результати, звіт про рух грошових коштів, а також прогнозовані розрахунки основних абсолютних і відносних фінансових показників на плановий період: обсяг продажів (виторг), чистий прибуток, коефіцієнт капіталізації (реінвестування) прибутку, сума позик, структура капіталу (співвідношення між власним капіталом і зобов'язаннями), структура активів (співвідношення між основними і оборотними активами), сума додаткового зовнішнього фінансування для забезпечення приросту активів, рентабельність активів, рентабельність власного капіталу тощо. Проекти майбутніх форм звітності, які складаються на

довгостроковий період, можуть бути не настільки деталізовані, як звітність за базовий рік; вони можуть складатись в агрегованих формах, що містять ключові елементи і підсумки.

Ключовим показником у плануванні зазвичай є плановий виторг від реалізації продукції (робіт, послуг). Усі інші планові показники розраховують, виходячи з прогнозу суми виторгу та темпів його зростання. Звичайно, точно спрогнозувати майбутній обсяг реалізації неможливо, тому бажано розглядати різні проектні варіанти, наприклад, оптимістичний, поміркований та песимістичний.

Одним із методів планування, який ґрунтується на прогнозуванні виторгу від реалізації і застосовується для розроблення прогнозних фінансових звітів (балансу і звіту про фінансові результати), є метод, що отримав назву — **процентна залежність від обсягу реалізації**. Він передбачає, що зміна обсягу реалізації впливає на величину активів, які повинно мати підприємство. Тому, склавши прогноз виторгу, можна визначити необхідний приріст активів і пасивів, а також визначити потребу в додатковому фінансуванні за рахунок зовнішніх джерел для забезпечення прогнозного обсягу реалізації.

Отже, насамперед, потрібно визначити на скільки підприємство має збільшити активи у плановому періоді у зв'язку з прогнозуванням збільшення виторгу. Для цього використовують **коефіцієнт фондомісткості** ($K_{\text{фм}}$), який також називають коефіцієнтом інтенсивності капіталу:

$$K_{\text{фм}} = \frac{\bar{A}_{\text{зв}}}{B_{\text{зв}}}, \quad (11.3)$$

де $\bar{A}_{\text{зв}}$ — середня вартість активів у звітному періоді; $B_{\text{зв}}$ — чистий виторг від реалізації у звітному періоді.

Слід пам'ятати, що коефіцієнт фондомісткості ($K_{\text{фм}}$) є оберненим до коефіцієнта оборотності активів. Що більший $K_{\text{фм}}$, то більш капіталомістким є виробництво продукції. Далі треба встановити, яка частка активів підприємства змінюється пропорційно зміні виторгу, адже припущення, що сума активів є фіксованим процентом від виторгу, буде правильним лише

тоді, коли воно використовує свої основні засоби на 100 % їх потужності. У такому разі для збільшення виторгу потрібно збільшувати й оборотні, і необоротні активи. Якщо ж у підприємства недозавантажені проектні потужності (що трапляється часто, особливо за економічної кризи), збільшення обсягу виробництва до проектного досягається без зростання основних засобів, збільшуватимуться тільки оборотні активи. Отже, збільшення активів у плановому періоді можна розрахувати за одним із трьох варіантів:

Потужності завантажені на 100 %. Тоді приріст активів:

$$\Delta A = K_{\text{фм}} \cdot \Delta B, \quad (11.4)$$

де ΔB — приріст виторгу від реалізації.

2. Потужності завантажені менш як на 100 %, а приріст обсягів виробництва не перевищить проектну потужність (тобто спостерігатиметься приріст тільки елементів оборотних активів). Тоді приріст активів становитиме:

$$\Delta A = K_{\text{фм}} \cdot d \cdot \Delta B, \quad (11.5)$$

де d — частка оборотних активів, що змінюються залежно від виторгу, у загальній сумі активів.

3. Потужності завантажені менш, як на 100 %, а приріст обсягів виробництва має перевищити проектну потужність:

$$\Delta A = K_{\text{фм}} \cdot d \cdot \Delta B_1 + K_{\text{фм}} \cdot \Delta B_2 = K_{\text{фм}} (d \cdot \Delta B_1 + \Delta B_2), \quad (11.6)$$

де ΔB_1 — приріст виторгу в межах проектної потужності; ΔB_2 — приріст виторгу понад проектну потужність.

Аналізуючи попередні фінансові звіти, фінансист може визначити залежність різних елементів активу та пасиву від обсягу реалізації. Зокрема, якщо збільшується обсяг реалізації підприємство потребує збільшення оборотних коштів для фінансування більших обсягів сировини, матеріалів, інших видів запасів, дебіторської заборгованості. Якщо планується зниження обсягу реалізації, запаси та інші елементи оборотних активів мають зменшуватись. Отже, аналіз конкретної ситуації дає можливість встановити, яка частка активів підприємства змі-

нюється залежно від обсягу реалізації. З іншого боку, зміна обсягів реалізації впливає на величину зобов'язань підприємства, насамперед поточних. Зокрема, зі збільшенням обсягів реалізації може зростати кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги, оскільки підприємство буде закуповувати більше сировини і матеріалів з відстрочкою платежів, також будуть зростати і такі види поточних зобов'язань, як розрахунки з працівниками, з бюджетом, з фондами соціального страхування, оскільки із зростанням обсягів реалізації збільшується фонд оплати праці та пов'язані з ним відрахування, збільшується нарахування податків. У результаті фінансист може встановити, яка частка пасивів підприємства збільшується залежно від збільшення обсягу реалізації та, відповідно, утворює джерело фінансування приросту активів.

Отже, із зростанням виторгу автоматично збільшуються пасиви на величину, яка дорівнює ($\Delta\Pi$):

$$\Delta\Pi = K_{\text{фм}} \cdot dn \cdot \Delta B, \quad (11.7)$$

де dn — частка пасивів, що змінюються залежно від зміни виторгу, в загальній сумі пасивів.

Другим внутрішнім джерелом фінансування необхідного приросту активів є плановий чистий прибуток, який спрямовується на реінвестування. Плановий чистий прибуток визначається методами, що описані в підрозділі 6.1. Наприклад, плановий чистий прибуток можна розрахувати за формулою (6.3):

$$\text{ЧП}_{\text{пл}} = V_{\text{пл}} \cdot P_{\text{рент}}$$

де $V_{\text{пл}}$ — плановий чистий виторг від реалізації; $P_{\text{рент}}$ — рівень рентабельності реалізації (відношення чистого прибутку до чистого виторгу від реалізації).

Визначивши необхідний приріст активів у плановому періоді, а також внутрішні джерела його фінансування — приріст пасивів і прибуток, що реінвестується, можна з'ясувати, чи потрібне буде підприємству додаткове зовнішнє фінансування ($\Phi_{\text{дод}}$):

$$\Phi_{\text{дод}} = \Delta A - \Delta\Pi - \text{ЧП}_{\text{пл. x}} K_p, \quad (11.8)$$

де ΔA — приріст активів, що забезпечує зростання чистого виторгу в плановому році; $\Delta П$ — приріст пасивів, що автоматично виникає із зростанням чистого виторгу в плановому році; $ЧП_{пл}$ — плановий чистий прибуток; K_p — коефіцієнт реінвестування чистого прибутку.

Якщо результат менший від нуля або дорівнює нулю, додаткове зовнішнє фінансування не потрібне.

Вочевидь, підприємство потребуватиме додаткового зовнішнього фінансування за певних темпів зростання обсягів реалізації і тим більшою мірою, що вищими будуть ці темпи. Завданням фінансистів є визначення джерел залучення додаткового фінансування (внески засновників, банківські кредити, емісія облігацій підприємства).

Приклад. Визначити, чи потрібне підприємству додаткове зовнішнє джерело фінансування у плановому році при збільшенні обсягів виробництва та реалізації продукції, чи вистачить власного чистого прибутку для поповнення активів. Прийняти для розрахунку, що в прямій залежності від змін обсягів виробництва та реалізації продукції перебуває 70 % активів та 40 % пасивів підприємства. Чистий виторг від реалізації продукції у звітному році 1100 тис. грн, середня вартість активів 1600 тис. грн. На плановий рік планується приріст чистого виторгу від реалізації продукції 300 тис. грн. Коефіцієнт рентабельності продажу (відношення чистого прибутку до чистого виторгу від реалізації продукції) планується 0,06. Коефіцієнт реінвестування чистого прибутку 0,65.

Розв'язок. Визначаємо коефіцієнт фондомісткості:

$$K_{фм} = 1600 : 1100 = 1,46.$$

Визначаємо плановий чистий прибуток за формулою (6.3):

$$ЧП_{пл} = V_{пл} \cdot P_{рент} = (1100 + 300) \cdot 0,06 = 84 \text{ тис. грн.}$$

За формулою (11.8) визначаємо:

$$\Phi_{дод} = \Delta A - \Delta П - ЧП_{пл} \cdot K_p = 1,46 \cdot 0,7 \cdot 300 - 1,46 \cdot 0,4 \cdot 300 - 84 \cdot 0,65 = 306,6 - 175,2 - 54,6 = 76,8 \text{ тис. грн.}$$

Отже, для забезпечення приросту чистого виторгу від реалізації продукції в плановому році підприємству потрібно додатково залучити із зовнішніх джерел 76,8 тис. грн.

У процесі складання і аналізу варіантів прогнозованих фінансових звітів досягається узгодженість між різними показниками розвитку підприємства; зіставляються фінансові потреби з темпами зростання і визначаються балансові взаємозв'язки за різних варіантів фінансових рішень, здійснюється контроль за майбутнім фінансовим станом підприємства.

Для планування більшості фінансових показників і складання планів використовуються методи, добре відомі в економічній науці і докладно описані в навчальній літературі, а саме: нормативний, розрахунково-аналітичний, балансовий, метод оптимізації планових рішень.

Нормативний метод є найпростішим методом розрахунку планових фінансових показників. Знаючи норматив і показник обсягу, можна легко розрахувати плановий показник. У фінансовому плануванні використовують загальнодержавні, місцеві (регіональні), галузеві нормативи і нормативи підприємства.

Загальнодержавні нормативи обов'язкові для всіх підприємств — це ставки загальнодержавних податків і обов'язкових платежів, мінімальна заробітна плата, норми амортизаційних відрахувань (застосовувані для розрахунку оподаткованого прибутку).

Місцеві (регіональні) нормативи діють у межах окремих областей, міст, районів та інших адміністративно-територіальних одиниць — це ставки місцевих податків і зборів, податки і податкові пільги, введені в спеціальних економічних зонах.

Галузеві фінансові нормативи діють для підприємств, що відносяться до визначених галузей. До таких нормативів належать, наприклад, рентна плата за видобуток нафти і газу, збір за спеціальне використання природних ресурсів, граничний рівень рентабельності для підприємств, що є природними монополістами.

Нормативи підприємства розробляють його менеджери для контролю і підвищення ефективності використання фінан-

сових ресурсів. Найчастіше використовують такі внутрішні нормативи, як мінімальний розмір власних оборотних коштів, стійкі пасиви (кредиторська заборгованість, що постійно знаходиться в розпорядженні підприємства), частка прибутку, що направляється на реінвестування, співвідношення між власними і позиковими джерелами фінансування, мінімальна норма прибутку на вкладений капітал та ін.

Розрахунково-аналітичний метод застосовують тоді, коли нормативи відсутні. У цьому випадку аналізують досягнуте в базисному періоді значення конкретного фінансового показника, визначають індекс його змін у плановому періоді і розраховують планове значення. В основі розрахунково-аналітичного методу лежить прогнозування тенденцій поведіння, динаміки і взаємозв'язків фінансових показників у планованому періоді.

Розрахунково-аналітичний метод широко застосовують при плануванні окремих видів витрат на виробництво і реалізацію продукції, прибутку (див. підрозділ 6.1), визначенні планового розміру оборотних коштів у запасах (див. підрозділ 7.2) та ін.

Особливо широко у фінансовому плануванні застосовують **балансовий метод**. При цьому шляхом побудови балансів узгоджується потреба у фінансових ресурсах і джерела їх формування. Більшість фінансових планів складають у вигляді різних форм балансів (див. підрозділ 11.4).

Метод оптимізації планових рішень використовується для вибору оптимального варіанта з кількох варіантів проєктів планових розрахунків. Найчастіше цей метод застосовують при виборі варіантів інвестицій, плануванні капітальних вкладень. Критеріями вибору оптимального рішення можуть слугувати такі показники, як мінімум приведених витрат; мінімум поточних витрат; максимум прибутку; мінімальний період оборотності капіталу; максимум прибутку на вкладений капітал; мінімальний фінансовий ризик (мінімальна ймовірність фінансових утрат); мінімум фінансових витрат по залученню джерел фінансування тощо. Пошук оптимального варіанта може потребувати використання складних моделей лінійного

програмування, що обмежує масштаби практичного застосування методу оптимізації планових рішень. Водночас розвиток комп'ютерних технологій, поява нових програмних продуктів (електронних таблиць і комп'ютерних фінансових моделей різних типів) полегшує, вдосконалює виконання аналітичних розрахунків під час фінансового прогнозування і планування, значно розширює можливості менеджерів щодо перегляду альтернатив і вибору оптимальних варіантів згідно з обраними ними критеріями.

Реальність фінансових планів, тобто можливість їх виконання у повному обсязі, без істотних коригувань протягом планового періоду, досягається дотриманням таких засадничих положень:

1. Починати планування необхідно з виявлення ресурсів і показників, що є обмеженими для підприємства, тобто з так званих “вузьких місць”.
2. У всі фінансові плани треба закладати певний резерв коштів, хоча б мінімальний.

Для забезпечення фінансової стійкості підприємства у процесі планування фінансів рекомендується керуватися наступними принципами:

- приймати фінансові рішення і розраховувати фінансові показники так, щоб у будь-який час була забезпечена платоспроможність і ліквідність підприємства;
- терміни використання коштів потрібно узгоджувати з термінами, на які залучаються джерела їх фінансування (так зване “золоте банківське правило”); з цього випливає, що капітальні вкладення з тривалими строками окупності необхідно фінансувати тільки за рахунок довгострокових джерел коштів;
- особливо ризиковані інвестиції слід фінансувати тільки за рахунок власних коштів;
- позиковий капітал залучати тільки тоді, коли це забезпечує підвищення рентабельності власного капіталу, тобто коли виявляється позитивний ефект фінансового важеля;

- вибирати найдешевші способи фінансування капітальних вкладень;
- вибирати інвестиційні проекти, які можуть забезпечити максимальну рентабельність.

