



О.Є. Гудзь, П.А. Стецюк

ФІНАНСОВА ПОЛІТИКА ПІДПРИЄМСТВА

Навчальний посібник



ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ТЕЛЕКОМУНІКАЦІЙ

Кафедра менеджменту

О.Є. Гудзь, П. А. Стецюк

**ФІНАНСОВА ПОЛІТИКА
ПІДПРИЄМСТВА**

Навчальний посібник

Київ – 2017

УДК: 368.5+361.1

Рецензенти: **Борисова В.А.** доктор економічних наук, професор кафедри фінансів Сумського Національного аграрного університету;

Малік М.Й., доктор економічних наук, професор, академік НААН України професор кафедри фінансів, грошового обігу і кредиту Київського Національного університету ім. Тараса Шевченка, академік НААН, заслужений діяч науки і техніки України.

Друкується за рішенням вченої ради Державного університету телекомунікацій (протокол № від 2017 р.)

Гудзь О.Є., Стецюк П.А.

Фінансова політика підприємства: Навчальний посібник. К.: ДУТ
2017. – 116 с.

ISBN

Навчальний посібник підготовлено відповідно до програми навчальної дисципліни «Фінансовий менеджмент», яку включено до плану підготовки магістр зі спеціальності 073 «Менеджмент». У ньому висвітлено теоретичні основи та практичні аспекти формування фінансової політики підприємства. Основний акцент зроблено на розкритті наукових основ фінансової політики, розробки її стратегії, технологіях формування системи фінансування операційної й інвестиційної діяльності підприємства, методичному інструментарію бюджетування, управлінні поточними витратами та оборотними активами підприємства.

Навчальний посібник призначений для студентів економічних спеціальностей вищих навчальних закладів, аспірантів, слухачів курсів підвищення кваліфікації, викладачів, а також підприємців, бізнесменів, керівників та спеціалістів підприємств різних галузей національної економіки.

ISBN

© Гудзь О.Є., Стецюк П.А. 2017

ЗМІСТ

	Стор.
ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1 Теоретичні основи фінансової політики підприємства	6
РОЗДІЛ 2 Стратегія формування фінансової політики	28
РОЗДІЛ 3 Формування системи фінансування підприємства	42
РОЗДІЛ 4 Бюджетування як інструмент фінансового планування	65
РОЗДІЛ 5 Управління поточними витратами і цінова політика підприємства	76
РОЗДІЛ 6 Управління оборотними активами	88
ПІСЛЯМОВА	111
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	112

ВСТУП

В умовах розвитку ринкової економіки в Україні фінансовий менеджмент набуває все більшої актуальності, оскільки в загальному менеджменті підприємства акцент зміщується з чисто виробничого управління до управління фінансами. Це обумовлено необхідністю збереження міцних конкурентних позиції в жорстких ринкових умовах, які можна забезпечити лише за наявності ефективного фінансового менеджменту.

Водночас, коли зовнішнє економічне середовище характеризується високим рівнем варіативності та збільшенням рівня непередбачуваності основних параметрів його розвитку, для успішного економічно зростання підприємства особливу актуальність набуває визначення евентуальних траєкторій його розвитку, як у стратегічному плані, так і на короткострокову перспективу, а також внутрішніх резервів, які сприятимуть швидкому та результативному досягненню поставлених завдань. Взаємозв'язок й взаємоузгодженість напрямів розвитку підприємства, а також побудова механізму досягнення ним завдань з формування та використання фінансових ресурсів реалізується за допомогою фінансової політики.

У світовій практиці формування фінансової політики давно вже стало загальноприйнятим способом окреслення напрямів та визначення конкретних дій щодо розвитку підприємства. З поглибленням ринкових відносин в нашій країні та розширенням міжнародних економічних зв'язків, фінансова політика підприємства стає одним із важливих елементів забезпечення його конкурентоспроможності та успішної виробничо-фінансової діяльності. На основі фінансової політики здійснюється розрахунок економічної доцільності бізнес-ідей та прийнятності інвестиційних рішень, оцінка ефективності спрямування фінансових ресурсів в конкретні напрями діяльності.

Однак багато підприємств не приділяють фінансовій політиці достатньої уваги. Не в останню чергу це зумовлено помилковими уявленнями про те, що ринкові відносини не прогнозовані, а розробка фінансової політики на перспективу це марна трата часу та зусиль. Це

абсолютно невірно. Серед ділових людей вже давно став аксіомою вираз: «Хто не планує – той планує невдачу». Ринкові умови, які дуже динамічні, вимагають повного та чіткого уявлення про перспективи й результати прийнятих фінансових рішень, детального обґрунтування мети та завдань виробничо-фінансової діяльності, а також способів їх досягнення. Формування фінансової політики – це універсальний інструмент передбачення майбутнього, що сприяє мінімізації ризиків бізнесу та мотивації працівників. Тому з поглибленням ринкових відносин її важливість для забезпечення ефективної діяльності підприємств не зменшується, а, навпаки, зростає.

Всі ці аспекти необхідно розуміти сьогоdnішнім студентам – майбутнім фіхівцям із загального та функціонального менеджменту. Вивчення дисципліни «Фінансовий менеджмент» має на меті формування у студентів сучасного економічного мислення та системи спеціальних знань у галузі управління фінансами підприємств, практичних навичок їх застосування у різних напрямках фінансової діяльності. Автори сподіваються, що навчальний посібник, якій ви тримаєте у своїх руках, буде сприяти досягненню цієї мети.

РОЗДІЛ 1

ОСНОВИ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ ПІДПРИЄМСТВА

Проблеми формування та реалізації фінансової політики підприємств досліджувала низка відомих вчених, з проміж них варто виділити М. Александрову, І. Бланка, В. Борисову, О. Василика, П. Лайка, М. Маліка, О. Непочатенко, В. Опаріна, А. Чупіса. У наукових публікаціях фінансову політику визначають або як форму реалізації фінансової стратегії підприємства [26, с.163], або як складову частину його економічної політики, що виражає сукупність заходів щодо організації і використання фінансових ресурсів [7, с.106]. Розповсюдженим є трактування терміну „фінансова політика” дане І. А. Бланком [6, с.424]: «Фінансова політика є формою реалізації фінансової філософії і головної фінансової стратегії підприємства в розрізі найбільш важливих аспектів фінансової діяльності».

Нині фінансова політика на рівні підприємства вважається складною й актуальною проблемою. Логіка її вирішення опирається на слово – політика. В сучасному тлумаченні цей термін застосовується у зрізі фінансової діяльності підприємств, як результат різних явищ і процесів, які відбуваються.

В тлумачному словнику В. Даля знаходимо, що слово політика прийшло з Греції і означає науку державного управління, а також «види, наміри і цілі управління, небагатьом відомі» [18]. У грецько-російському словнику відомого філолога А.Д. Вейсмана відмічено, що фінансова політика – це державна наука, вміння правити державою. Ширше розглядав цей термін С.І. Ожегов, а саме як дії, спрямовані на досягнення мети. Ці визначення вказують на те, що ця категорія має подвійне значення: по-перше, як мистецтво і, по-друге, як управління.