Наведемо перелік основних розрахунків, які необхідні для складання фінансових планів:

- змінні витрати на одиницю продукції (робіт, послуг);
- умовно-постійні витрати підприємства на плановий період;
- виробнича собівартість одиниці кожного виду продукції (робіт, послуг);
- варіанти цін реалізації одиниці кожного виду продукції (робіт, послуг);
- виторг від реалізації кожного виду продукції (робіт, послуг) і загалом на планований період;
- амортизаційні відрахування;
- податки, збори та інші обов'язкові платежі;
- планова собівартість реалізованої продукції (робіт, послуг) по кожному виду і загалом;
- доходи від реалізації основних фондів та інших необоротних активів;
- плановий валовий прибуток (збиток) від реалізації по кожному виду продукції (робіт, послуг) і по підприємству загалом;
- прогнозний розрахунок виплати дивідендів;
- платежі по добровільному страхуванню майна, соціальному страхуванню, медичному страхуванню працівників;
- кошторис розподілу прибутку і формування грошових фондів підприємства (резервного, дивідендного, розвитку та ін.);
- збільшення (зменшення) власного капіталу в плановому періоді;
- приріст потреби в оборотних активах і джерела її покриття;
- приріст (зменшення) власного оборотного капіталу;
- потреба в короткострокових кредитах;

- обсяг капітальних вкладень і джерела їх фінансування;
- потреба в довгострокових кредитах;
- сума процентів за користування кредитами, що підлягає сплаті у плановому періоді.

11.2 Стратегічне і поточне фінансове планування

Фінансове планування поділяється на стратегічне (довгострокове) і поточне (короткострокове). Відповідно, складаються стратегічні та поточні фінансові плани, які утворюють систему внутрішньофірмового фінансового планування підприємства.

Стратегічне планування виконує кілька важливих завдань, а саме:

- визначає перспективні напрями розвитку підприємства, основні види його діяльності, уможливорює об'єднання в єдину систему чотирьох найважливіших напрямів у плануванні — реалізація продукції (робіт, послуг), фінансування, виробництво та закупівлі;
- формує для підприємства загалом, а також для кожного структурного підрозділу конкретні цілі, що відповідають стратегії його розвитку;
- стимулює менеджерів до глибшого оцінювання сильних і слабких сторін підприємства;
- створює підґрунтя для раціонального розподілу обмежених економічних ресурсів.

Термін “довгострокове планування” означає, що період триває більше року. Конкретні терміни визначають керівники підприємства, це може бути планування на 2–5 (або й більше) років. За цей час підприємство, обравши певну стратегію розвитку, планує досягти визначених довгострокових цілей.

Довгострокові цілі — це результати, виражені конкретними кількісними показниками, яких прагнуть досягти керівники підприємства. Наприклад: збільшити чистий прибуток на інвестований капітал на 15 % за три роки; збільшити суму прибутку на 3 млн грош. од. за 4 роки; збільшити обсяг продажу

продукції “А” на 5 млн грош. од. за 4 роки; знизити витрати на виробництво одиниці продукції “В” на 5 % за 2 роки тощо.

Кожна стратегія пов’язана з певними капіталовкладеннями, тому ключовим показником стратегічного фінансового планування є обсяг капіталовкладень. Добираючи інвестиційні проекти, що відповідають вибраній стратегії, менеджери враховують скільки фінансових ресурсів вони можуть залучити. Обмеженість фінансових ресурсів може спричинитися до обмеження бюджету капіталовкладень, а це, своєю чергою, до перегляду інвестиційної програми. Іншим підходом є початок планування від ліміту капіталовкладень і формування інвестиційної програми в його межах, тобто спочатку встановлюють абсолютний ліміт бюджету капіталовкладень.

Стратегічне фінансове планування має вирішувати взаємопов’язані питання: бюджету капіталовкладень, структури капіталу і дивідендної політики. Воно також пов’язує інвестиційну політику підприємства, як комплекс заходів щодо реалізації вибраної стратегії розвитку, з фінансовою політикою, як системою залучення і ефективного використання фінансових ресурсів.

Планування довгострокових капіталовкладень полягає у складанні зведеного плану капіталовкладень усіх підрозділів підприємства. Загалом, це зведена перспективна інвестиційна програма, в яку входять можливі для реалізації проекти із додатним значенням NPV. У процесі складання зведеної інвестиційної програми забезпечується:

- узгодженість окремих проектів за термінами, виконавцями, обсягами витрат;
- прийняття спільних рішень про доцільність ресурсної взаємодії учасників структурних підрозділів підприємства, а також концентрація їх фінансових ресурсів на першочергових проектах;
- узгодження потреб у фінансових ресурсах з внутрішніми джерелами фінансування, а також оцінювання можливості залучення зовнішніх джерел фінансування;

- формування інвестиційного портфеля підприємства, що складається з реальних і фінансових інвестицій;
- розрахунок показників очікуваної ефективності інвестицій;
- визначення організаційно-управлінських заходів з реалізації проектів.

На практиці у процесі реалізації інвестиційних програм виникають складнощі, які неможливо передбачити під час планування, наприклад, змінюються умови, з’являються нові привабливіші інвестиційні проекти, тоді як заплановані можуть втратити привабливість; унаслідок різних часових лагів втілення окремих проектів може бути відкладене або навіть скасоване через зміну обставин.

Основні об’єкти довгострокового фінансового планування — обсяг капіталовкладень та потреба у фінансових ресурсах. Для розроблення перспективних фінансових планів керівництво підприємства має визначити кілька принципових напрямів фінансової політики на плановий період, а саме:

- скільки коштів буде інвестовано у нові активи. Сума впливає з інвестиційних можливостей підприємства і є результатом прийнятих рішень щодо бюджету капіталовкладень;
- яке плече фінансового важеля підприємство буде підтримувати. Визначатиметься сума позик для фінансування капіталовкладень, тобто це політика підприємства щодо структури капіталу;
- яка дивідендна політика здійснюватиметься у плановому періоді. Визначатиметься сума коштів для виплати власникам і сума прибутку, що реінвестується;
- який рівень ліквідності збирається підтримувати підприємство. Визначатиметься розмір чистого оборотного капіталу (розмір власних оборотних коштів), тобто це політика щодо фінансування оборотних активів.

Фінансова політика залежить від запланованого темпу зростання доходу (виторгу), який хоче забезпечити керівництво

підприємства, і фінансових можливостей забезпечити такий темп зростання.

Фінансові можливості підприємства щодо забезпечення певних темпів зростання визначаються коефіцієнтами внутрішнього зростання і стійкого зростання [72, 119–120].

Коефіцієнт внутрішнього зростання ($K_{вз}$) — це максимальний темп зростання виторгу, якого підприємство може досягти без будь-якого зовнішнього фінансування. Цей коефіцієнт визначається за формулою:

$$K_{вз} = \frac{ROA \cdot p}{1 - ROA \cdot p}, \quad (11.9)$$

де ROA — рентабельність активів (відношення чистого прибутку до середньої вартості активів); p — коефіцієнт реінвестування (капіталізації), тобто частка чистого прибутку, що залишається на реінвестування після виплати дивідендів.

Коефіцієнт стійкого зростання ($K_{сз}$) — це максимальний темп зростання виторгу, якого підприємство може досягти за рахунок внутрішніх джерел фінансування і збереження постійного співвідношення між позиковим та власним капіталом (постійного плеча фінансового важеля), без додаткового зовнішнього фінансування за рахунок додаткових внесків власників (або емісії нових акцій в акціонерних товариствах). Цей коефіцієнт визначають так само, як $K_{вз}$, тільки замість показника ROA використовують ROE :

$$K_{сз} = \frac{ROE \cdot p}{1 - ROE \cdot p}, \quad (11.10)$$

де ROE — рентабельність власного капіталу (відношення чистого прибутку до середньої суми власного капіталу).

Коефіцієнт стійкого зростання свідчить про те, на скільки процентів можна забезпечити зростання, якщо реінвестувати p процентів чистого прибутку і залишити плече фінансового важеля (відношення позикового капіталу до власного) на базовому рівні, залучивши для цього певну суму додаткових позик.

Приклад. За даними фінансових звітів (додаток 1 і 2) визначимо коефіцієнти внутрішнього і стійкого зростання для АТ

“Віртуал” за формулами (11.9) і (11.10), якщо коефіцієнт капіталізації прибутку дорівнює 0,65.

Розв’язок:

$$ROA = 92,7 : \frac{950 + 1255,7}{2} = 92,7 : 1102,85 = 0,084;$$

$$K_{вз} = \frac{0,084 \cdot 0,65}{1 - 0,084 \cdot 0,65} = \frac{0,0546}{0,9454} = 0,058, \text{ або } 5,8 \%;$$

$$ROE = \frac{843,0 + 1061,2}{2} = \frac{92,7}{952,1} = 0,097;$$

$$K_{сз} = \frac{0,097 \cdot 0,65}{1 - 0,097 \cdot 0,65} = \frac{0,063}{0,937} = 0,067, \text{ або } 6,7 \%.$$

Отже, АТ “Віртуал” може нарощувати виторг на 5,8 % у рік за рахунок самофінансування, реінвестуючи 65 % чистого прибутку, а також забезпечити зростання виторгу на 6,7 %, якщо крім реінвестування 65 % чистого прибутку дещо збільшуватиме суму позик (на величину приросту нерозподіленого прибутку), тобто зберігаючи співвідношення між зобов’язаннями та власним капіталом на базовому рівні.

Якщо керівництво підприємства планує досягти вищих за 6,7 % темпів зростання (за інших однакових умов — тих самих значень ROE та p), то фінансова політика має бути змінена у бік залучення більше позикового капіталу, тобто збільшення плеча фінансового важеля, або залучення додаткового власного капіталу із зовнішніх джерел (внески засновників, додаткова емісія акцій).

Із формули (11.10) випливає, що коефіцієнт стійкого зростання підвищуватиметься із збільшенням ROE та p . Згадавши формулу Дюпона (підрозділ 5.1) та розклавши ROE на компоненти, побачимо, які фактори приводять до збільшення цього показника, а отже, і до збільшення $K_{сз}$.

Беручи до уваги, що збільшення p (коефіцієнта капіталізації прибутку) так само сприяє збільшенню $K_{сз}$ доходимо висновку, що здатність підприємства до стійкого зростання безпосередньо залежить від наступних факторів:

- збільшення рентабельності реалізації;
- дивідендної політики (зменшення частки прибутку, що сплачується у вигляді дивідендів, веде до зростання коефіцієнта капіталізації);
- плеча фінансового важеля (збільшення плеча фінансового важеля означає збільшення фінансування за рахунок боргу, отже, збільшується відношення позикового капіталу до власного, а також *ROE*);
- збільшення оборотності активів (веде до збільшення витрату, що отримується з кожної гривні активів, і, відповідно, до зниження коефіцієнта фондомісткості та зменшення потреби в прирості активів).

За сталих значень рентабельності реалізації, коефіцієнта капіталізації прибутку, плеча фінансового важеля та оборотності активів, підприємство матиме один можливий темп зростання. При підвищенні темпів зростання потрібно збільшити рентабельність реалізації, оборотність активів, плече фінансового важеля, коефіцієнт капіталізації прибутку або збільшити власний капітал за рахунок зовнішніх надходжень (внесків засновників, продажу нових акцій).

До довгострокового планування належить складання бізнес-плану, який може стосуватись або окремого інвестиційного проекту, або його можуть складати як перспективний план розвитку підприємства загалом. Бізнес-план розробляють періодично, зазвичай у зв'язку з необхідністю пошуку додаткових інвесторів і кредиторів для фінансування капітальних вкладень. Стандартна структура бізнес-плану така: 1. Резюме. 2. Опис підприємства – коротка історія. 3. Опис продукції (виду послуг), що планується виробляти. 4. Оцінювання ринку збуту та конкурентів. 5. План маркетингу. 6. Виробничий план. 7. Організаційний план. 8. Оцінювання ризиків та програма страхування. 9. Фінансовий план. 10. Стратегія фінансування.

Завданням фінансових менеджерів є розроблення фінансових розділів бізнес-плану (9 і 10), вони є узагальнювальними, в них у вартісному вираженні представлені матеріали всіх інших розділів. Фінансовий план як розділ бізнес-плану містить:

- прогноз витрату від реалізації продукції (робіт, послуг) довгостроковий – на 3 роки вперед (третій рік – загальна сума за рік, другий рік – із розбивкою по кварталах) і короткостроковий – 1-й рік із розбивкою по місяцях;
- баланс грошових надходжень і витрат на ті самі періоди, що і прогноз витрату;
- прогноз доходів і витрат – на 3 роки – показані витрати від реалізації, витрати на виробництво, прибуток від реалізації і чистий прибуток;
- плановий баланс активів і пасивів (на початок і кінець 1-го року реалізації бізнес-плану);
- розрахунок точки беззбитковості (“порогу” рентабельності), тобто обсягу реалізації, за якого прибуток дорівнює нулю, але цілком покриваються витрати; рекомендується показувати кілька варіантів розрахунків точки беззбитковості для різного рівня прогнозованої ціни – максимального, середнього, мінімального.

У розділі “Стратегія фінансування” плануються обсяги та джерела залучення фінансових ресурсів (власні та позикові) і форми їх залучення (внески засновників, емісія акцій, банківський кредит, емісія облігацій, фінансовий лізинг).

Важливим елементом фінансового планування є податкове планування, що передбачає мінімізацію податкових зобов'язань у межах чинного законодавства. Податкове планування спирається на право кожного платника податків використовувати не заборонені законом засоби, прийоми, заходи для скорочення своїх податкових зобов'язань. Його можна здійснювати як у процесі довгострокового фінансового планування, так і при складанні поточних фінансових планів.

У довгостроковому періоді підприємства можуть передбачати такі заходи із зменшення податкового тягаря, як заснування нових підприємств у вільних економічних зонах або країнах, що є офшорними центрами, тобто там, де застосовується пільгове оподаткування і спрощена система бухгалтерського обліку.

У поточному періоді податкове планування складається з урахування і максимального використання всіх не забороне-

них законодавством пільг і можливостей зменшення бази оподаткування.

Особливою складовою фінансового планування є план фінансової санації (фінансового оздоровлення), який потрібно скласти, якщо підприємство перебуває у тяжкому фінансовому становищі, або навіть є потенційним банкрутом. Зміст плану фінансової санації розглядається в темі 12.

В основі поточного фінансового планування лежать показники стратегічного планування. Поточні фінансові плани чи як їх ще називають — бюджети розробляються на рік із розбивкою на коротші періоди (квартал, місяць або й ще коротші). Основними є план доходів і витрат, план руху грошових коштів, плановий баланс активів і пасивів, за потреби підприємство може розробляти й інші бюджети.

Призначення плану (бюджету) доходів і витрат (БДіВ) — показати співвідношення всіх доходів від реалізації продукції (робіт, послуг) у плановому періоді з усіма видами витрат (з виділенням найважливіших статей витрат), які передбачаються у цей самий період і які пов'язані з отриманням доходів. Основне призначення БДіВ — показати керівникам підприємства планові фінансові результати його виробничо-господарської діяльності в майбутній період, тобто, чи буде прибуток (валовий, операційний, чистий), перевищення доходів над витратами чи ні. Завдяки БДіВ також можна встановити ліміти (нормативи) основних видів витрат, цільові показники (нормативи) прибутку, проаналізувати і виявити резерви формування і збільшення прибутку, оптимізації податкових та інших обов'язкових платежів, можливості повернення позичених коштів, формування фондів нагромадження і споживання. У цьому документі не відображається рух реальних грошових коштів. По суті БДіВ — це планування фінансових результатів, отже, за формою цей документ схожий на звіт про фінансові результати.

Головне завдання поточного (короткострокового) фінансового планування — забезпечити поточну платоспроможність (ліквідність) підприємства, тобто здатність протягом року своєчасно погашати поточні зобов'язання і фінансувати поточну

діяльність. Тому основним об'єктом короткострокового фінансового планування є приплив і відплив грошових коштів протягом року з урахуванням календарних термінів надходжень і витрат, що знаходить відображення у найважливішому поточному фінансовому плані (бюджеті) руху грошових коштів (БРГК). Цим документом заплановано рух реальних грошових коштів, тому висвітлюються тільки ті операції, які супроводжуються надходженням коштів або витратами.

У процесі складання плану руху грошових коштів планують приплив грошей, а також витрати (відплив грошей) за окремі періоди (квартал, місяць, декада, тиждень, навіть день), на які розбивається рік, отже, цей план є оперативним фінансовим планом. З'ясовується, в які періоди передбачається надлишок або дефіцит коштів. Беручи це до уваги, менеджери розробляють фінансову політику щодо форм короткострокового фінансування дефіциту грошей і складають план короткострокових позик, за рахунок яких досягається баланс грошових витрат і надходжень. Щоб внести в план усі витрати, складають кошториси за всіма їх видами: придбання сировини і матеріалів, оплата праці, рекламні заходи, комунальні послуги, капітальні витрати, податки, виплата процентів і дивідендів тощо. Базовим показником для розрахунку більшості витрат є плановий обсяг реалізації продукції (див. рис. 11.1).

Грошові надходження протягом року також плануються за видами — виторг від реалізації продукції, майна, отримання позик, орендної плати, процентів, дивідендів, інші надходження.

Складаючи БРГК, аналізують плани, що впливають на рух грошей. Зокрема, розглядаючи плани реалізації продукції, потрібно оцінити вплив умов розрахунків за відвантажену продукцію на терміни надходження грошей. Наприклад, за угодами з покупцями частину виторгу від реалізації продукції поточного місяця (20 %) підприємство отримуватиме в цьому самому місяці, другу частину (50 %) — у наступному, а ще 30 % — через місяць. Терміни погашення дебіторської заборгованості

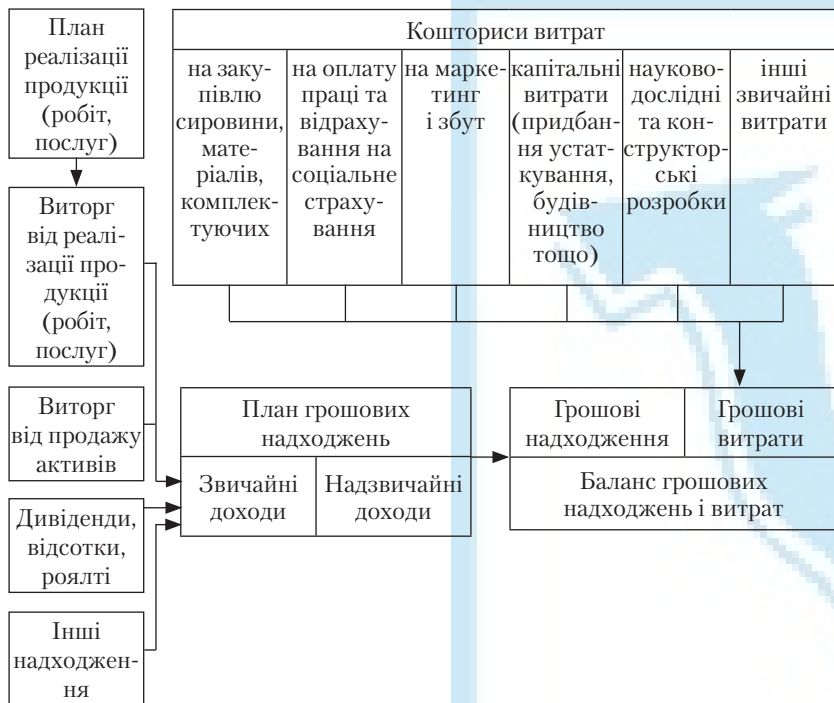


Рис. 11.1. Короткострокове планування

обов'язково враховують при складанні БРГК. Планові обсяги і терміни закупівель (сировини, матеріалів тощо) беруть з кошторису витрат на закупівлю, також з урахуванням часового лагу (інтервал між надходженням сировини та матеріалів і оплатою відповідного рахунку), тобто враховують терміни погашення кредиторської заборгованості.

Більша частина інших експлуатаційних витрат береться безпосередньо з кошторисів, оскільки терміни відпливу грошей майже збігаються з термінами виникнення відповідних витрат. Окремими статтями витрат показують капітальні вкладення, суму яких беруть з бюджету капіталовкладень. Не включають в БРГК статті витрат, що не потребують відпливу грошей (наприклад, амортизаційні нарахування).

Складаючи БРГК, менеджери передбачають мінімальний резерв коштів на непередбачені витрати. Форма БРГК наведена в табл.11.5 підрозділу 11.4.

Короткострокове фінансове планування є засобом управління поточним фінансуванням підприємства та підвищення ефективності використання оборотного капіталу, тому воно передбачає з'ясування того, за рахунок яких джерел краще компенсувати дефіцит коштів, що виникає в окремі періоди упродовж року – зберігати резерв коштів у ліквідній формі (гроші на поточних рахунках, цінні папери, що легко реалізуються), брати короткострокові позики; яким видом короткострокової позики краще скористатися в конкретний період; скоротити операційний та фінансовий цикли за рахунок прискорення оборотності запасів та дебіторської заборгованості та збільшення середнього терміну погашення кредиторської заборгованості. Вирішення цих управлінських завдань залежить від політики фінансування оборотних активів (див. підрозділ 7.2), стрижнем якої є розмір чистого оборотного капіталу (власних оборотних активів), що планує підтримувати підприємство для забезпечення певного рівня ліквідності.

Для обґрунтування надходжень і витрат грошей, що включають у БРГК, розробляють платіжні календарі за окремими елементами відтоку та припливу грошових коштів (податковий платіжний календар, платіжний календар за розрахунками з постачальниками, покупцями, банками по кредитах тощо). Платіжний календар складається з наступних розділів:

- а) графік припливу (надходження) грошових коштів;
- б) графік відтоку (витрачання) грошових коштів або графік майбутніх платежів.

Графік витрачання грошових коштів відображає терміни і суми платежів підприємства у плановому періоді за конкретними видами фінансових зобов'язань. Графік надходжень грошових коштів розробляється за всіма елементами припливу грошей із зазначенням термінів і сум платежів на користь підприємства.

Плановий (розрахунковий) баланс активів і пасивів — це прогноз змін у складі та структурі активів і зобов'язань підприємства в процесі майбутньої реалізації БРГК та БдІВ.

11.3 Бюджетування як сучасна технологія поточного фінансового планування

У процесі фінансового планування потрібно обробляти великі обсяги інформації, узгоджувати велику кількість показників, розрахованих на рівні окремих підрозділів і підприємства загалом. Для цього застосовується бюджетування на основі комп'ютерної обробки даних.

Бюджетування — це технологія складання, коригування, контролю та оцінювання виконання поточних фінансових планів, сутність якої полягає в узгодженні між собою основних складових фінансово-господарської діяльності — збуту, постачання, виробництва, фінансів з метою досягнення певних фінансових результатів. Ядром системи бюджетування є фінансово-економічна модель, у межах якої на рівні ключових показників відбувається ув'язування господарських та фінансових процесів, тобто плани перестають бути розрізненими, виникає єдина замкнена технологія управління з можливістю реалізації зворотного зв'язку — коригування планів для досягнення загального результату.

Система бюджетування зв'язує між собою різні господарські операції, види діяльності, результати діяльності підрозділів підприємства як за планом, так і фактично. Це дає можливість вчасно з'ясувати, що впливає на кінцеві фінансові результати і скоригувати бюджети, врахувавши відхилення фактичних показників від планових протягом планового періоду.

Слід відрізнити процедуру складання окремих бюджетів у процесі короткострокового фінансового планування, що виконують усі підприємства, від застосування технології бюджетування, яка призначена для великих підприємств. Технологія бюджетування як спеціальна технологія фінансового планування розроблена з метою вдосконалення фінансового управ-

ління саме великих підприємств, які мають багато підрозділів (часто відокремлених територіально — філії, представництва), або є холдинговими структурами (материнська компанія та дочірні підприємства) і не можливо обробити величезні обсяги інформації, узгодити велику кількість показників у процесі планування та контролю за виконанням планів, не застосувавши спеціальне програмне забезпечення і комп'ютерні технології складання планів. Наприклад, якщо невелике за обсягами діяльності підприємство розробляє окремі поточні фінансові плани — бюджет доходів і витрат, бюджет руху грошових коштів тощо, це не означає, що воно застосовує технологію бюджетування, але вона йому й не потрібна, оскільки призначена для оброблення великих масивів інформації.

Бюджетним періодом найчастіше вважається рік, в якому можуть виділятися коротші періоди (квартал, місяць).

Результатом бюджетування є система бюджетів, які за рівнями управління поділяються на:

- зведений бюджет підприємства;
- функціональні бюджети (підрозділів підприємства).

Зведений бюджет підприємства — це сукупність трьох основних фінансових бюджетів (доходів і витрат — БдІВ, руху грошових коштів — БРГК, плановий баланс активів і пасивів), а також набір операційних і допоміжних бюджетів, які необхідні для складання основних.

Серед операційних бюджетів вирізняють наступні:

- 1) бюджет продажу (реалізації) продукції — щомісячний обсяг продажів за видами продукції і по підприємству загалом у натуральних і вартісних показниках протягом бюджетного періоду;
- 2) бюджет виробництва продукції — показує щомісячний обсяг виробництва за видами продукції і по підприємству загалом в натуральних і вартісних показниках з урахуванням запасів готової продукції на початок і на кінець бюджетного періоду;
- 3) бюджет запасів готової продукції — обсяг запасів різних видів продукції по підприємству загалом і за окремими підрозділами в натуральних і вартісних показниках;

4) бюджет прямих матеріальних витрат — затрати сировини, матеріалів, комплектуючих у розрахунку на одиницю готової продукції та на щомісячний обсяг виробництва за видами продукції і по підприємству загалом у натуральних і вартісних показниках;

5) бюджет прямих затрат праці — відображає затрати на заробітну плату основного виробничого персоналу протягом бюджетного періоду у розрахунку на одиницю готової продукції і на весь обсяг виробництва в натуральних і вартісних показниках, тобто з урахуванням затрат робочого часу і тарифних ставок;

6) бюджет прямих виробничих (операційних) витрат — може складатись тоді, коли є потреба у більш точному плануванні виробничих (операційних) витрат, які можуть бути віднесені до категорії прямих (змінних) витрат;

7) бюджет загальногосподарських накладних витрат — показує витрати на заробітну плату адміністративно-управлінського персоналу, інженерно-технічного і допоміжного персоналу, зайнятих у відповідному структурному підрозділі підприємства (цеху, дільниці тощо), орендні й комунальні платежі, витрати на відрядження, витрати на поточний ремонт обладнання та інші витрати, пов'язані з функціонуванням підрозділу протягом бюджетного періоду;

8) бюджет загальногосподарських витрат — витрати на заробітну плату адміністративно-управлінського персоналу, орендні й комунальні платежі, витрати на відрядження, затрати на утримання основних засобів загальногосподарського використання, представницькі витрати та інші витрати загальногосподарського призначення протягом бюджетного періоду;

9) бюджет комерційних витрат — витрати на рекламу, виплата комісійної винагороди посередникам зі збуту, оплата транспортних послуг та інші витрати з реалізації продукції підприємства.

Наведений перелік операційних бюджетів є орієнтовним, визначення їх кількості та форми — внутрішня справа кожно-

го підприємства, оскільки операційні бюджети призначені для більш ґрунтовної підготовки вихідних даних для складання зведеного бюджету підприємства.

Функціональні бюджети складають підрозділи підприємства, які називають бюджетними центрами або центрами фінансової відповідальності (ЦФВ). Такі центри визначає керівництво підприємства залежно від його організаційної структури і визначення того, скільки доходів приносять і скільки коштів витрачають конкретні підрозділи.

На базі підрозділів підприємства виокремлюють наступні ЦФВ:

- центри витрат — ті підрозділи, які несуть тільки витрати, тому відповідальність менеджерів полягає в контролі за витратами (наприклад, відділ кадрів, бухгалтерія, фінансовий відділ, юридичний відділ);
- центри прибутку — підрозділи, що мають не тільки витрати, а й приносять доходи і прибуток (збиток), наприклад, філії, представництва підприємства, збутові підрозділи. Відповідальність менеджерів полягає в контролі за фінансовими результатами;
- центри доходу — підрозділи, в яких менеджери можуть впливати тільки на витрати (наприклад, цехи, дільниці), тому відповідальність менеджерів полягає в контролі за доходами;
- центри інвестицій — нові, перспективні підрозділи, часто новостворені спеціально для впровадження інвестиційних чи інноваційних проектів виготовлення нових видів продукції. У цьому випадку менеджери реалізують повний цикл від інвестицій до окупності капіталовкладень і відповідають за ефективність капіталовкладень.

За кожним ЦФВ закріплюється визначений перелік бюджетів, за складання яких він відповідає. Для цього розробляється регламент бюджетування, в якому чітко виділені права і обов'язки підрозділів, форми і строки надання інформації, отримувачі проміжних та підсумкових документів.

На рис. 11.2 схематично представлено процес бюджетування.

Складанням зведеного бюджету підприємства завершується процес бюджетування, який починається зі складання операційних і функціональних бюджетів.

Практично застосовують два підходи до розробки бюджетів: прирісне бюджетування та бюджетування “з нуля” – ZBB (Zero–Base–Budgeting).

Прирісне бюджетування – це складання бюджетів на основі фактичних результатів, досягнутих у попередньому періоді. При такому підході фактичні показники попереднього періоду коригуються відповідно до врахування цінової і податкової державної політики та інших факторів. Перевага такого методу полягає в його простоті, оскільки він не потребує значних витрат часу на розрахунки, завдяки чому має широке

практичне розповсюдження. Однак у цього методу є значний недолік. Насамперед у процесі бюджетування не проводиться аналіз ефективності витрат, а досягнуті результати автоматично переносяться на наступний період. У некомерційних організаціях такий підхід може призвести до того, що бюджетним центрам, які мають перевищення бюджету, можуть у наступному періоді надати додаткові ресурси, а підрозділам, які забезпечують економію коштів, навпаки, скоротять асигнування.