В минулому 20 ст. вчені-економісти значно розширили царину використання терміна політика, надавши йому новий відтінок. Так, у 30-х рр. Р. Коуз у своїй книзі «Фірма, ринок і право» пропонував розширити об’єкт дослідження в економічній політиці, охопивши не лише макро-, а й

мікрорівень. Він писав: «Метою економічної політики є створення такої ситуації, коли б люди, приймаючи рішення про свою діяльність, обирали такі, які забезпечують найкращі результати для системи в цілому. В якості першого кроку ми запропонували, що найкращими рішеннями будуть ті, які максимізують цінність всього виробництва». Склад економічної політики Р. Коуз характеризує вибором «таких правових норм, процедур і адміністративних структур, які забезпечать максимізацію цінності виробництва» [21, с. 94].

Відомий радянський економіст А.І. Буковецький стверджував, що «фінансова політика ставить своїм завданням наукове обміркування проведення в життя нових фінансових інститутів. Фінансова політика бере висновки в фінансовій теорії і доводить можливість використання їх на практиці». І далі «...відсутність різких меж між фінансовою теорією і фінансовою політикою пояснюється ще й тиском практики» [27, с. 26].

Таким чином, можемо стверджувати, що фінансова політика – це одна із сторін фінансової науки. В розвитку фінансової науки політика виконує функції визначення мети і втілення в життя рекомендацій теорії. Водночас, тільки абстрактним мисленням можливо відокремити теорію від політики і побудувати схему розвитку власне науки. В реальній дійсності процеси теоретичної розробки і втілення їх у життя відбуваються паралельно, доповнюючи і розвиваючи одна одну. Фінансова політика – це складова частина фінансової науки, яка відрізняється від суто науки своїм прикладним характером та імперативними способами розвитку.

Мета фінансової політики нерозривно пов'язана із стратегією розвитку підприємства і реалізується з нею в єдиному комплексі. Мета фінансової політики повинна відповідати місії підприємства. У фінансовому менеджменті найчастіше виділяють сім основних моделей головної цільової функції підприємства і його підсистем, що управляють [6, с.73]:

- максимізація прибутку;
- мінімізація трансакційних витрат;
- максимізація обсягу реалізації продукції;

- максимізація темпів зростання підприємства;
- забезпечення конкурентних переваг;
- максимізація доданої вартості;
- максимізація ринкової вартості підприємства.

Даним цільовим функціям властиві як переваги, так і недоліки. Так, цільова орієнтація підприємства на максимізацію прибутку не завжди забезпечує високі темпи його розвитку, оскільки генерація високого прибутку може бути пов'язана з великими витратами, що іноді перевищують доходи, і високими ризиками, що зумовлюють зниження фінансової стійкості і загрозу банкрутства. Функція мінімізації трансакційних витрат не враховує інші (некомерційні) витрати підприємства, не може визначати його місію, оскільки не пов'язана з напрямками його розвитку. Відображаючи результати економічної і соціальної ефективності виробництва, максимізація обсягів реалізації продукції не враховує взаємозв'язок доходів і витрат, важко прогнозована, оскільки залежить від зовнішнього чинника – споживчого попиту, який є функцією ринку. В цілому приведені цільові функції (окрім останньої) можна розглядати як певні завдання господарської діяльності підприємства, проте не як його місію. Практика переконує, що за контуру ринкової економіки найбільш прийнятною з відомих цільових функцій підприємства виступає максимізація його ринкової вартості.

Таким чином, фінансову політику підприємства доцільно розглядати, як сукупність заходів щодо цілеспрямованого формування, нагромадження, акумуляції і використання фінансових ресурсів для досягнення стратегічних завдань підприємства

Розроблена фінансова політика дозволяє підприємству не знижувати темпи розвитку, особливо тоді, коли вичерпані найочевидніші резерви росту, такі як неохоплені ринки, дефіцитні продукти, порожні ніші. У такий момент на перше місце в конкурентній боротьбі виходять підприємства, що уміють, по-перше, вірно ідентифікувати свою стратегію, по-друге, мобілізувати усі ресурси на досягнення поставлених стратегічних цілей.

Фінансова політика – найбільш важливий складовий елемент загальної

політики розвитку підприємства, яка включає також інвестиційну політику, інноваційну, виробничу, кадрову, маркетингову і інші. Якщо розглядати термін «політика» ширше – то це дії, спрямовані на досягнення мети. Так, досягнення будь-якого завдання, що стоїть перед підприємством, в тій чи іншій мірі обов'язково пов'язано з фінансовими ресурсами: витратами, прибутками, фінансовими потоками, оскільки реалізація будь-якого рішення, передусім, вимагає фінансового забезпечення. Таким чином, фінансова політика не обмежена вирішенням локальних, відособлених питань, таких, як залучення, формування, нагромадження чи використання фінансових ресурсів, розробка процедури проходження фінансових потоків, організація фінансового контролю за процесами виробництва, а має усеосяжний характер.

Фінансова політика не вивчає сутність фінансових стосунків і навіть не розробляє ні унікальних фінансових механізмів, чи методів фінансового регулювання та оптимізації прибутків, витрат, фінансових потоків, а використовує вже існуючі. Проте її роль і значення не стає від цього менш значущою. Існує безліч способів формування, розподілу і використання фінансових ресурсів, які, зрештою, дозволяють підприємству розвиватися. Але тільки розробка і впровадження фінансової політики на підприємстві дозволяють чіткіше визначити основні напрями його розвитку.

Нині для багатьох підприємств стратегічні цілі або відсутні, або чітко не визначені критерії і терміни їх досягнення. Фінансові ресурси спрямовуються на узгодження суперечливих завдань на різних рівнях управління. Це унеможлиблює наступний етап – вибір гармонійних фінансових механізмів та технологій, що дозволяють в найкоротші терміни і з найменшими витратами досягти намічених завдань.

Через відсутність заданих вартісних показників і центрів фінансової відповідальності, що відповідають за їх досягнення, не реалізовується контрольна функція – порівняння фактичних і бажаних (планових) параметрів.

Платформою фінансової політики є чітке визначення єдиної концепції

розвитку підприємства, як в довгостроковій, так і короткостроковій перспективі, вибір з усього різноманіття механізмів досягнення поставлених завдань, найбільш оптимальних, а також розробка ефективних механізмів фінансового контролю.

Фінансова політика покликана надати відповіді на питання:

- як оптимально поєднувати стратегічні цілі фінансового розвитку підприємства?
- як в конкретних фінансово-економічних умовах досягти поставлених завдань?
- які механізми найоптимальніше підходять для досягнення намічених завдань?
- чи варто змінювати фінансову структуру підприємства за допомогою використання фінансових інструментів?
- як і за якими критеріями можливо проконтролювати досягнення запланованих завдань?