Бюджетування “з нуля” – це метод бюджетування, за якого менеджери кожного разу повинні обґрунтовувати заплановані витрати, ніби діяльність підприємства тільки розпочинається уперше. Бюджетування з нуля потребує від кожного бюджетного центру детального аналізу діяльності для виявлення неефективних операцій і вибору найвигодніших напрямів використання ресурсів. На відміну від прирісного бюджетування цей метод дає можливість виявити проблеми і вирішувати їх на стадії планування. Водночас бюджетування “з нуля” – більш дорогий метод, оскільки вимагає як значних затрат часу, так і коштів.

Розроблена система бюджетів має бути гнучкою, звідси й поняття “гнучке бюджетування”, тобто пристосована до внесення коректив протягом планового періоду в процесі виконання планів. Гнучкість бюджетування забезпечується насамперед створенням резервів (у фінансових бюджетах – це фінансовий резерв, наприклад мінімальний незнижуваний залишок коштів на поточному рахунку, який враховується при складанні бюджету руху грошових коштів), а також відповідною організацією процесу бюджетування, яка дає змогу змінювати затверджені плани в процесі їх реалізації (наприклад, бюджети розроблені на рік з поділом на квартали і місяці, із закінченням кожного місяця можуть переглядатись з урахуванням відхилень фактичних показників від запланованих).

Бюджетування – завдання не тільки фінансово-економічного підрозділу, а й інших підрозділів підприємства: виробни-

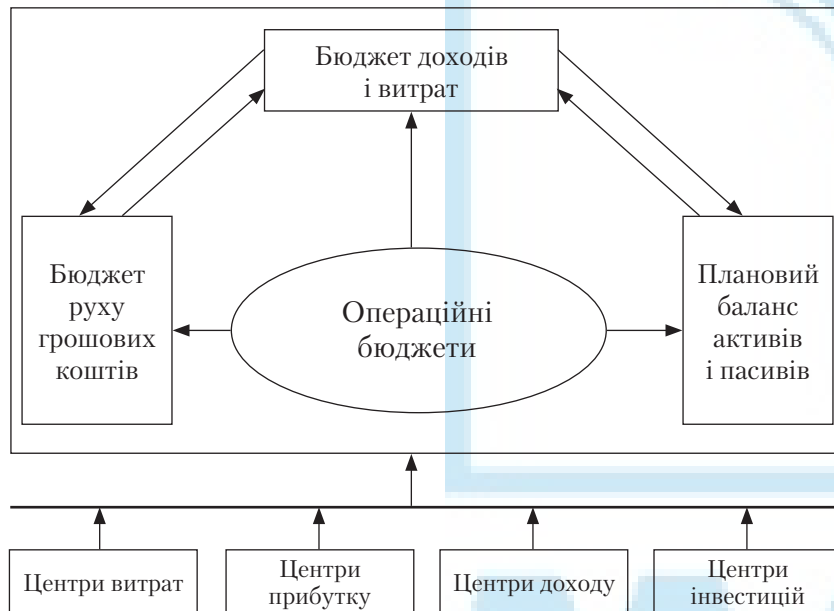


Рис. 11.2. Схема бюджетування

чих (обсяги виробництва, витрати на виробництво), постачання (обсяги закупівлі, потреба в коштах на закупівлю, графік платежів), збуту (обсяги продажу, надходження коштів від реалізації продукції), технічного розвитку (обсяги капіталовкладень, виробнича потужність, якість продукції).

Отже, в процесі бюджетування беруть участь усі підрозділи підприємства. Для узгодження їх дій створюються **бюджетний комітет**, до функцій якого входить методична допомога бюджетним центрам, організація і координація дій виконавців, узгодження функціональних бюджетів і включення їх у зведений бюджет, затвердження бюджетів, контроль за виконанням, аналіз і організація коригування у разі потреби.

Бюджетування досить складний процес, який потребує обробки великого обсягу інформації, обчислення багатьох показників, розгляду різних варіантів перед кінцевим затвердженням. Тому для забезпечення ефективності бюджетування треба:

- використовувати комп'ютерні технології, не намагатися організувати бюджетування на основі паперової технології;
- враховувати відсутність стандартів щодо складання бюджетів (на відміну від фінансових звітів) і впроваджувати форми бюджетів, які відповідають потребам ефективного керівництва підприємством;
- вдосконалювати форми бюджетів, що пропонуються в методичних матеріалах, пристосовуючи їх до специфіки діяльності конкретного підприємства;
- співставляти витрати (часу, коштів) на складання бюджетів з ефектом від їх використання (намагатися здешифрувати бюджетування за рахунок його раціональної організації);
- при складанні бюджетів застосовувати документи, за формою і структурою наближені до документів бухгалтерської звітності, що значно спрощує порівняння планових та фактичних даних і контроль за виконанням фінансових планів.

11.4

Склад і зміст фінансових планів підприємства

Насамперед слід зауважити, що не існує певних загальних стандартів щодо форм і змісту фінансових планів підприємства. Отже, менеджери мають великі можливості щодо творчого підходу, створюючи систему фінансового планування з урахуванням специфічних особливостей діяльності й організаційної структури кожного підприємства і якнайкраще пристосовуючи форми фінансових планів до потреб підвищення ефективності управління підприємством.

Складання проектів всіх операційних і фінансових бюджетів здійснюється після розроблення проекту бюджету реалізації продукції. Розглянемо процедуру складання основних і допоміжних фінансових бюджетів (планів) на конкретному прикладі.

На підставі щомісячних розрахунків виторгу від реалізації, собівартості реалізованої продукції, інших операційних доходів і витрат складають “План доходів і витрат підприємства з операційної діяльності” (табл. 11.2).

Таблиця 11.2

План доходів і витрат АТ “Віртуал” з операційної діяльності на _____ рік, тис. грн.

№ пор.	Показник	Значення за рік	У тому числі по кварталах			
			I	II	III	IV
1	2	3	4	5	6	7
1	Чистий виторг від реалізації продукції, усього	600,0	125,0	130,0	165,0	180,0
2	Собівартість реалізованої продукції, усього	432,0	90,0	93,0	116,0	133,0
	У тому числі:					
	• прямі матеріальні витрати;	310,0	63,0	64,0	85,0	98,0
	• прямі витрати на оплату праці;	39,0	8,0	8,5	9,5	13,0
	• інші прямі витрати;	48,0	9,5	10,0	12,5	16,0

Закінчення табл. 11.2

1	2	3	4	5	6	7
	• загальновиробничі витрати	35,0	8,0	8,0	9,0	10,0
3	Валовий прибуток (збиток) р. 1 – р. 2)	168,0	35,0	37,0	49,0	47,0
4	Інші операційні доходи	17,0	2,0	5,0	5,0	5,0
5	Витрати від реалізації У тому числі по рекламі	33,0	6,0	8,0	10,0	9,0
6	Адміністративні витрати	26,0	5,0	6,0	8,0	7,0
7	Інші операційні витрати	31,0	7,0	8,0	8,0	8,0
8	Прибуток (збиток) операційної діяльності (р. 3 + р. 4 – р. 5 – р. 6 – р. 7)	3,0	0,5	0,5	1,0	1,0
		118,0	23,0	25,5	35,0	34,0

Потім складають “План фінансових результатів від звичайної діяльності підприємства” (табл. 11.3), в якому зазначають запланований загальний прибуток (збиток) підприємства з урахуванням прибутку (збитку) від реалізації основних фондів та інших необоротних активів, фінансових інвестицій, а також інших доходів і витрат, не пов’язаних з операційною діяльністю. Для складання цього плану виконують допоміжні розрахунки прибутку (збитків) від реалізації та вибуття основних фондів й інших необоротних активів, а також запланованих інших доходів і витрат.

Таблиця 11.3

**План фінансових результатів від звичайної діяльності
АТ “Віртуал” на _____ рік**

№ пор.	Показник	Прибуток, тис. грн.
1	2	3
1	Прибуток (збиток) від операційної діяльності (р. 8 табл. 11.2)	118,0
2	Прибуток (збиток) від реалізації та іншого вибуття основних засобів й інших необоротних активів	25,0
3	Прибуток (збиток) від реалізації фінансових інвестицій	16,0

Закінчення табл. 11.3

1	2	3
4	Інші доходи, не пов’язані з операційною діяльністю (дивіденди, отримані відсотки та ін.)	5,0
5	Інші витрати, не пов’язані з операційною діяльністю	2,0
6	Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування (р. 1 + р. 2 + р. 3 + р. 4 – р.5)	162,0

Прибуток, що залишається у розпорядженні підприємства, розподіляють за рішенням власників. Для цього використовують “Плановий кошторис розподілу прибутку підприємства” (табл. 11.4), який за поданням менеджерів власники затверджують на початку року. Пропорції розподілу планового прибутку визначаються стратегічними і тактичними завданнями функціонування підприємства – це перспективи розвитку підприємства (звідси розподіл прибутку на реінвестування і споживання), залучення нових інвесторів (для цього може бути заплановане збільшення виплати дивідендів), необхідність фінансування об’єктів соціальної інфраструктури тощо.

Таблиця 11.4

Плановий кошторис розподілу прибутку АТ “Віртуал”

№ пор.	Показник	На плановий рік, тис. грн.
1	2	3
1	Плановий прибуток від звичайної діяльності до оподаткування (р. 6 табл. 11.3)	162,0
2	Податок на прибуток	47,0
3	Чистий прибуток, що залишається в розпорядженні підприємства (р. 1 – р. 2)	115,0
4	Прибуток, що розподіляється, всього	40,0
	У тому числі:	
	• виплата основної суми боргу за отриманими банківськими кредитами;	15,0

Закінчення табл. 11.4

1	2	3
	• виплата фіксованих дивідендів за привілейованими акціями;	9,0
	• резервний фонд;	6,0
	• дивіденди за простими акціями	10,0
5	Нерозподілений прибуток, усього (р. 3 – р. 4)	75,0
	У тому числі:	
	на фінансування капітальних вкладень	65,0
6	Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію	0,152
7	Дивіденди на одну просту акцію	0,013

Найважливішим фінансовим планом, завдяки якому фінансові менеджери можуть постійно контролювати ліквідність підприємства, як зазначалося у підрозділі 11.2, є «План (бюджет) руху грошових коштів – БРГК» (табл. 11.5). Він відображає результати узгодження в часі надходжень коштів на рахунки підприємства і виплати коштів, може бути складений з розбивкою надходжень і витрат грошей за місяцями, декадами, навіть тижнями та днями.

Таблиця 11.5

**Бюджет руху грошових коштів АТ «Віртуал»
на _____ рік, тис. грн.**

№ пор.	Грошові надходження і витрати	Січень	Лютий	Березень	...	Грудень
1	2	3	4	5	6	7
1	Залишок грошових коштів на початок місяця (року)	7,7	0,2	0,1	...	0,3
2	Грошові надходження, усього	45,0	70,5	150,5	...	81,0
	У тому числі:					
	• виторг від реалізації продукції;	35,0	48,0	53,0	...	61,0
	• виторг від реалізації основних фондів;	-	-	15,0	...	-

Продовження табл. 11.5

1	2	3	4	5	6	7
	• виторг від реалізації інших активів;	2,0	1,0	1,5	...	2,0
	• надходження дивідендів, відсотків;	-	5,0	-	...	-
	• погашення дебіторської заборгованості;	8,0	16,5	21,0	...	18,0
	• отримання кредиту для фінансування капітальних вкладень;	-	-	36,0	...	-
	• інші надходження	-	-	-	...	-
3	Усього грошових коштів у розпорядженні (р. 1 + р. 2)	52,7	70,7	150,6	...	81,3
4	Грошові витрати, усього	57,5	68,6	148,0	...	74,1
	У тому числі:					
	• придбання виробничих запасів;	32,0	24,0	21,0	...	30,0
	• придбання устаткування;	-	-	102,0	...	-
	• оплата послуг сторонніх організацій (комунальні послуги, телефон та інші засоби зв'язку, банківські послуги);	5,0	6,5	6,0	...	6,8
	• заробітна плата з нарахуваннями;	8,0	7,6	8,2	...	9,0
	• оплата реклами;	2,0	2,2	1,9	...	2,3
	• податки;	7,0	6,0	6,5	...	6,7
	• виплата відсотків за банківські кредити;	1,2	1,5	1,4	...	2,8
	• погашення позичок, отриманих торік;	-	-	-	...	15,0
	• виплата дивідендів;		19,0	-	...	-
	• інші витрати	2,3	1,8	1,0	...	1,5
5	Залишок (+), дефіцит (-) грошових коштів на кінець місяця (року) (р. 3 – р. 4)	-4,8	+2,1	+2,6	...	7,2
6	Потреба в короткострокових банківських кредитах для покриття дефіциту коштів	5,0	-	-	...	-
7	Погашення короткострокових банківських кредитів	-	2,0	2,5	...	5,5

Закінчення табл. 11.5

1	2	3	4	5	6	7
8	Залишок коштів на кінець місяця з урахуванням кредитування (р. 5 + р. 6 – р. 7)	0,2	0,1	0,1	...	1,7

При складанні БРГК використовують дані “Плану доходів і витрат підприємства з операційної діяльності”, “Плану капітальних вкладень, розрахунку планової суми фінансових вкладень», а також інших планів і кошторисів, що передбачають рух реальних грошей. Усі грошові надходження і витрати включаються з поправкою на часовий лаг, тобто відображається період, у якому реально надходять і витрачаються грошові кошти. Суму і терміни придбання запасів беруть із плану матеріальних закупівель з урахуванням часового лагу між отриманням сировини і матеріалів і оплатою відповідних рахунків. Суму погашення дебіторської заборгованості включають у той період, коли покупці повинні оплатити відвантажену продукцію згідно з угодами. Велику частину поточних витрат беруть безпосередньо з відповідних кошторисів, оскільки терміни витрачання коштів збігаються з терміном здійснення відповідних господарських операцій. Обсяг капітальних витрат та джерел їх фінансування беруть з табл. 11.6 і 11.7.

Таблиця 11.6

Допоміжний розрахунок для узгодження обсягів і джерел фінансування капіталовкладень підприємства

№ пор.	Показник	Значення, тис. грн.
1	2	3
1	Капітальні вкладення, усього У тому числі: • обсяг будівельно-монтажних робіт; • придбання машин, механізмів і устаткування, що не входять до кошторисів будівництва	126 24 102
2	Джерела фінансування, усього	126

Закінчення табл. 11.6

1	2	3
	У тому числі: • амортизаційні відрахування; • прибуток, що направляється на фінансування капітальних вкладень (р. 5.1 табл. 11.4); • додаткові внески засновників; • кредит банку; • інші джерела	25 65 - 36 -

Фінансові менеджери відповідно до БРГК повинні забезпечити наявність коштів для своєчасної оплати всіх рахунків і витрат. Для цього на підставі даних про потребу в короткострокових кредитах (р. 6 табл. 11.5) для фінансування розриву в платіжному обороті складають план отримання та погашення короткострокових кредитів (див. табл. 11.8).

Таблиця 11.7

План фінансування капітальних вкладень підприємства на _____ рік, тис. грн.

№ пор.	Джерело фінансування	Значення на рік	У тому числі по кварталам			
			I	II	III	IV
1	Амортизаційні відрахування	25	9	7	5	4
2	Прибуток, що направляється на фінансування капітальних вкладень	65	12	18	20	15
3	Додаткові внески засновників	-	-	-	-	-
4	Разом за рахунок власних джерел (р. 1 + р. 2 + р. 3)	90	21	25	25	19
5	Кредит банку	36	36	-	-	-
6	Інші довгострокові позикові джерела	-	-	-	-	-
7	Разом за рахунок усіх джерел (р. 4 + р. 5 + р. 6)	126	57	25	25	19

Таблиця 11.8

План отримання та погашення короткострокових кредитів

№ пор.	Показник	Значення по місяцях, тис. грн.			
		січень	лютий	березень	...
1	Заборгованість за позицією на початок місяця	15	20	18,0	...
2	Потреба в отриманні позики	5	-	-	...
3	Плановане погашення позики	-	2	2,5	...
4	Заборгованість за позицією на кінець місяця (р. 1 +р. 2 – р. 3)	20	18	15,5	...

Для визначення необхідних відрахувань прибутку для фінансування приросту власних оборотних коштів, потреби в короткострокових позиках, а також складання планового балансу активів і пасивів на кінець року, складають “План приросту оборотних активів підприємства”, що включає виробничі запаси, незавершене виробництво, готову продукцію, товари, дебіторську заборгованість за товари (роботи, послуги) (табл. 11.9) і “План фінансування оборотних активів підприємства” (табл. 11.10).

Таблиця 11.9

План приросту оборотних активів (без грошових коштів) підприємства на _____ рік

№ пор.	Показник	Значення, тис. грн.				
		На початок планового року	01.04	01.07	01.10	На кінець планового року
1	2	3	4	5	6	7
1	Виробничі запаси	35,8	40,0	46,0	43,0	52,0
2	Незавершене виробництво	27,1	33,9	33,7	47,3	38,0
3	Готова продукція	0,3	1,0	0,9	1,2	1,0
4	Товари	1,1	0,8	1,4	1,5	2,0

Закінчення табл. 11.9

1	2	3	4	5	6	7
5	Дебіторська заборгованість	169,9	246,0	253,	248,	255,0
6	Поточні фінансові інвестиції	80,0	-	-	-	-
7	Усього оборотних коштів (без грошових коштів) (р. 1 +р. 2 + р. 3 + р. 4 + р. 5 + р. 6)	314,2	322,0	335,0	341,0	348,0

Дані про залишки оборотних активів на початок року беруть з бухгалтерського балансу (ф. № 1). Залишки на кінець кожного кварталу (року) визначають так: залишок на початок плюс надходження за квартал, мінус витрати за квартал. Ці дані беруть із розрахунків придбання виробничих запасів, їх витрат, витрат у незавершеному виробництві, випуску готової продукції, руху дебіторської заборгованості. Запланований приріст оборотних активів, наведений у табл. 11.9, фінансується з різних джерел: власних і притриманих до них, кредиторської заборгованості за товари (роботи, послуги), короткострокових кредитів банків, інших позикових коштів (табл. 11.10).

Таблиця 11.10

План фінансування оборотних активів підприємства

№ пор.	Показник	Значення, тис. грн.				
		01.01 планового року	01.04	01.07	01.10	01.01 наступного року
1	2	3	4	5	6	7
1	Оборотні активи (р. 7. табл. 11.9)	314,2	322,0	335,0	341,0	348,0
2	Джерела покриття, усього	314,2	322,0	335,0	341,0	348,0
	У тому числі:					
	• власні та притримані до них джерела;	127,3	145,0	167,0	170,0	140,5

Закінчення табл. 11.9

1	2	3	4	5	6	7
	• кредиторська заборгованість за товари, роботи і послуги	102,8	103,0	107,0	109,0	110,0
	• інші позикові джерела (р. 1 – р. 2.1 – р. 2.2)	84,1	74,0	61,0	62,0	97,5

Складаючи плановий баланс активів і пасивів спочатку розраховують очікувані значення статей активу. Розрахунок статей пасиву здійснюють балансовим методом ув'язки показників, узгоджуючи потребу в прирості активів з джерелами її покриття.

Для повторення

Терміни і поняття: завдання, об'єкти та етапи фінансового планування; методи прогнозування і планування фінансових показників; принципи планування фінансів; метод процентної залежності від обсягу реалізації; стратегічне і поточне фінансове планування; фінансовий розділ бізнес-плану; коефіцієнти внутрішнього та стійкого зростання; план (бюджет) доходів і витрат – БДіВ; план (бюджет) руху грошових коштів – БРГК; плановий баланс активів і пасивів; бюджетування; види бюджетів; бюджетні центри; прирісне бюджетування; бюджетування з “нуля”; гнучке бюджетування.

Висновки

1. Внутрішньфірмове планування здійснюється за чотирма напрямками – реалізація продукції (робіт, послуг), фінанси, виробництво, закупівлі. Планування фінансів має визначені завдання, об'єкти, принципи і методи.

2. Процес фінансового планування складається з кількох етапів: а) прогнозування основних фінансових показників; б) розроблення варіантів проектів фінансових планів; в) вибір найкращого (оптимального) варіанта проекту плану; г) узгод-

ження з керівниками підрозділів і затвердження проекту плану; д) контроль за виконанням фінансових планів.

3. Початковим етапом планування є прогнозування. Для прогнозування фінансових показників застосовують різні методичні підходи, що об'єднуються у три основні групи: 1) методи експертних оцінок; 2) методи, що ґрунтуються на оцінюванні причинно-наслідкових зв'язків між показниками; 3) методи екстраполяції.

4. Ключовим показником у плануванні зазвичай є плановий виторг від реалізації продукції (робіт, послуг). Усі інші планові показники розраховують, виходячи з прогнозу суми виторгу і темпів його зростання. Одним із методів планування, який базується на прогнозуванні виторгу від реалізації і застосовується для розроблення прогнозованих фінансових звітів (балансу і звіту про фінансові результати), є метод процентної залежності від обсягу реалізації. Цей метод передбачає, що зміна обсягу реалізації впливає на величину активів, які повинно мати підприємство. Склавши прогноз виторгу, можна визначити необхідний приріст активів і пасивів, а також визначити потребу в додатковому фінансуванні за рахунок зовнішніх джерел для того, щоб забезпечити прогнозований обсяг реалізації.

5. Фінансове планування поділяється на стратегічне (довгострокове) і поточне (короткострокове). Відповідно, складаються стратегічні та поточні фінансові плани, які утворюють систему внутрішньфірмового фінансового планування підприємства. Основними об'єктами довгострокового фінансового планування є обсяг капіталовкладень і потреба у фінансових ресурсах. Основним об'єктом поточного фінансового планування є приплив і відтік грошових коштів протягом року з урахуванням календарних термінів надходжень і витрат. Складається план (бюджет) руху грошових коштів – БРГК, який відображає рух реальних грошей і дає змогу контролювати поточну платоспроможність (ліквідність) підприємства.

6. Узгодженість між основними плановими показниками всіх підрозділів підприємства та поєднання у систему планів збуту, виробництва, постачання і фінансування досягається

застосуванням бюджетування. Бюджетування як спеціальна технологія фінансового планування розроблена з метою вдосконалення фінансового управління великих підприємств, які мають багато підрозділів (часто відокремлених територіально — філії, представництва), або є холдинговими структурами (материнська компанія та дочірні підприємства) і не можливо обробити величезні обсяги інформації, узгодити велику кількість показників у процесі планування та контролю за виконанням планів, не застосувавши спеціальне програмне забезпечення і комп'ютерні технології складання планів.

7. У процесі бюджетування розробляється система бюджетів, яка містить: а) зведений бюджет — складається з трьох основних фінансових бюджетів (доходів і витрат, руху грошових коштів, планового балансу активів і пасивів), а також набору операційних і допоміжних бюджетів; б) функціональні бюджети, тобто бюджети підрозділів (бюджетних центрів). Застосовують два підходи до розроблення бюджетів: 1) прирісне бюджетування — складання бюджетів на основі фактичних показників попереднього року; 2) бюджетування з “нуля” (ZBB).

8. Певних загальних стандартів щодо форм і змісту фінансових планів підприємства не існує. Менеджери мають великі можливості щодо творчого підходу, створюючи систему фінансового планування з урахуванням специфічних особливостей діяльності й організаційної структури кожного підприємства і якнайкраще пристосовуючи форми фінансових планів до потреб підвищення ефективності управління підприємством.

Контрольні питання і завдання

1. З яких етапів складається процес фінансового планування на підприємстві?
2. Які методи застосовуються для прогнозування і планування фінансових показників?
3. Назвіть основні об'єкти внутрішньофірмового фінансового планування.

4. У чому полягає метод планування, який називають “процентна залежність від обсягу реалізації”?
5. Для чого розробляють прогнольні фінансові звіти?
6. Чому обсяг капіталовкладень є ключовим показником стратегічного планування?
7. Як визначаються коефіцієнти внутрішнього і стійкого зростання підприємства?
8. Від яких факторів залежить здатність підприємства до стійкого зростання?
9. Назвіть завдання і об'єкти поточного фінансового планування
10. Розкрийте сутність бюджетування як спеціальної технології фінансового планування.
11. Розкрийте зміст основних фінансових бюджетів підприємства.

Література [7; 10; 12; 13; 18–20; 23–25; 28; 32; 49]

АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

12.1

Ознаки кризового фінансового стану підприємства та сутність антикризового фінансового управління

Під кризовим фінансовим станом підприємства розуміється неспроможність підприємства забезпечувати фінансування власної поточної виробничо-господарської діяльності, тобто відсутність коштів для своєчасних розрахунків з постачальниками, підрядниками, працівниками, сплати податків та зборів, здійснення фінансування інших поточних витрат.

Кризовий фінансовий стан підприємства можуть спричинити як зовнішні фактори (не залежать від діяльності підприємства), так і внутрішні (залежать від діяльності підприємства).

До основних *зовнішніх факторів* належать:

- загальний економічний спад у світі, в країні;
- криза галузі;
- посилення монополізму на ринку;
- політична нестабільність у країні, в якій розміщене підприємство, чи в країнах, де знаходяться підприємства-партнери (покупці, постачальники);
- нестабільність господарського та податкового законодавства;
- значний рівень інфляції;
- зниження купівельної спроможності населення;
- нестабільність фінансового ринку;
- посилення конкуренції в галузі.

Ці фактори можуть зумовити фінансову кризу, якщо відповідні служби підприємства неналежно або несвоєчасно реагують на них.

До основних *внутрішніх факторів* належать:

- низький рівень менеджменту;
- низький рівень кваліфікації персоналу;
- помилки в організації постачання, збуту та здійсненні виробничої діяльності;
- помилки у виборі стратегії розвитку та інвестиційній політиці;
- неефективна маркетингова та цінова політика;
- недосконалість виробничої структури та структури управління.

В окремих підприємств спостерігаються специфічні причини виникнення фінансової кризи.

Розрізняють різні ступені кризового фінансового стану:

- фінансовий стан не загрожує функціонуванню підприємства (за умови вчасного переведення його у режим антикризового управління);
- фінансовий стан загрожує існуванню підприємства і потребує негайного здійснення фінансової санації;
- кризовий стан, що потребує ліквідації підприємства.

Ознаками передкризового та кризового фінансового стану підприємства є зниження основних фінансових показників, таких як коефіцієнт покриття, коефіцієнт фінансової незалежності (автономії), коефіцієнт фінансової стабільності, коефіцієнт забезпеченості власними джерелами засобів та ін. (див. підрозділ 5.3).

Встановлення ступеня глибини фінансової кризи зумовлюється необхідністю своєчасно реалізовувати програму адекватних заходів щодо відновлення платоспроможності підприємства або визнання його банкрутом.

Вихід із кризового стану потребує застосування специфічних методів та прийомів управління фінансами. Підприємство переводять у спеціальний режим антикризового фінансового управління.

Під антикризовим управлінням фінансами слід розуміти таку систему організації фінансової роботи, яка забезпечує попередження, профілактику, усунення кризових явищ, виведен-

ня підприємства з кризи. Залежно від показників фінансового стану підприємства можна виокремити два етапи антикризового фінансового управління:

- 1) комплекс профілактичних заходів, спрямованих на попередження фінансової кризи;
- 2) систему управлінських рішень та заходів, спрямовану на виведення підприємства з кризи.

Перший етап потрібен не тільки для підприємств, у яких погіршуються фінансові показники, а й для підприємств з нормальним фінансовим станом. На цьому етапі менеджери застосовують такі методи як моніторинг фінансового стану, перманентне оцінювання імовірності банкрутства (див. підрозділ 5.3), управління фінансовими ризиками (ідентифікація, оцінювання та нейтралізація — див. тему 11), аналіз сильних і слабких сторін (SWOT-аналіз) підприємства, розроблення та впровадження комплексу профілактичних антикризових заходів. Отже, здійснення цього етапу антикризового управління має бути постійною складовою фінансової роботи на підприємстві.

Другий етап антикризового фінансового управління починається в разі погіршення фінансового стану, настання тимчасової чи перманентної неплатоспроможності підприємства. На цьому етапі потрібно, насамперед, визначити санаційну спроможність, тобто наявність у підприємства, що перебуває у фінансовій кризі, фінансових, організаційно-технічних та правових можливостей успішного проведення фінансової санації, а потім розробити та реалізувати план фінансової санації.

12.2 Розроблення плану фінансової санації підприємства

Санація — це система фінансово-економічних, виробничо-технічних, організаційно-правових, соціальних заходів, щодо відновлення платоспроможності, ліквідності та прибутковості підприємства. Санація є основним інструментом антикризового фінансового управління, коли потрібно поліпшити фінансовий стан та уникнути банкрутства підприємства.

Законом України “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом” передбачено здійснення досудової санації, тобто до початку порушення справи про банкрутство, а також санації підприємства-боржника за ухвалою господарського суду, у провадженні якого знаходиться справа про банкрутство цього підприємства.

Досудова санація може здійснюватись з ініціативи власників підприємства, кредиторів чи державних органів приватизації.

Досудова санація здійснюється шляхом:

- погашення боргів підприємства;
- переоформлення короткотермінових кредитів на довготермінові;
- випуску і розміщення цінних паперів з метою мобілізації фінансових ресурсів;
- продажу майна підприємства-боржника або передачі його в оренду;
- реструктуризації підприємства-боржника (злиття, приєднання, поділ, виділення, перетворення).

Основним документом, що визначає цілі, методи, процедуру і терміни здійснення санації підприємства-боржника є план санації. Наведемо типову структуру плану санації:

Вступ. Загальна характеристика підприємства.

Містить дані про правову форму організації бізнесу та форму власності, організаційну структуру, сферу діяльності, історичну довідку.

Розділ 1. Аналіз вхідних даних.