Тільки за допомогою розробленої дієвої фінансової політики можна з найменшими витратами і в найкоротші терміни досягти намічених завдань. Саме тому як алгоритм комплексу дій «фінансова політика» все більше застосовується в практичній сфері фінансового управління підприємствами. Керівники підприємств вже довгий час на практиці намагаються створити ефективну податкову політику, обґрунтувати цінову політику, регламентувати кредитну політику, валютну і так далі для того, щоб уникнути впливу «чорного ящика» стосовно фінансових потоків. Але це лише окремі випадки загальної фінансової політики підприємства, яка повинна розроблятися в комплексі і у межах єдиних стратегічних напрямів.

Можна перерахувати декілька завдань, які необхідно вирішити при формуванні стратегічної фінансової політики:

- уникнути фінансових труднощів і банкрутства;
- виживання підприємства за умов жорсткої конкурентної боротьби;
- максимально збільшити обсяг реалізації продукції (послуг) і наростити сегмент ринку;

- мінімізувати витрати;
- максимізувати прибуток;
- нарощувати ринкову вартість підприємства.

Пріоритетність тієї або іншої мети по-різному пояснюється у контурі існуючих теорій організації бізнесу (*theories of the firm*).

Найбільш поширеним є твердження, що підприємство повинно працювати так, щоб забезпечити максимальний дохід її власникам (*Profit Maximization Theory*). Зазвичай це асоціюється з рентабельною роботою, ростом прибутку і зниженням витрат. Чи однозначний такий висновок?

У межах традиційної неокласичної економічної моделі передбачається, що будь-яке підприємство існує для того, щоб максимізувати прибуток. Ми маємо на увазі прибуток цього року? Якщо так, то такі дії, як відкладання на майбутнє технічного обслуговування, невтручання в поступове звуження товарно-матеріальних запасів і інші короткострокові заходи щодо скорочення витрат, приведуть до збільшення прибутку нині, але така діяльність не обов'язково є бажаною.

Мета на максимізацію прибутку може мати на увазі «кінцевий» або «середній» прибуток, але як і раніше не ясно, що це означає. Передусім, чи маємо ми на увазі облік чистого доходу або прибутку на акцію? По-друге, що мати на увазі під «кінцевим прибутком»?

Часто зустрічається поняття «нормального» прибутку, тобто прибутку, що влаштовує власників цього бізнесу. Дійсно, прибутковість різних видів виробництв може істотно розрізнятися, що не викликає протек пражнення усіх бізнесменів одночасно змінити свій бізнес на більш прибутковий. У основі такого підходу лежить і дуже поширена система ціноутворення на вироблювану продукцію – «собівартість плюс деяка надбавка», що влаштовує виробника.

Інші дослідники висувують припущення, що в основі діяльності підприємств і їх керівництва лежить пражнення до нарощування обсягів виробництва і збуту. Обґрунтовується це тим, що багато менеджерів ототожнюють своє положення (заробітна плата, статус, становище в

суспільстві) з розмірами підприємства більшою мірою, ніж з його прибутковістю.

У контурі цієї теорії застосовуються і інші формальні критерії, зокрема, для оцінки ефективності конкретного підприємства в цілому дуже поширеним є показник «дохід на акцію»; для оцінки ефективності інвестицій може застосовуватися показник «рентабельність інвестицій» (*ROI*). Проте ухвалення рішень на основі цих і подібних показників не завжди очевидно.

Наприклад, припустимо, що деяке підприємство досягло значення показника $ROI = 30\%$. Чи означає це, що представлена можливість розміщення капіталу, з $ROI = 25\%$, в менш ризикове підприємство має бути беззастережно відкинута? Вибір не такий простий, як здається. Зокрема, нове інвестування слід здійснити, якщо:

а) витрати на пошук і залучення нових джерел фінансування менші, ніж 25%;

б) підприємство має тимчасово вільні фінансові ресурси і не може вигідніше розмістити його з тією ж мірою ризику.

Наступний приклад. Припустимо, що фінансовий менеджер компанії А робить вибір між двома альтернативними інвестиційними проектами P1 та P2:

Очікуваний дохід на вкладений капітал (гривень)

Проект	Рік 1	Рік 2	Рік 3	Всього за 3 року
P1	2,6	1,4	0,5	4,5
P2	0,8	1,3	2,7	4,8

Грунтуючись на критерії максимізації сумарного доходу на капітал, слід віддати перевагу проекту P2. Проте, чи бездоганний такий висновок? Очевидно, що в цьому випадку не врахована тимчасова цінність грошей. Якщо останнє взяти до уваги, перший проект може виявитися привабливішим, оскільки забезпечує значно більші поступлення коштів в перший рік; ці гроші можуть бути знову реінвестовані і принести додатковий прибуток.

Перелічені вище завдання різняться, але їх можна віднести до двох класів.

Перший відноситься до прибутковості. Ці завдання включають обсяг реалізації, сегмент ринку і фінансовий контроль над витратами, що відноситься, принаймні, потенційно, до різних способів отримання або збільшення прибутків.

Другий клас, що включає уникнення банкрутства, стабільність і безпеку, відноситься деяким чином до контролю ризику.

На жаль, ці два класи завдань в деякій мірі суперечать один одному. Гонитва за прибутком зазвичай тісно переплітається з деяким елементом ризику, таким чином, фактично неможливо максимізувати одночасно безпеку і прибуток. Тому нам потрібна мета, що одночасно включає обидва чинники. Найбільше поширення останніми роками отримала «Теорія максимізації багатства акціонерів» (*Wealth Maximization Theory*). Розробляючи цю теорію, виходили з передумови, що жоден з існуючих критеріїв – прибуток, рентабельність, обсяг виробництва і так далі – не може розглядатися в якості узагальнюючого інтегрального критерію ефективності рішень фінансового характеру, що приймаються. Такий критерій повинен:

- а) базуватися на прогнозуванні прибутків власників підприємства;
- б) бути обґрунтованим, ясним і точним;
- в) бути прийнятним для усіх аспектів процесу ухвалення управлінських рішень, включаючи пошук джерел засобів, власне інвестування, розподіл прибутків (дивідендів).

Вважається, що цим умовам більшою мірою відповідає критерій максимізації власного капіталу, тобто ринковій вартості підприємства. Підвищення достатку власників підприємства полягає не стільки в зростанні поточних прибутків, скільки в підвищенні ринкової ціни їх власності. Таким чином, будь-яке фінансове рішення, що забезпечує в перспективі ріст вартості акцій, повинне прийматися власниками і управлінським персоналом.

Таким чином, метою фінансової політики є забезпечення максимізації добробуту власників підприємства в поточному і перспективному періоді.

Як правило, ця мета отримує конкретне вираження в забезпеченні максимізації ринкової вартості підприємства.

Реалізація цього критерію на практиці також не завжди очевидна.

По-перше, він заснований на імовірнісних оцінках майбутніх прибутків, витрат, грошових надходжень і ризику, з ними пов'язаного.

По-друге, не усі підприємства мають ту, що однозначно розуміється фінансовими аналітиками ринкову вартість, зокрема, якщо акції підприємства не котируються на біржі, визначення її ринкової вартості ускладнено.

По-третє, цей критерій може не спрацьовувати в окремих випадках. Зокрема, це може мати місце у підприємства з одноосібним власником або обмеженою їх кількістю, які можуть зважитися на ризикове вкладення капіталу з надією на фортуна або отримання над дивідендів у віддаленій перспективі. Дії, що робляться такими підприємствами, можуть певною мірою зумовити падіння ціни на їх акції, зважаючи на ту міру ризику, яка властива їх інвестиційній діяльності.

По-четверте, цей критерій не діє, якщо перед підприємством ставляться інші завдання, ніж отримання максимального прибутку для своїх власників. Наприклад, пріоритет віддається добродійності і іншим соціальним напрямкам.

У разі непридатності критерію максимізації ринкової вартості підприємства рекомендується використовувати абсолютні і відносні показники прибутковості і рентабельності. Необхідно лише пам'ятати основні недоліки критерію „максимізація прибутку” і заснованих на цьому критерії похідних показників. У найбільш акцентованому виді вони можуть бути сформульовані таким чином:

- існують різні види показника «прибуток» (прибуток від основної діяльності, балансовий, валовий, до сплати податків, до оподаткування, чистий та ін.), тому ця неоднозначність повинна усуватися при розробці конкретних показників оцінки ефективності фінансових рішень;

- цей критерій не спрацьовує, якщо дві альтернативи розрізняються розміром прогнозованих прибутків та часом їх генерування;
- критерій не враховує якість очікуваних прибутків, невизначеність і ризик, пов'язаний з їх отриманням.

Особлива роль відводиться фінансовим менеджерам, які, як правило, приймають рішення за акціонерів підприємства. Тоді замість перерахування можливих завдань фінансового менеджера нам фактично треба відповісти на фундаментальніше питання: що є гарним рішенням фінансового керівництва з точки зору акціонерів?

Якщо ми припустимо, що акціонери купують акції для отримання фінансових прибутків, то відповідь очевидна: гарні рішення збільшують вартість акції, а погані – зменшують. З цього положення виходить, що фінансовий менеджер діє в інтересах акціонерів, приймаючи рішення, які збільшують вартість акцій. Відповідну мету для фінансового менеджера тоді можна сформулювати досить просто: метою фінансового управління є максимізація поточної вартості однієї акції в існуючому акціонерному капіталі.

Виходячи з вищезгаданої мети (максимізація вартості акцій) виникає очевидне питання: якою буде мета, якщо підприємство не має акцій, які продаються? Корпоратизація бізнесу, ясно, не єдиний тип бізнесу, і у багатьох корпораціях акції рідко переходять з одних рук в інші, тому важко визначити вартість акції у будь-який конкретний момент часу.

Метою створення підприємства є забезпечення максимізації добробуту власників підприємства в поточному періоді і на перспективу. Ця мета отримує конкретне вираження в забезпеченні максимізації ринкової вартості підприємства, що неможливо без ефективного використання фінансових ресурсів і побудови гармонійних фінансових стосунків, як у межах самого підприємства, так і з контрагентами і державою.

Для реалізації мети у контурі фінансової політики здійснюється постійний пошук гармонійного співвідношення між стратегічними завданнями, основними з яких являються :

- максимізація прибутку;
- забезпечення фінансової стійкості.

Розвиток першого стратегічного напрямку дозволяє власникам отримувати дохід на вкладений капітал, другий напрям забезпечує підприємству стабільність і безпеку, і відноситься деяким чином до контролю ризику.

Розробка фінансової стратегії передбачає певні етапи:

- критичний аналіз попередньої фінансової стратегії;
- обґрунтування (коригування) стратегічних цілей;
- визначення термінів дії фінансової стратегії;
- конкретизація стратегічних завдань і періодів їх виконання;
- розподіл відповідальності за досягнення стратегічних завдань.

Для реалізації стратегічних завдань підприємству необхідно здійснити низку тактичних заходів.

Фінансова тактика – це оперативні дії, спрямовані на досягнення того або іншого етапу фінансової стратегії в поточному періоді.

Таким чином, на відміну від фінансової стратегії фінансова тактика пов'язана з реалізацією локальних задач фінансового управління підприємством.

Для забезпечення максимізації прибутку потрібне вирішення наступних завдань:

- нарощувати обсяги реалізації продукції;
- ефективно управляти процесом формування рентабельності;
- безперебійно забезпечувати виробництво фінансовими ресурсами;
- здійснювати контроль над витратами
- мінімізувати період виробничого циклу,
- оптимізувати величину запасів тощо.

Другий стратегічний напрям має на увазі вирішення наступних завдань:

- мінімізація фінансових ризиків;
- синхронізація фінансових потоків;

- ретельний аналіз контрагентів;
- наявність необхідного залишку грошових коштів;
- фінансовий моніторинг тощо.

Ці два стратегічні напрями в деякій мірі суперечать один одному. Максимізація прибутку, зазвичай зумовлює підвищення ризику, а відмова від використання позикового капіталу, зберігання істотних залишків грошових коштів і інші заходи по забезпеченню фінансової стійкості знижують рентабельність виробництва. Таким чином, неможливо максимізувати одночасно і фінансову стійкість та безпеку, і прибуток.

Для того, щоб фінансова політика набула системного характеру стратегічні завдання необхідно ранжувати шляхом визначення вагових коефіцієнтів. Так, при оптимізації структури капіталу, управлінні поточними активами або будь-яким видом фінансових потоків важливо вибрати пріоритети розвитку, оскільки від цього залежить і міра фінансової стійкості підприємства, і рівень його прибутку.

Термін «збалансований» має дуже важливий сенс, визначаючи як «збалансовану» ту систему управління, де визнається рівноважний вплив рівнозначних чинників, а більша увага приділяється важливішому. Фінансова політика пропонує реалізувати збалансований підхід до ведення бізнесу.

Пріоритетність стратегічних завдань періодично змінюється як у межах одного підприємства, так і по галузі. Група чинників впливає на важливість тієї або іншої стратегічної мети, які в сукупності можна розділити на два великі сегмента – ендогенні і екзогенні.

До основних ендогенних чинників можна віднести:

- масштаб підприємства;
- стадія розвитку самого підприємства;
- суб'єктивний чинник керівництва підприємства, власників.

Масштаб підприємства відіграє важливу роль. У малих і середніх підприємствах основний акцент здійснюється на автономію (самостійність), яка займає зазвичай домінуюче місце. У великих же підприємствах в стратегічному напрямі переважає норма прибутку і найбільший акцент

робиться на економічному зростанні.