Оцінювання зовнішнього середовища, аналіз фінансового стану підприємства, аналіз причин кризового стану та слабких місць, стан ринків збуту продукції, наявний потенціал, обґрунтування доцільності санації.

Розділ 2. Стратегія санації та оперативна програма дій.

Визначаються стратегічні цілі санації та перелік оперативних заходів щодо відновлення ліквідності.

Розділ 3. План санаційних заходів.

Містить план маркетингу та оцінювання ринків збуту, план виробництва, організаційний план, фінансовий план.

Розділ 4. Ефективність санації та заходи щодо реалізації плану.

Організація реалізації плану, критерії оцінювання ефективності, ймовірні ризики в процесі виконання; визначення суми можливих збитків, можливі позитивні результати і додатковий прибуток.

У нормативних актах є рекомендації щодо змісту плану санації державних підприємств, а також господарських товариств, у статутних фондах яких державна частка перевищує 25 %. Зокрема, Порядком проведення досудової санації державних підприємств (затверджений Постановою Кабінету міністрів України від 17 березня 2000 р. № 515) передбачено, що план досудової санації повинен містити:

- відомості про фінансово-господарське становище підприємства;
- заходи щодо відновлення платоспроможності (реструктуризація підприємства, перепрофілювання виробництва, закриття нерентабельних виробництв, відчуження основних засобів, передача майна в оренду, відстрочення та (або) розстрочення платежів, переоформлення короткотермінових кредитів у довготермінові, скорочення чисельності працюючих тощо) і терміни їх здійснення;
- розрахунок необхідних коштів для реалізації заходів;
- визначення джерел фінансування заходів (зобов'язання інвесторів, кредиторів щодо погашення боргу або надання фінансової допомоги, кошти державного бюджету, кошти, отримані від здавання в оренду майна, відчуження основних засобів, погашення дебіторської заборгованості, кредити банків тощо);
- умови участі інвесторів і кредиторів у проведенні досудової санації (набуття права власності на майно підприємства відповідно до законодавства, розпорядження частиною його продукції, оренда майна підприємства, задоволення вимог кредиторів шляхом переведення боргу (частини боргу) на інвестора тощо);

- очікувані наслідки виконання плану досудової санації.

Згідно з Положенням про порядок проведення досудової санації господарських товариств, у статутних фондах яких державна частка перевищує 25 % [5]. План досудової санації складається з наступних пунктів:

- огляд попередньої історії підприємства, його організаційної структури, продукції, цін та ринків, фінансово-майнового стану;
- матеріали руху готівки за попередні 12 місяців роботи;
- аналіз ліквідації (сума грошей, яку можна отримати від продажу активів з метою сплати боргів);
- структура боргу (загальна сума боргу та кількість кредиторів; структура зростання кредиторської заборгованості поквартально (наскільки застарілими є борги; черговість виплати боргів кредиторам; сума боргів важливим і неважливим постачальникам; ставлення важливих постачальників (їхня готовність до співпраці та можливість підтримки ними реструктуризації);
- заходи щодо відновлення платоспроможності (реструктуризація підприємства, перепрофілювання виробництва, закриття нерентабельних виробництв, відчуження основних засобів, передача майна в оренду, скорочення чисельності працюючих тощо) і терміни їх здійснення;
- пропозиції щодо операційної реструктуризації, розрахунок необхідних коштів для реалізації заходів;
- пропозиції щодо заходів з фінансової реструктуризації та джерел фінансування: відстрочення боргів (скільки та якими кредиторами); прощення боргів (скільки та якими кредиторами); інші заходи з внутрішнього фінансування (мораторій на сплату боргів, продаж активів та обмін активів на борги); умови участі інвесторів і кредиторів у проведенні санації (набуття права власності на майно підприємства, розпорядження частиною його продукції, оренда майна підприємства, задоволення вимог кредиторів шляхом переведення боргу на інвесторів тощо; загальні результати заходів з фінансової реструктуризації

(коли закінчується період реструктуризації, скільки боргів сплачено і коли);

- прогноз фінансових результатів для підприємства, що реструктуризується (прогноз прибутків та збитків на кілька років уперед; прогноз руху готівки на кілька років уперед; тривалі відносини з постачальниками, сплата податків та інших обов'язкових платежів до державного бюджету, виплата зарплати працівникам; структура підприємства-боржника після відновлення його платоспроможності);
- розрахунок необхідних коштів для реалізації заходів;
- очікувані наслідки виконання плану досудової санації.

Основним засобом здійснення санації є операційна, фінансова реструктуризація та реструктуризація підприємства.

Операційна реструктуризація — проведення заходів щодо внесення змін до виробничих чи організаційних процесів на підприємстві з метою підвищення рентабельності та конкурентоспроможності його продукції.

Фінансова реструктуризація передбачає відстрочення, розстрочення погашення або прощення боргів, а також інші заходи з поліпшення платоспроможності підприємства, наприклад, отримання додаткових кредитів, списання заборгованості або її частки, збільшення статутного фонду, зниження процентної ставки із заборгованості, заморожування фінансування капітальних вкладень, отримання від інвесторів нових інвестицій.

Реструктуризація підприємства — здійснення комплексу організаційно-господарських, фінансово-економічних, правових, технічних заходів, спрямованих на підвищення інвестиційної привабливості підприємства, збільшення обсягів випуску конкурентоспроможної продукції, підвищення ефективності виробництва та задоволення вимог кредиторів. Реструктуризація підприємства зазвичай ґрунтується на проведенні різних видів внутрішньої реорганізації та реорганізації підприємства.

Основні напрями реструктуризації підприємства:

- поліпшення фінансового стану шляхом ефективного використання та розпорядження майном підприємства (продаж, здавання майна в оренду, консервація об'єктів);

- удосконалення організаційної структури підприємства і структури управління;
- реорганізація підприємства (поділ, виділення, злиття, приєднання).

Реорганізація підприємства може передбачати:

- 1) заміну керівника підприємства;
- 2) відокремлення від підприємства непрофільних структурних підрозділів;
- 3) розподіл великих підприємств на невеликі;
- 4) часткове закриття та ін.

Реорганізація підприємства (його злиття з іншим, економічно стійким підприємством, приєднання до фінансово стійкого підприємства, поділ на самостійні підприємства, перетворення на підприємство іншої форми власності) здійснюється за рішенням власника його майна або уповноваженого власником органу, а також за рішенням господарського суду.

Практика багатьох країн свідчить, що єдиного рецепта реструктуризації не існує. Вона здійснюється з урахуванням конкретних умов, ресурсних можливостей, шляхом вжиття різних заходів. Вибір напрямів і заходів має бути індивідуальним для кожного підприємства залежно від його фінансово-економічного стану.

Показниками ефективності реструктуризації підприємств можуть бути:

- 1) підвищення продуктивності праці за рахунок запровадження системи сучасних машин, автоматизованих ліній тощо;
- 2) зниження витрат виробництва;
- 3) досягнення і збільшення прибутковості;
- 4) збільшення обсягів виробництва та продажів продукції;
- 5) збільшення грошових надходжень;
- 6) відновлення платоспроможності та ліквідності.

Санація підприємства після порушення справи про банкрутство може проводитись за клопотанням комітету кредиторів перед господарським судом, який виносить ухвалу про проведення санації боржника та призначення керуючого санацією.

Керівник підприємства-боржника відсторонюється від посади, а управління підприємством переходить до керуючого санацією, який має право розпоряджатися майном боржника, укладати від його імені мирову угоду, цивільно-правові, трудові та інші угоди, подавати заяви про визнання угод, укладених боржником, недійсними. Керуючий санацією розробляє і подає на затвердження комітету кредиторів план санації боржника.

Законом України “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом” визначено особливості проведення санації боржника його керівником. Передбачено, що керівник боржника до подання кредиторами заяви про порушення справи про банкрутство може сам подати таку заяву з метою проведення ним санації підприємства.

Керівник боржника має право звернутися до господарського суду із заявою про порушення справи про банкрутство для проведення санації за наявності плану санації та письмової згоди кредиторів, загальна сума вимог яких перевищує 50 % кредиторської заборгованості боржника згідно з даними його бухгалтерського обліку, на впровадження зазначеного плану та на призначення керуючим санацією керівника боржника. Господарський суд затверджує план санації боржника відповідною ухвалою, після чого розпочинається його реалізація. У разі невиконання плану санації або якщо стає очевидним, що його виконання не приведе до відновлення платоспроможності боржника, господарський суд виносить ухвалу про здійснення процедури банкрутства відповідно до Закону.

12.3 Фінансування санаційних заходів та оцінювання ефективності санації

У процесі планування санаційних заходів основна проблема полягає в надходженні фінансових ресурсів, необхідних для їх здійснення. Фінансування можна здійснювати з внутрішніх джерел, тобто без залучення додаткових фінансових ресурсів, або із залученням додаткових фінансових ресурсів — коштів власників, кредиторів, отримання державної фінансової підтримки.

Санація без залучення додаткових фінансових ресурсів потребує мобілізації внутрішніх фінансових резервів, що можна забезпечити за рахунок:

- 1) реструктуризації активів і пасивів;
- 2) зменшення (заморожування) витрат;
- 3) збільшення виторгу від реалізації продукції.

За першим напрямом можуть плануватись наступні заходи:

а) реалізація окремих видів необоротних і оборотних активів, безпосередньо не пов'язаних з процесом виробництва і реалізації продукції (будівлі та споруди невиробничого призначення, корпоративні права інших підприємств, боргові цінні папери, нематеріальні активи, наднормові запаси сировини й матеріалів тощо);

б) індексація балансової вартості майнових об'єктів, які не можливо реалізувати без порушення нормального виробничого циклу (така реструктуризація активів не пов'язана з реальним підвищенням платоспроможності, проте впливає на підвищення показників конкурентоспроможності підприємства). У разі індексації основних засобів змінюється структура пасивів (збільшуються статті балансу “Статутний капітал” або “Додатковий капітал”);

в) використання зворотного лізингу (господарська операція, яка передбачає продаж основних засобів з одночасним зворотним отриманням їх в оперативний або фінансовий лізинг). Наприклад, збиткове підприємство продає лізинговій компанії адміністративну будівлю з одночасним укладанням договору про лізинг цього об'єкта нерухомості. Кредитоспроможність підприємства знижується, а платоспроможність різко підвищується;

г) здавання в оренду основних засобів, які не повністю використовуються у виробничому процесі, об'єктів незавершеного будівництва;

д) удосконалення структури оборотного капіталу (зменшення частки низьколіквідних оборотних активів — коштів у різних видах запасів);

е) продаж окремих, низькорентабельних структурних підрозділів (філій). За рахунок цієї операції підприємство може

отримати інвестиційні ресурси для перепрофілювання виробництва на прибутковіші види діяльності;

ж) рефінансування дебіторської заборгованості (переведення її в інші, ліквідні форми оборотних активів: грошові кошти, короткострокові фінансові вкладення тощо). Рефінансування дебіторської заборгованості може здійснюватись шляхом факторингу (продаж дебіторської заборгованості банку або факторинговій компанії), обліку векселів (дострокова реалізація векселя його держателем банку і переведення комерційного кредиту в банківський), форфейтингу (кредитування зовнішньоекономічних операцій у формі викупу в експортера векселів та інших боргових вимог, акцептованих імпортером).

Санацийні заходи, що спричинюють зміни структури та складу активів, часто супроводжуються змінами складу та структури пасивів.

У межах санації без залучення додаткових фінансових ресурсів планують такі операції, пов'язані з реструктуризацією пасивів: зменшення статутного капіталу; конверсію власного капіталу в борг; конверсію боргу у власний капітал, фінансову реструктуризацію (відстрочення, розстрочення, прощення боргів).

Крім перелічених прийомів зміни структури активів і пасивів, менеджери підприємства або зовнішні консультанти можуть вибрати інші фінансові технології, що забезпечать економію коштів, сприятимуть вивільненню коштів безпосередньо на підприємстві або залученню їх ззовні. Наприклад, іноді просте перегруповання активів — передання дочірнім підприємствам або створення спільних підприємств, може значно зекономити кошти (зокрема, за рахунок зменшення податкових відрахувань).

Існують спеціальні технології, за допомогою яких фінансові потоки можна розкласти зсередини підприємства на елементи, проаналізувати ключові фактори, що впливають на кожний елемент, і в такий спосіб істотно скоротити витрати. Досить ефективним заходом санації може бути реорганізація підприємства шляхом поділу на кілька юридичних осіб, що по-

діляються на “центри прибутку” (акумулюють надходження та спеціалізуються на управлінні активами) і “центри витрат” (приймають на баланс високовартісні активи капіталомісткого виробництва). Взаємини центрів прибутку і витрат оформлюються у вигляді договорів: субпідряду, зовнішнє управління, про спільну діяльність. За такої реорганізації посилюється фінансовий контроль і підвищується фінансова дисципліна і, як наслідок, скорочується вплив грошей з підприємства.

Заходи щодо зменшення (заморожування) витрат плануються для капітальних вкладень і для поточних витрат. Для зменшення капітальних вкладень може передбачатися консервація окремих об'єктів інвестицій, заморожування довготривалих інвестиційних проектів.

Щоб скоротити поточні витрати потрібно проаналізувати кожну статтю витрат з метою визначення резервів економії. Тут може стати в нагоді метод нуль–базис–бюджетування (ZBB — Zero–Base–Budgeting) (див. тему 11). Основна відмінність ZBB від звичайного оперативного фінансового планування полягає в тому, що останнє значною мірою зорієнтоване на показники рівня витрат попередніх періодів (які можуть бути не виправдано завищеними). Метод ZBB передбачає обчислення планових показників на основі нового розрахунку всіх норм і нормативів витрат, їх складу і структури.

Зарубіжний і вітчизняний досвід свідчать, що стратегії скорочення витрат, до яких звертаються фірми при погіршенні фінансового стану, обов'язково передбачають економію витрат на оплату праці. Найчастіше вдаються до заходів зменшення робочого часу (неповний робочий тиждень, достроковий вихід на пенсію, неоплачувані відпустки, звільнення персоналу).

Противагою цим негативним для найманих працівників заходам є державні програми сприяння і гарантій зайнятості, страхування від безробіття.

Виторг від реалізації в період санації можна збільшити за рахунок стимулювання збуту (цінові знижки, рекламні акції); конкретні заходи розроблюють у межах маркетингової політики фірми.

Санацію із залученням додаткових фінансових ресурсів підприємства можуть здійснювати за рахунок коштів власників у таких формах, як збільшення статутного капіталу, надання позик, безповоротної фінансової допомоги, а також коштів кредиторів — у формі залучення додаткових кредитів.

Однією з форм участі кредиторів у санації є погашення боргу за рахунок цільового банківського кредиту, що надається комерційним банком, який обслуговує підприємство-боржника. Надається такий кредит на умовах підвищеної відсоткової ставки, оскільки це пов'язано з великим ризиком.

Крім кредиторів у фінансовій санації підприємства може брати участь і його персонал. Це зумовлено необхідністю збереження робочих місць на підприємстві.

Основними формами фінансування санації персоналом можуть бути:

- 1) купівля акцій підприємства його працівниками;
- 2) відмова від дивідендів та винагороди за виробничі результати;
- 3) надання працівниками позик підприємству.

Якщо мобілізованих фінансових ресурсів з децентралізованих джерел не вистачило для проведення санації, то в окремих випадках приймаються рішення про надання підприємству державної фінансової підтримки. Крім того, держава може застосовувати непрямі методи сприяння санації суб'єктів господарювання, надаючи їм податкові пільги, створюючи особливі умови діяльності, а саме:

- 1) надання антимонопольним комітетом дозволу на інтеграцію підприємств-конкурентів або поєднання їх інтересів;
- 2) надання державних гарантій і державне страхування кредитів;
- 3) регулювання механізму ціноутворення;
- 4) зниження податкового тиску, списання податкових зобов'язань;
- 5) відстрочення і розстрочення за платежами у бюджет на умовах податкового кредиту;

6) стимулювання лізингової форми фінансування виробничо-технічних санаційних заходів;

7) активізація участі в санації кредиторів з найбільшою заборгованістю;

8) проведення цільових кредитних аукціонів НБУ під програми фінансування санації виробництва.

Державна підтримка санації підприємств тим чи іншим методом залежить від їх народногосподарського та регіонального значення, глибини фінансової кризи. Найекономічнішими методами державної підтримки санації підприємства вважаються такі, як надання державних гарантій різного рівня та різних форм підтримки фіскального характеру, зокрема стимулювання лізингу та активізації участі в санації кредиторів з великою заборгованістю.

За збиткової діяльності підприємств, продукція яких є суспільно необхідною, держава може надати їм фінансову підтримку у вигляді дотацій та інших пільг. Надання такої підтримки орієнтоване передусім на підприємства, які можуть використовувати її з максимальною віддачею, забезпечити збільшення виробництва продукції, підвищення прибутковості та ефективності діяльності.

Пряме бюджетне фінансування санації державних підприємств здійснюється у випадках, коли підприємство зазнало збитків від стихійного лиха і вони невідшкодовані органами страхування; надання бюджетних позик тощо.

Доцільно розраховувати прогностичну та фактичну ефективність санації. *Прогнозна ефективність* визначається у процесі складання плану санації. *Фактична ефективність* визначається у процесі контролю виконання плану санації. Ефективність санації може визначатись таким показником, як співвідношення суми додаткового прибутку та суми витрат на проведення санації. Крім того, основними критеріями оцінювання ефективності санації є зміна показників фінансового стану, насамперед, ліквідності (поточної платоспроможності та фінансової стійкості (довгострокової платоспроможності), а також рентабельності і ділової активності. При оцінюванні ефективності

санації порівнюються значення відповідних показників до і після впровадження антикризових заходів.

■ **Для повторення**

Основні терміни і поняття: зовнішні та внутрішні фактори, які можуть призвести до кризового фінансового стану підприємства; фінансова санація; досудова санація; план санації; реструктуризація: операційна, фінансова, підприємства; реорганізація; санаційні заходи; ефективність санації.

■ **Висновки**

1. Кризовий фінансовий стан, тобто неспроможність підприємства забезпечувати фінансування власної поточної виробничо-господарської діяльності, можуть спричинити як зовнішні фактори (ті, що не залежать від діяльності підприємства), так і внутрішні (ті, що залежать від діяльності підприємства).

2. Під антикризовим управлінням фінансами слід розуміти таку систему організації фінансової роботи, яка забезпечує попередження, профілактику, усунення кризових явищ, виведення підприємства з кризи. Залежно від показників фінансового стану підприємства виокремлюють два етапи антикризового фінансового управління:

1) комплекс профілактичних заходів, спрямованих на попередження фінансової кризи;

2) система управлінських рішень та заходів, спрямована на виведення підприємства з кризи.

3. Санація — це система фінансово-економічних, виробничо-технічних, організаційно-правових, соціальних заходів, щодо відновлення платоспроможності, ліквідності та прибутковості підприємства. Санація є основним інструментом другого етапу антикризового фінансового управління, коли потрібно подолати фінансову кризу та уникнути банкрутства підприємства. Розрізняють досудову санацію, тобто до початку порушення справи про банкрутство, а також санацію підприємства-

боржника за ухвалою господарського суду, у провадженні якої знаходиться справа про банкрутство цього підприємства.

4. Основним документом, що визначає цілі, методи, процедуру і терміни здійснення санації підприємства-боржника є план санації.

5. Санація ґрунтується на операційній, фінансовій реструктуризації та реструктуризації підприємства.

Операційна реструктуризація — це проведення заходів щодо внесення змін до виробничих чи організаційних процесів на підприємстві з метою підвищення рентабельності та конкурентоспроможності його продукції.

Фінансова реструктуризація передбачає відстрочення, розстрочення погашення або прощення боргів, а також інші заходи з поліпшення платоспроможності підприємства.

Реструктуризація підприємства — це здійснення комплексу організаційно-господарських, фінансово-економічних, правових, технічних заходів, спрямованих на підвищення інвестиційної привабливості підприємства, збільшення обсягів випуску конкурентоспроможної продукції, підвищення ефективності виробництва та задоволення вимог кредиторів.

6. Фінансування санації можна здійснювати з внутрішніх джерел, тобто без залучення додаткових фінансових ресурсів, або із залученням додаткових фінансових ресурсів — коштів власників, кредиторів, отримання державної фінансової підтримки.

7. Ефективність санації визначається таким показником, як співвідношення суми додаткового прибутку та суми витрат на проведення санації. Крім того, основними критеріями оцінювання ефективності санації є зміна показників фінансового стану, насамперед, ліквідності (поточної платоспроможності та фінансової стійкості (довгострокової платоспроможності), а також рентабельності та ділової активності.

■ **Контрольні питання і завдання**

1. Основні фактори, що можуть спричинити фінансову кризу на підприємстві.

2. У чому сутність антикризового фінансового управління?
3. З яких розділів складається план санації?
4. Які заходи застосовуються у процесі фінансової санації підприємства?
5. Що таке операційна та фінансова реструктуризація підприємства?
6. Що таке реструктуризація підприємства?
7. Які джерела фінансування можна залучити для проведення санаційних заходів.
8. Як оцінюються ефективність санації?

Література [3–6; 13; 23–25; 28; 33; 40; 42]

СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

Основна

1. *Закон України* “Про бухгалтерський облік і фінансову звітність в Україні” // Все про бух. облік. – 2000. – № 11. – С. 3–6.
2. *Закон України* “Про акціонерні товариства” від 17.09.2008 // Уряд. кур’єр. – 2008. – № 202. – 29 жовт.
3. *Закон України* “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом” від 30.06.1999 р., зі змін. і допов.
4. *Національний стандарт* № 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав”. Затв. Постановою КМУ від 10.03.2003 № 1440.
5. *Положення* про порядок проведення досудової санації господарських товариств, у статутних фондах яких державна частка перевищує 25 % та державних підприємств, щодо яких прийнято рішення про приватизацію. Затв. Наказом ФДМУ від 12.10.2001 р. № 1865 // Держ. інформ. бюл. “Про приватизацію”. – 2001. – № 12. – С. 13–15.
6. *Положення* про порядок реструктуризації підприємств. Затв. Наказом ФДМУ від 07.02.2001. № 175 // Держ. інформ. бюл. “Про приватизацію”. – 2001. – № 4. – С. 12–15.
7. *Бланк И. А.* Основы финансового менеджмента: В 2 т. – К.: Ника-Центр, 1999. – 512 с.
8. *Бланк І. О.* Фінансовий менеджмент: Навч. посіб. – К.: Ельга, 2008. – 724 с.
9. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов: Пер с англ. – М.: ЗАО “Олимп-бизнес”, 1997. – 1120 с.
10. *Брігхем Є.* Основы финансового менеджменту: Пер. з англ. – К.: Молодь, 1997. – 1000 с.
11. *Ван Хорн Дж. К.* Основы управления финансами: Пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 800 с.
12. *Гриджина М. В.* Финансовый менеджмент: Курс лекций. – К.: МАУП, 2004. – 160 с.
13. *Гриджина М. В.* Управління фінансами акціонерних товариств: Навч. посіб. – К.: АСК., 2005. – 384 с.
14. *Ковалев В. В.* Финансовый анализ. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 512 с.
15. *Ковалев В. В.* Введение в финансовый менеджмент. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 768 с.

16. Коваленко Л. О., Ремньова Л. М. Фінансовий менеджмент: Навч. посіб. — 3-тє вид., випр. і допов. — К.: Знання, 2008. — 483 с.
 17. Крайник О. П., Клепикова З. В. Финансовый менеджмент. — К., 2001.
 18. Крамаренко Г. О., Чорна О. Є. Фінансовий менеджмент: Підручник. — 2-ге вид. — К.: Центр навч. л-ри, 2009. — 520 с.
 19. Нікбахт Е., Гроппеллі А. Финанси: Пер. з англ. — К.: Вік; Глобус, 1992. — 383 с.
 20. Росс. Ст. и др. Основы корпоративных финансов: Пер. с англ. — М., 2000. — 720 с.
 21. Салига С. Я., Дацій Н. В., Корецький С. О. та ін. Фінансовий менеджмент: Навч. посіб. — К.: Центр навч. л-ри. — 2006. — 274 с.
 22. Суторміна В. М. Финансы зарубежных корпораций: Підручник. — К.: КНЕУ, 2004. — 566 с.
 23. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2003. — 554 с.
 24. Філіна Г. І. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посіб. — К.: Центр учбов. л-ри, 2007. — 320 с.
 25. Фінансовий менеджмент: Підручник / Кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. — К.: КНЕУ, 2008. — 536 с.
 26. Финансовый менеджмент / Под ред. Е. С. Стояновой. — М.: Перспектива, 1996. — 405 с.
 27. Фінансовий менеджмент: Навч. посіб. / За ред. проф. Г. Г. Кірейцева. — К.: ЦУЛ, 2002. — 440 с.
 28. Шелудько В. М. Фінансовий менеджмент: Підручник. — К.: Знання, — 2006. — 439 с.
 29. Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы, практика. — М.: ИНФРА, 2000.
- Додаткова*
30. Боди Зви, Мертон Роберт. Финансы: Учеб. пособие: Пер. с англ. — М.: Изд. дом “Вильямс”, 2000. — 592 с.
 31. Бень Т. Г., Довбня С. Б. Бюджетування як інструмент удосконалення системи фінансового менеджменту підприємств // Финанси України. — 2000. — № 7. — С. 48–55.
 32. Бухалков М. И. Внутрифирменное планирование. — М.: ИНФРА-М, 1999. — 391 с.
 33. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. — 720 с.
 34. Вітлінський В. В., Пернарівський О. В., Баранова А. В. Оцінка кредитоспроможності позичальника та ризику банку // Финанси України. — 1999. — № 12. — С. 91–103.
 35. Ізмайлова К. В. Фінансовий аналіз: Навч. прогр. — К.: МАУП, 2000. — 152 с.
 36. Едронова В. Н., Мизиковский Е. А. Учет и анализ финансовых активов. — М.: Финансы и статистика, 1995. — 272 с.
 37. Капитоненко В. В. Финансовая математика и ее приложения: Учеб.-практ. пособие для вузов. — М.: Приор, 1998. — 144 с.
 38. Кириченко Т. В. Финансовый менеджмент: Учеб. пособие / Под ред. А. А. Комзолова. — М.: Изд. торг. корпорация “Дашков и Ко”, 2008. — 626 с.
 39. Крейнина М. Н. Финансовый менеджмент. — М.: Дело и Сервис, 1998. — 304 с.
 40. Лігоненко Л. О. Антикризове управління підприємством: Монографія. — К.: КНТЕУ, 2001. — 580 с.
 41. Первозванский А. А., Первозванская Т. Н. Финансовый рынок: расчет и риск. — М.: ИНФРА-М, 1994. — 192 с.
 42. Петленко Ю. В. Фінансовий менеджмент: Навч. посіб. — К.: Кондор, 2007. — 298 с.
 43. Терещенко О. О. Дискримінантний аналіз в оцінці кредитоспроможності підприємства // Вісн. НБУ. — 2003. — № 6. — С. 24–27.
 44. Устенко О. Л. Предпринимательские риски. — К., 1996. — 160 с.
 45. Финансы підприємств: Підручник / За ред. А. М. Поддєрьогіна. — 4-те вид., перероб. і допов. — К.: КНЕУ, 2002. — 571 с.
 46. Финансовый менеджмент: Учеб. для вузов / Под ред. акад. Г. Б. Поляка. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2008. — 527 с.
 47. Хелферт Э. Техника финансового анализа. — 10-е изд.: Пер. с англ. — М.; СПб.: Питер, 2003. — 560 с.
 48. Четыркин Е. М. Методы финансовых и коммерческих расчетов. — М.: Дело, 1995.
 49. Щибориц К. В. Управление запасами на промышленном предприятии // Фин. менеджмент. — 2001. — № 5. — С. 3–22.

ДОДАТКИ

Додаток 1

Продовження дод. 1

Дата (рік, місяць, число)			
Підприємство	ПАТ "Віртуал"	за ЄДРПОУ	Коди
Територія	Україна	за КОАТУУ	
Форма власності	колективна	за КФВ	
Орган державного управління		за СПОДУ	
Галузь	промисловість	за ЗКГНГ	
Вид економічної діяльності		за КВЕД	
Одиниця виміру: тис. грн.		Контрольна сума	
Адреса			

Форма № 1

БАЛАНС на 1 січня 200... р.