Стадія розвитку підприємства також має помітний вплив на ранжування його стратегічних завдань. Поняття циклу життя дозволяє визначити різні проблеми, які виникають у підприємства упродовж усього періоду його розвитку, і уточнити різні комбінації фінансових рішень, які дозволяють їх успішно вирішити.

В період становлення, коли обороти підприємства невеликі, підприємство переважно стикається з проблемами виживання, які виникають у фінансовій сфері у вигляді труднощів з фінансовими ресурсами; йому потрібно знайти кошти не лише безпосередньо на покриття господарських витрат, але також і на здійснення необхідних інвестицій для свого майбутнього розвитку. Тут найбільшу роль відіграє фінансова стійкість.

В період юності ріст обсягів реалізації продукції, перші прибутки дозволяють підприємству вирішити свої проблеми з фінансовими ресурсами, і його керівники можуть поступово змістити увагу з фінансової стійкості на економічне зростання.

В період зрілості, коли підприємство вже зайняло свою нішу на ринку і здатність до самофінансування досить висока, підприємство намагається витягнути максимум прибутку з усіх можливостей, які дають йому його обсяги виробництва, а також технічний і комерційний потенціали.

В період старості, коли відбувається уповільнення росту обороту, вектор стратегічного розвитку підприємства знову переміщається у бік фінансової стійкості.

Крім того, вектор стратегічного розвитку підприємства залежить і від суб'єктивного чинника. Як правило, основні завдання формують власники підприємства. На великих підприємствах, коли власників багато, наприклад, велике акціонерне товариство, основні стратегічні напрями можуть бути сформовані радою директорів або генеральним директором, але в інтересах власників. Дійсно, не дивлячись на те, що акціонери безпосередньо не залучені в процес ухвалення ділових рішень, особливо на щоденній основі, вони залишаються вірні підприємству доки задовольняються їх інтереси.

Екзогенні чинники також чинять вплив на пріоритетність тієї або іншої стратегічної мети підприємства. Зокрема стан фінансового ринку, податкової, митної, бюджетної і грошово-кредитної політик держави, законодавчий ландшафт впливає на стрижневі параметри функціонування підприємства.

Таким чином, фінансова політика – це завжди пошук балансу, гармонійного на даний момент співвідношення декількох напрямів розвитку і вибір найбільш ефективних методів і механізмів їх досягнення.

Розроблена фінансова політика не може бути раз і назавжди визначеною і непорушною. Останні роки переконують, наскільки фундаментальними можуть бути зміни в умовах господарювання. Крім того, стрімкі коливання тривають і нині на фінансових ринках, з боку регулювання державою, в практиці управління підприємством тощо. Тому фінансова політика має бути гнучкою і враховувати зміни усіх інтересів і чинників, що здійснюють на неї вплив.

В зв'язку з цим одним з основних принципів фінансової політики є те, що вона повинна формуватися, виходячи не стільки з ситуації, що фактично склалася, скільки з прогнозу її зміни. Тільки на основі об'єктивного передбачення фінансова політика набуває сталості.

Фінансову політику підприємства можна ще охарактеризувати як певний алгоритм дій для досягнення мети підприємства, який складається з послідовних етапів і включаючи застосування різних інструментів і механізмів.

Зміст фінансової політики багатогранний і включає наступні етапи:

1. Визначення стратегічних напрямів розвитку.
2. Планування:
 - стратегічне планування;
 - оперативне планування;
 - бюджетне планування.
3. Розробка оптимальної концепції управління:
 - управління капіталом;
 - управління активами;

- управління фінансовими потоками;
 - управління цінами;
 - управління витратами;
4. Фінансовий контроль:
- перевірка виконання фінансових планів;
 - кампаратний аналіз та діагностика;
 - ревізії;
 - аудит.

Етапи фінансової політики розділяють на довгострокові і короткострокові. Найбільш суттєва відмінність полягає в тимчасових характеристиках фінансових потоків. Довгострокова фінансова політика торкається ухвалення рішень, що чинять вплив на діяльність підприємства впродовж тривалого проміжку часу, як правило, більше року. Наприклад, стратегічне планування припускає рішення з приводу закупівлі устаткування, яке відноситиметься на фінансові результати впродовж декількох років. В протилежність цьому у межах короткострокової політики рішення націлені на ухвалення поточних рішень на строк до одного року, або період тривалості операційного циклу, якщо він більше 12 місяців. Так короткострокові фінансові рішення приймаються, коли компанія замовляє виробничі запаси, платить і планує продаж готової продукції, синхронізує фінансові потоки і так далі.

Фінансова політика покликана врахувати багатофакторність, багатокомпонентність та багатоваріантність управління фінансами для досягнення намічених цілей і виконання поставлених завдань. Таким чином, довгострокова фінансова політика встановлює директиви для змін і росту підприємства і концентрує свою увагу на загальній картині подій, без детального вивчення окремих компонентів цієї політики.

Короткострокова фінансова політика пов'язана, головним чином, з аналізом питань, що чинять вплив на поточні активи і поточні зобов'язання.

Розробка і реалізація фінансової політики повинні постійно контролюватися. В зв'язку з цим дуже складно віднести етап фінансового

контролю до того або іншого виду фінансової політики. Контроль повинен синтезувати ці два види в загальну фінансову стратегію підприємства.

Фінансова політика виступає платформою процесу управління фінансами підприємства. В результаті, присутнє суб'єктивне і об'єктивне начало в процесі реалізації фінансової політики.

Фінансову політику підприємства визначають засновники, власники, оскільки вони зрештою здійснюють фінансове керівництво. Проте реалізація фінансової політики можлива тільки через апарат, або організаційну підсистему, яка є сукупністю окремих людей і служб, які готують і реалізують фінансові рішення. Реалізація фінансової політики на підприємствах здійснюється по-різному. Це залежить від організаційно-правової форми господарюючого суб'єкта, сфери діяльності, а також масштабів підприємства. В якості суб'єктів управління на малих підприємствах можуть виступати керівник і бухгалтер, оскільки малий бізнес не передбачає глибокого розподілу управлінських функцій. Іноді для коригування напрямів розвитку притягуються зовнішні експерти і консультанти.

У середніх підприємствах поточна фінансова діяльність зосереджена усередині інших відділів (бухгалтерія, адміністрація і так далі), серйозні ж фінансові рішення (інвестування, фінансування, довгостроковий і середньостроковий розподіл прибутку) приймає дирекція підприємства.

У великих підприємствах є можливість розширити організаційну структуру, кадровий склад і досить чітко диференціювати повноваження і відповідальність:

- інформаційними органами: юридична, податкова, бухгалтерська та інші служби;
- фінансовими органами: фінансовий відділ, казначейський відділ, відділ управління цінними паперами, відділ бюджетування тощо;
- контрольними органами: внутрішня ревізія, аудит.

Відповідальність за постановку проблем фінансового характеру, аналіз доцільності вибору того або іншого способу їх вирішення покладається,

зазвичай, на фінансового директора. Проте якщо рішення, що приймається, має істотне значення для підприємства, фінансовий директор є лише радником вищого управлінського персоналу.

На великих підприємствах структура розробки і реалізації фінансової політики може бути централізованою або децентралізованою. Проте, навіть в умовах децентралізованої структури фінансова діяльність залишається жорсткою у межах стратегічних напрямів розвитку підприємства.

До основних об'єктів управління доцільно віднести наступні:

1. Управління капіталом:

- визначення загальної потреби в капіталі;
- оптимізація структури капіталу;
- мінімізація ціни капіталу;
- забезпечення ефективного використання капіталу.

2. Дивідендна політика:

- визначення гармонійних пропорцій між поточним споживанням прибутку і його капіталізацією;

3. Управління активами:

- визначення потреби в активах;
- оптимізація складу активів з позицій їх ефективного використання;
- забезпечення ліквідності активів;
- прискорення циклу обороту активів;
- вибір ефективних форм і джерел фінансування активів.

4. Управління поточними витратами.

- CVP - аналіз;
- мінімізація витрат;
- нормування витрат;
- оптимізація співвідношення постійних та змінних витрат.

5. Управління фінансовими потоками (по операційній, інвестиційній і фінансовій діяльності).

- формування вхідних та вихідних фінансових потоків, їх

синхронізація за параметрами і часом;

– ефективне використання залишку тимчасово вільних фінансових ресурсів.

При розробці і реалізації фінансової політики керівництво підприємства вимушене постійно приймати управлінські рішення з безлічі альтернативних напрямів. Для того, щоб обрати найбільш вигідне рішення, найважливішу роль відіграє своєчасна і точна інформація.

У сучасній економічній ситуації, підприємства, особливо великі корпорації, витрачають багато засобів і часу задля постійного інформаційного забезпечення своєї фінансової політики. Вартість інформації визначається не лише, кількістю витраченої живої і матеріалізованої праці на її формування або розробку, систематизацію, аналіз і зберігання, на неї також чинить вплив її достовірність, своєчасність отримання та ексклюзивність. В зв'язку з цим ринкова вартість інформації не повинна сприйматися тільки як пряма її купівля за гроші на фінансових ринках. Відсутність такої інформації може обійтися підприємству у величезні суми прямих збитків, упущеної вигоди, тактично і стратегічно невірними управлінськими рішеннями.

Інформаційне забезпечення фінансової політики підприємства можна розділити на дві великі групи: сформовану із екзогенних джерел та ендогенних. Система показників інформаційного забезпечення фінансової політики підприємства, що формується із зовнішніх джерел:

1. Показники, що характеризують загальноекономічний розвиток країни. До них відносяться:

- темп росту внутрішнього валового продукту і національного доходу;
- обсяг емісії грошей в даному періоді;
- грошові доходи населення;
- вклади населення у банках;
- індекс інфляції;
- облікова ставка центрального банку.

Цей вид інформативних показників слугує основою для проведення

аналізу і прогнозування умов зовнішнього середовища функціонування підприємства при ухваленні стратегічних рішень в царині фінансової діяльності (стратегії розвитку його активів і капіталу, здійснення інвестиційної діяльності, формування системи цільових напрямів розвитку). Формування системи показників цієї групи ґрунтується на опублікованих даних державної статистики, інформації Національного банку України, міністерств та відомств.

2. Показники, що характеризують кон'юнктуру фінансового ринку. Тут міститься така інформація, як:

- види основних фондових інструментів (акцій, облігацій, деривативів і тому подібне), що обертаються на біржовому і позабіржовому фондових ринках;
- котировки, ціни пропозиції і попиту основних видів фондових інструментів;
- кредитна ставка окремих банків, диференційована по термінах надання фінансового кредиту;
- депозитна ставка окремих банків, диференційована за вкладами до запитання і терміновим вкладам;
- офіційний курс окремих валют.

Система нормативних показників цієї групи служить для ухвалення управлінських рішень в сфері формування портфеля довгострокових фінансових інвестицій, здійснення короткострокових фінансових вкладень, варіантів розміщення вільних фінансових ресурсів і так далі. Формування системи показників цієї групи ґрунтується на періодичних публікаціях центрального банку, комерційних виданнях, оприлюдненої інформації фондової і валютної бірж, а також на офіційних статистичних виданнях.

3. Показники, що характеризують діяльність контрагентів і конкурентів.

Система інформативних показників цієї групи використовується переважно, для ухвалення оперативних управлінських рішень по окремих аспектах формування і використання фінансових ресурсів. Ці показники формуються зазвичай в розрізі наступних блоків: «банки»; «страхові компанії»; «постачальники продукції»; «покупці продукції»; «конкуренти».

Джерелом формування показників цієї групи служать публікації звітних матеріалів в пресі (за окремими видами господарюючих суб'єктів такі публікації є обов'язковими), відповідні рейтинги з основними результативними показниками діяльності (по банках, страхових компаніях), а також платні бізнес-довідки, що надаються окремими інформаційними посередниками.

4. Нормативно – регулюючі положення.

Система цих показників враховується в процесі підготовки фінансових рішень, пов'язаних з особливостями державного регулювання фінансової діяльності підприємств. Джерелом формування показників цієї групи є нормативно-правові акти, що приймаються різними органами державного управління.

Система показників інформаційного забезпечення фінансового менеджменту, що формуються з ендогенних джерел розподіляється на дві групи:

1. Первинна інформація:

- форми бухгалтерської звітності (бухгалтерський баланс, звіт про прибутки та збитки; звіт про зміну капіталу; звіт про рух грошових коштів; додаток до бухгалтерського балансу; звіт про цільове використання отриманих коштів), а також звітність, що формується відповідно до міжнародних стандартів;
- оперативний фінансовий облік.

Система інформативних показників цієї групи широко використовується як зовнішніми, так і внутрішніми користувачами. Вона застосовується в процесі фінансового аналізу, планування, розробки фінансової стратегії і політики за основними аспектами фінансової діяльності та дає найбільш агреговане уявлення про результати фінансової діяльності підприємства.

2. Інформація, отримана в процесі фінансового аналізу:

- горизонтальний аналіз (порівняння фінансових показників з попереднім періодом і за шерег попередніх періодів);
- вертикальний аналіз (структурний аналіз активів, пасивів і фінансових потоків);

- порівняльний аналіз (з середньогалузевими фінансовими показниками, показниками конкурентів, звітними та плановими показниками);
- аналіз фінансових коефіцієнтів (фінансова стійкість, платоспроможність, оборотність, рентабельність);
- інтегральний фінансовий аналіз (Дюпоновська система інтегрального аналізу, інтегральна система портфельного аналізу тощо).