Код за ДКУД 1801001

Актив	Код рядка	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду
1	2	3	4
I. Необоротні активи			
Нематеріальні активи:			
залишкова вартість	010	116,8	124,3
первинна вартість	011	116,9	124,4
знос	012	0,1	0,1
незавершене будівництво	020	123,8	211,6
Основні засоби:			
залишкова вартість	030	516,2	528,3

1	2	3	4
первинна вартість	031	1187,3	1215,1
знос	032	671,1	686,8
Довгострокові фінансові інвестиції:			
які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	040		
інші фінансові інвестиції	045	3,8	14,8
Довгострокова дебіторська заборгованість	050		
Відстрочені податкові активи	060		
Інші необоротні активи	070	36,2	54,8
Всього за розділом I	080	796,8	933,8
II. Оборотні активи			
Запаси:			
виробничі запаси	100	37,7	35,8
тварини на вирощуванні та відгодівлі	ПО		
незавершене виробництво	120	23,8	27,1
готова продукція	130	1,2	0,3
товари	140	0,8	1,1
Векселі отримані	150		
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги:			

Продовження дод. 1

1	2	3	4
чиста реалізаційна вартість	160	41,9	51,9
первинна вартість	161	42,6	52,7
резерв сумнівних боргів	162	0,7	0,8
Дебіторська заборгованість за розрахунками:			
з бюджетом	170		
з виданими авансами	180		
з нарахованих доходів	190	1,0	
із внутрішніх розрахунків	200		
Інша поточна дебіторська заборгованість	210	41,6	117,2
Поточні фінансові інвестиції	220		80,0
Грошові кошти та їх еквіваленти:			
у національній валюті	230	5,2	7,7
в іноземній валюті	240		
Інші оборотні активи	250		
Всього за розділом II	260	153,9	321,9
III. Витрати майбутніх періодів			
Витрати майбутніх періодів	270		
Баланс	280	950,7	1255,7
I. Власний капітал			
Статутний капітал	300	378,3	378,3
Пайовий капітал	310		

Продовження дод. 1

1	2	3	4
Додатковий вкладений капітал	320		
Інший додатковий капітал	330	462,5	676,1
Резервний капітал	340	2,2	6,8
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	350		
Неоплачений капітал	360	()	()
Вилучений капітал	370	()	()
Всього за розділом I	380	843,0	1061,2
II. Забезпечення наступних витрат і платежів			
Забезпечення виплат персоналу	400	0,7	0,9
Інші забезпечення	410	0,2	
Цільове фінансування	420		
Всього за розділом II	430	0,9	0,9
III. Довгострокові зобов'язання			
Довгострокові кредити банків	440		
Довгострокові фінансові зобов'язання	450		
Відстрочені податкові зобов'язання	460		
Інші довгострокові зобов'язання	470		

Продовження дод. 1

1	2	3	4
Всього за розділом III	480		
IV. Поточні зобов'язання			
Короткострокові кредити банків	500	7,5	24,7
Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями	510		
Векселі видані	520	1,5	1,8
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	530	62,0	101,0
Поточні зобов'язання за розрахунками:			
з отриманих авансів	540	9,0	24,1
з бюджетом	550	7,4	9,6
з позабюджетних платежів	560	14,0	17,8
зі страхування	570	0,3	0,4
з оплати праці	580	0,3	0,3
з учасниками	590		
із внутрішніх розрахунків	600		
Інші поточні зобов'язання	610	4,8	13,9
Всього за розділом IV	620	106,8	193,6

Закінчення дод. 1

1	2	3	4
V. Доходи майбутніх періодів	630		
Баланс	640	950,7	1255,7

Керівник

Головний бухгалтер

Додаток 2

Дата (рік, місяць, число)

Підприємство ПАТ "Віртуал" за ЄДРПОУ
 Територія Україна за КОАТУУ
 Форма власності _____ колективна за КФВ

Орган державного управління за СПОДУ

Галузь _____ промисловість за ЗКГНГ

Вид економічної діяльності за КВЕД
 Одиниця виміру: тис. грн. Контрольна сума

Коди

01

ЗВІТ
про фінансові результати за _____ 200... р.

I. Фінансові результати

Стаття	Код рядка	За звітний період	За попередній період
1	2	3	4
Дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	010	548,6	243,0
Податок на додану вартість	015	10,3	4,6
Акцизний збір	020		
	025		
Інші вирахування з доходу	030		
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	035	538,3	238,4
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	040	399,5	171,5
Валовий:			
прибуток	050	138,8	66,9
збиток	055		
Інші операційні доходи	060	15,7	3,7
Адміністративні витрати	070	31,1	23,4
Витрати на збут	080	31,6	24,1
Інші операційні витрати	090	2,9	0,6

1	2	3	4
Фінансові результати від операційної діяльності:			
прибуток	100	88,9	22,5
збиток	105		
Дохід від участі в капіталі	ПО		
Інші фінансові доходи	120		
Інші доходи	130	33,7	25,3
Фінансові витрати	140		
Втрати від участі в капіталі	150		
Інші витрати	160	2,2	0,8
Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування:			
прибуток	170	120,4	47,0
збиток	175		
Податок на прибуток від звичайної діяльності	180	27,7	3,1
Фінансові результати від звичайної діяльності:			
прибуток	190	92,7	43,9
збиток	195		
Надзвичайні:			

Продовження дод. 2

1	2	3	4
доходи	200		
витрати	205		
Податки з надприбутку	210		
Чистий:			
прибуток	220	92,7	43,9
збиток	225		
II. Елементи операційних витрат			
Найменування показника	Код рядка	За звітний період	За попередній період
Матеріальні затрати	230	399,8	304,6
Виплати на оплату праці	240	49,3	37,0
Відрахування на соціальні заходи	250	16,3	12,3
Амортизація	260	24,7	26,0
Інші операційні витрати	270	31,9	27,7
Разом	280	522,0	407,6
III. Розрахунок показників прибутковості акцій			
Назва статті	Код рядка	За звітний період	За попередній період
Середньорічна кількість простих акцій	300	756600	756600
Скоригована середньорічна кількість простих акцій	310	756600	756600

Закінчення дод. 2

Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію	320	0,122	0,058
Скоригований чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію	330	0,122	0,058
Дивіденди на одну просту акцію	340	0,166	0,055

Керівник

Головний бухгалтер

Додаток 3

Форма № 3

Підприємство ПАТ "Віртуал"
 Територія Україна
 Галузь _____ промисловість
 Одиниця виміру: тис. грн.

ЗВІТ

про рух грошових коштів за _____ 200... р.

Стаття	Код	За звітний період		За попередній період	
		Надходження	Видаток	Надходження	Видаток
1	2	3	4	5	6
1. Рух коштів у результаті операційної діяльності					
Прибуток (збиток) від звичайної діяльності до оподаткування	010	120,4			
Коригування на:					
амортизацію необоротних активів	020	24,7	X		X

Продовження дод. 3

1	2	3	4	5	6
збільшення (зменшення) забезпечень	030	0,3			
збиток (прибуток) від нерезалізованих курсових різниць	040		17,1		
збиток (прибуток) від неопераційної діяльності	050	31,5			
Витрати на сплату відсотків	060		X		X
Прибуток (збиток) від операційної діяльності до зміни в чистих оборотних активах	070	159,8			
Зменшення (збільшення):					
оборотних активів	080		85,5		
витрат майбутніх періодів	090				
Збільшення (зменшення):					
поточних зобов'язань	100	69,3			
доходів майбутніх періодів	110				
Грошові кошти від операційної діяльності	120	126,5			
Сплачені:					
відсотки	130	X	14,2	X	
податки на прибуток	140	X	27,7	X	
Чистий рух коштів до надзвичайних подій	150	84,6			
Рух коштів від надзвичайних подій	160				
Чистий рух коштів від операційної діяльності	170	84,6			

Продовження дод. 3

1	2	3	4	5	6
II. Рух коштів у результаті інвестиційної діяльності					
Реалізація:					
фінансових інвестицій	180		X		X
необоротних активів	190		X		X
майнових комплексів	200				
Отримані:					
відсотки	210		X		X
дивіденди	220		X		X
Інші надходження	230		X		X
Придбання:					
фінансових інвестицій	240	X	11,0	X	
необоротних активів	250	X	107,4	X	
майнових комплексів	260	X		X	
Інші платежі	270	X	80,0	X	
Чистий рух коштів до надзвичайних подій	280		198,4		
Рух коштів від надзвичайних подій	290				
Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності	300		198,4		
III. Рух коштів у результаті фінансової діяльності					
Надходження власного капіталу	310	218,2	X		X
Отримані позики	320	17,2	X		X
Інші надходження	330	0,3	X		X

Закінчення дод. 3

Додаток 4
Форма № 4

1	2	3	4	5	6
Погашення позик	340	X		X	
Сплачені дивіденди	350	X	88,1	X	
Інші платежі	360	X	31,3	X	
Чистий рух коштів до надзвичайних подій	370	116,3			
Рух коштів від надзвичайних подій	380				
Чистий рух коштів від фінансової діяльності	390	116,3			
Чистий рух коштів за звітний період	400	2,5			
Залишок коштів на початок року	410	5,2	X		X
Вплив зміни валютних курсів на залишок коштів	420				
Залишок коштів на кінець року	430	7,7	X		X

Керівник

Головний бухгалтер

Підприємство ПАТ "Віртуал"
Територія Україна
Галузь _____ промисловість
Одиниця виміру: тис. грн.

ЗВІТ
про власний капітал за 200... р.

Стаття	Код	Статутний капітал	Пайовий капітал	Додатковий вкладений капітал	Інший додатковий капітал	Резервний капітал	Нерозподілений прибуток	Неоплачений капітал	Вилучений капітал	Разом
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Залишок на початок року	010	378,3			462,5	2,2				843,0
Коригування:										
зміна облікової політики	020									
виправлення помилок	030									

Продовження дод. 4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
інші зміни	040									
Скоригований залишок на початок року	050	378,3			462,5	2,2				843,0
Переоцінка активів:										
дооцінка основних засобів	060									
уцінка основних засобів	070				-12,5					-12,5
дооцінка незавершеного будівництва	080				130,0					130,0
уцінка незавершеного будівництва	090									
дооцінка нематеріальних активів	100				36,1					36,1

Продовження дод. 4

1	2	3	4	5	6	8	9	10	11
уцінка нематеріальних активів	110								
Чистий прибуток (збиток) за звітний період	120					92,7			92,7
Розподіл прибутку:									
виплати власникам (дивіденди)	140					- 88,1			- 88,1
спрямування прибутку до статутного капіталу	150								
відрахування до резервного капіталу	160				4,6	-4,6			
	170								

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Внески учасників:										
внески до капіталу	180				60,0					60,0
погашення заборгованості з капіталу	190									
	200									
Вилучення капіталу:										
викуп акцій (часток)	210									
перепродаж викуплених акцій (часток)	220									
анулювання викуплених акцій (часток)	230									

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
вилучення частки в капіталі	240									
зменшення номінальної вартості акцій	250									
Інші зміни в капіталі:										
списання невідшкодованих збитків	260									
безкоштовно отримані активи	270									
	280									
Разом змін у капіталі	290				213,6	4,6	-			218,2
Залишок на кінець року	300	378,3			676,1	6,8				1061,2

Керівник

Головний бухгалтер

Вступ	3	Тема 7. Управління оборотними активами	99
Тема 1. Теоретичні та організаційні основи фінансового менеджменту	5	7.1. Політика щодо фінансування оборотних активів	99
1.1. Мета і завдання управління фінансами підприємства	5	7.2. Методи визначення потреби в оборотних засобах	102
1.2. Основні функції фінансового менеджера	5	7.3. Методи управління засобами в запасах	109
1.3. Організація фінансової роботи на підприємстві	8	7.4. Управління дебіторською і кредиторською заборгованістю ..	117
Тема 2. Система забезпечення фінансового менеджменту	12	7.5. Особливості управління коштами на поточних рахунках ..	123
2.1. Склад і зміст фінансової (бухгалтерської) звітності	12	Тема 8. Вартість (ціна) капіталу і оптимізація структури капіталу	131
2.2. Управлінський облік як джерело інформації про витрати і результати	22	8.1. Визначення вартості (ціни) капіталу, що залучається підприємством із різних джерел	131
2.3. Зовнішня інформація, використовувана у фінансовому менеджменті	25	8.2. Визначення середньозваженої і граничної ціни капіталу ..	135
Тема 3. Управління грошовими потоками на підприємстві	28	8.3. Управління структурою капіталу	138
3.1. Склад грошових потоків підприємства	28	Тема 9. Управління інвестиціями	145
3.2. Визначення величини грошових потоків	30	9.1. Інвестиційний портфель підприємства	145
3.3. Завдання та етапи управління грошовими потоками	34	9.2. Методи оцінювання ефективності інвестиційних проєктів ..	146
Тема 4. Визначення вартості грошей у часі та її використання у фінансових розрахунках	40	9.3. Управління реальними інвестиціями	156
4.1. Методи врахування дії фактора часу при здійсненні фінансових операцій	40	9.4. Управління фінансовими інвестиціями	161
4.2. Фінансові ренти (ануїтети)	46	Тема 10. Управління фінансовими ризиками	167
4.3. Урахування інфляції у фінансових розрахунках	48	10.1. Класифікація фінансових ризиків	167
Тема 5. Аналіз фінансових звітів	52	10.2. Методи оцінювання рівня фінансового ризику	169
5.1. Основні показники фінансового стану підприємства та взаємозв'язок між ними	52	10.3. Стратегія і тактика управління ризиками	175
5.2. Показники, використовувані для експрес-аналізу фінансового стану й оцінювання кредитоспроможності підприємства	65	Тема 11. Внутрішньофірмове фінансове прогнозування та планування	184
5.3. Прогнозування імовірності банкрутства	67	11.1. Завдання, об'єкти і методи внутрішньофірмового фінансового прогнозування і планування	184
Тема 6. Управління прибутком	76	11.2. Стратегічне і поточне фінансове планування	197
6.1. Мета і завдання управління прибутком	76	11.3. Бюджетування як сучасна технологія поточного фінансового планування	208
6.2. Використання елементів операційного аналізу в управлінні формуванням прибутку	80	11.4. Склад і зміст фінансових планів підприємства	215
6.3. Визначення ціни продукції та розробка напрямів цінової політики	87	Тема 12. Антикризове фінансове управління підприємством ..	228
6.4. Вибір дивідендної політики	90	12.1. Ознаки кризового фінансового стану підприємства та сутність антикризового фінансового управління	228
		12.3. Розроблення плану фінансової санації підприємства	230
		12.3. Фінансування санаційних заходів та оцінювання ефективності санації	236
		Список літератури	245
		Додатки	248

Розглянуто основні методичні підходи та практичні прийоми, що використовуються для ефективного управління фінансовими ресурсами, оборотним капіталом, інвестиціями, фінансовими ризиками підприємства. Особливу увагу приділено методам управління прибутком, капіталом і оборотними активами підприємства; методам вибору інвестиційних проектів і формуванню інвестиційного портфеля; оцінюванню фінансового стану, прогнозуванню імовірності банкрутства і розробленню програми заходів з відновлення платоспроможності підприємства; змісту фінансових планів і організації внутрішньофірмового фінансового планування.

Для студентів, слухачів системи підготовки, перепідготовки і підвищення кваліфікації, керівників підприємств.

Навчальне видання
Грідчина Марина Володимирівна

ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Навчальний посібник

Редактор *Т. М. Коліна*
Коректор *А. К. Валицька*
Комп'ютерне верстання *О. М. Бабаєва*
Художнє оформлення *О. О. Стеценко*

Підп. до друку 19.04.12. Формат 60×84¹/₁₆. Папір офсетний. Друк офсетний.
Ум. друк. арк. 115,58 . Обл.-вид. арк. . Тираж 1000 пр.

Міжрегіональна Академія управління персоналом (МАУП)
03039 Київ-39, вул. Фрометівська, 2, МАУП

ДП «Видавничий дім «Персонал»
03039, Київ-39, просп. Червонозоряний, 119, літ. ХХ

*Свідоцтво про внесення до Державного реєстру суб'єктів
видавничої справи ДК № 3262 від 26.08.2008 р.*

Надруковано в друкарні ДП «Видавничий дім «Персонал»