Таким чином, для успішної реалізації фінансової політики підприємства керівництву необхідно, по-перше, мати достовірну інформацію про зовнішнє середовище, і особливо знати можливі його коливання, по-друге, мати відомості про поточні звітні параметри внутрішнього фінансового положення, і, по-третє, мати максимально точний фінансовий аналіз, що дозволяє отримати кількісну оцінку результатів фінансової діяльності в розрізі окремих її аспектів, як в статистиці, так і в динаміці.

Крім того, підприємство повинне проводити відкриту інформаційну політику, особливо з потенційними інвесторами, кредиторами, органами влади. Фінансова політика підприємства, не підкріплена регулярним, достовірним інформаційним забезпеченням інвесторів, негативно позначається на ринковій вартості підприємства, оскільки посилює підозри і ризик самостійного збору не цілком точної і достовірної інформації.

Розробка і реалізація фінансової політики містить в собі одночасно фінансові, управлінські, економічні, правові і навіть технічні аспекти і в зв'язку з цим вимагає комплексного підходу.

Таким чином, можна константувати, що фінансова політика, не дивлячись на те, що спирається на фінансові терміни, не вивчає безпосередньо зміст і склад фінансових відносин, але вона використовує фінанси як базовий інструмент для досягнення своїх цілей і завдань. Фінансова політика допомагає чіткіше визначитися з тим, як за допомогою фінансових ресурсів досягти поставлених цілей.

Фінансова політика задає загальну концепцію розвитку підприємства. Проте реалізується фінансова політика за допомогою методів фінансового менеджменту. Фінансовий менеджмент більше пов'язаний з діями, аналізом і

підготовкою фінансових рішень, а фінансова політика адаптує існуючі методи відповідно до її мети, напрямів і завдань. Усі рішення у межах фінансової політики тісно переплітаються з бухгалтерським обліком. Дійсно, бухгалтерський облік надає основну первинну інформацію, яка потрібна для реалізації фінансової політики. Вплив права на реалізацію фінансової політики позначається побічно через елементи цивільного, трудового, адміністративно-процесуального права. На досягнення тієї або іншої стратегічної мети, поставленої у межах фінансової політики, чинять вплив численні фінансові потоки, а на них, у свою чергу, істотно впливає діюча система оподаткування. Крім того, чинне податкове законодавство часто виступає як примус до тієї або іншої фінансової дії.

Фінансові завдання зазвичай припускають формалізацію, а статистика і математика надають безпосередньо інструменти аналізу і моделювання. Особливо ці інструменти потрібні при демаскуванні рівня ризику і невизначеності в управлінських рішеннях. Треба відмітити, що застосування математики значно розширилося. Математика в управлінні фінансовою діяльністю застосовується вже довгий час. Давно використовується фінансова математика для вирішення про доцільність видачі або залучення позик, або розрахунку ціни капіталу. Інформатика помітно підвищує ефективність практичних рішень. Існують численні фінансові програми, що реалізуються на ЕОМ, які роблять фінансове моделювання доступним майже кожному підприємству; назовемо, зокрема, табличні процесори, системи фінансового моделювання і системи-експерти.

Таким чином, фінансова політика організаційно сполучає всілякі елементи в єдине ціле, починаючи від визначення первинної мети, стратегічних напрямів аж до реалізації конкретних рішень і відповідає практичним потребам при управлінні підприємством.

РОЗДІЛ 2

СТРАТЕГІЯ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ ПІДПРИЄМСТВА

Стратегія фінансової політики окреслює шляхи і способи досягнення фінансових завдань підприємства. В цілому, стратегія фінансової політики вважається програмою того, що повинно бути зроблено в майбутньому.

Завдання фінансової політики підприємства залежать від обраних критеріїв ухвалення фінансових рішень, до яких відносяться: максимізація продажів, максимізація прибутку, максимізація власності власників підприємства. Метою є максимізація майбутньої вигоди власників підприємства.

Стратегія фінансової політики вирішує наступні завдання:

- перевіряє узгодженість поставлених завдань і їх можливість реалізації;
- забезпечує взаємодію різних підрозділів підприємства;
- аналізує різні сценарії фінансового розвитку підприємства і відповідно – обсяги інвестицій і методи їх фінансування;
- визначає програму заходів і поведінки у разі настання несприятливих подій;
- здійснює контроль за фінансовим станом підприємства.

Виділяють чотири етапи процесу формування стратегії фінансової політики:

1. Аналіз інвестиційних можливостей і можливостей фінансування, які є в розпорядженні підприємства.
2. Прогнозування наслідків поточних фінансових рішень, щоб уникнути несподіванок і зрозуміти зв'язок між поточними і майбутніми рішеннями.
3. Обґрунтування обраного варіанту з низки можливих рішень (цей варіант і буде представлений в остаточній редакції плану).
4. Оцінка результатів, досягнутих підприємством, порівняно із завданнями, встановленими у фінансовому плані.

У практиці формування стратегії фінансової політики застосовуються наступні методи: фінансового планування і прогнозування; фінансової діагностики; бюджетування; коефіцієнтний; нормативний; балансовий; дисконтованих фінансових потоків; багатоваріантності (сценаріїв); економіко-математичне моделювання.

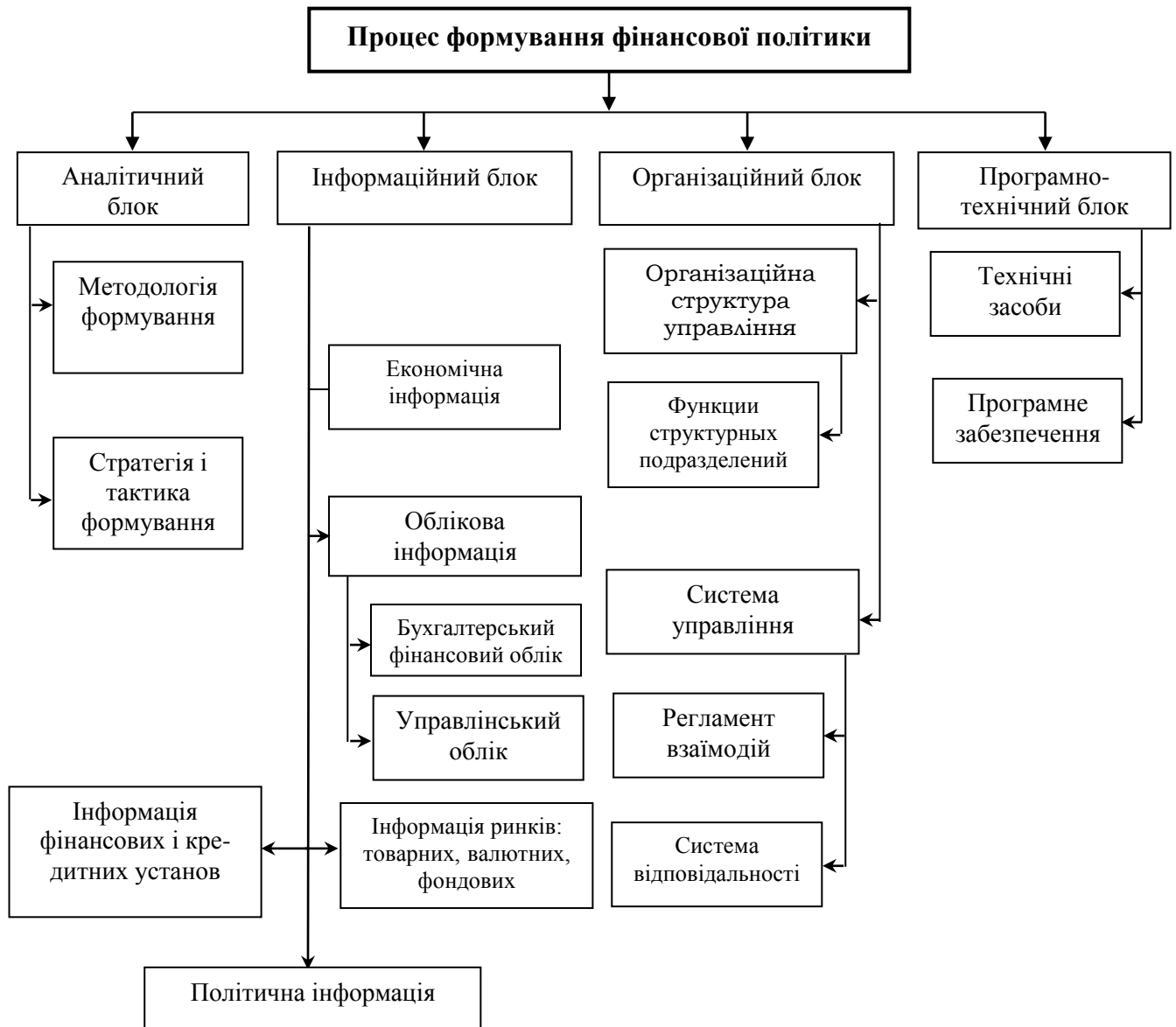


Рис. 2.1. Схема процесу формування фінансової політики підприємства

Фінансові плани класифікуються за термінами дії:

- Стратегічне фінансове планування.
- Перспективне фінансове планування.
- Бізнес-планування.
- Поточне фінансове планування (бюджетування).

- Оперативне фінансове планування.

Стратегічне планування пов'язане з ухваленням установчих фінансових рішень, наприклад, реінвестування бізнесу (придбання ще одного підприємства, закриття підприємства і так далі) і інвестиційних рішень. Міра деталізації в таких планах досить невисока. Кількість, зміст етапів складання і форма стратегічного плану можуть істотно відрізнятися і залежать від багатьох чинників, наприклад форми власності, галузевої приналежності і розмірів. У нашій країні в умовах нестабільності економіки стратегічні фінансові плани, зазвичай, розробляються на період трьох років.

В процесі перспективного фінансового планування установки, зроблені в стратегічному плануванні, отримують фінансове обґрунтування і уточнення.

Перспективний фінансовий план (складається на три роки і більше) визначає найважливіші показники, пропорції і темпи розширеного відтворення, він пов'язаний з постановкою цілей і завдань підприємства, а також з підтримкою взаємин із зовнішнім оточенням. Перспективний фінансовий план містить прогностну звітність: прогностний баланс, план прибутків і збитків, план руху грошових коштів. Прогнозна звітність є зручним способом узагальнення різних господарських подій, виникнення яких очікується в майбутньому. Вона служить необхідним мінімумом інформації для ухвалення управлінських рішень і базою для розробки більш деталізованих планів (бюджетів) підприємства.

Бізнес-планування об'єднує в єдину систему перспективне і поточне планування. Бізнес-план – це документ, що є результатом дослідження основних сторін діяльності підприємства і дозволяє його керівництву визначити доцільність подальшого розвитку бізнесу.

Бізнес-план можна трактувати як:

- інструмент стратегічного планування (формування концепції розвитку бізнесу)
- окремий елемент інвестиційного проекту підприємства,
- інструмент оперативного управління бізнесом.

Бізнес-план має чітко окреслений горизонт планування – часовий інтервал, в межах якого мають бути вирішені певні завдання бізнес-плану. Як правило, бізнес-план (як інструмент формування концепції розвитку бізнесу) складається на період від 3 до 5 років, з детальним опрацюванням першого року і укрупненим прогнозом на наступні періоди.

Поточне фінансове планування (бюджетування) здійснюється на основі показників довгострокового плану. У бюджетуванні застосовуються точніші в порівнянні з перспективним фінансовим плануванням методи розрахунків. У бюджетах визначаються конкретні цифрові показники фінансово-господарської діяльності підприємства, послідовність і терміни здійснення операцій на бюджетний період (як правило, рік). Основними бюджетами є прогноз балансу, бюджет прибутків і витрат, бюджет руху грошових коштів.

Оперативне фінансове планування полягає:

– у розробці і доведенні до виконавців бюджетів, платіжного календаря і інших форм оперативних планових завдань з усіх основних питань фінансової діяльності, в умінні ефективного управління оборотними активами (грошовими коштами, ліквідними цінними паперами, дебіторською заборгованістю) і кредиторською заборгованістю.

Інфраструктура процесу фінансового планування підприємства (рис. 3.1) включає чотири обов'язкових блоки.

Основою фінансового планування на підприємстві є складання фінансових прогнозів. Прогнозування завжди передує плануванню і бюджетуванню і має своїй на меті зниження ризику при ухваленні рішень. На відміну від планування фінансове прогнозування не ставить завдання безпосередньо здійснити на практиці розроблені прогнози. Методи прогнозування діляться на дві великі групи:

1. Якісні методи:

- метод Делфі (метод експертних оцінок);
- експертний метод (бачення вирішення проблеми фахівцями);
- анкетування (впорядковане опитування);
- вивчення покупців;

2. Кількісні методи:

- Прогнозування на основі минулих періодів:
 - плинні середні значення;
 - класична декомпозиція;
 - аналіз трендів;
 - аналіз часових рядів;
 - експоненціальне;
 - згладжування.
- Причинно-наслідкове прогнозування (регресійний аналіз) :
 - проста регресія
 - множинна регресія,
 - економетричне моделювання.

Стадії прогнозування включають шість основних етапів, які продемонстровано на рис. 2.2.



Рис. 2.2. Стадії прогнозування

До основних методів і моделей довгострокового фінансового планування відносяться:

- Аналітичні (метод процентних змін);
- Економетричні (кореляційний і регресійний аналіз, прогнозування тимчасових рядів тощо);
- Математичні (різні моделі і методи оптимізації).

Моделі можуть сильно відрізнятися за складністю, але майже усі з них включатимуть наступні елементи:

- прогноз обсягу реалізації продукції;
- прогнозні звіти;

- планування активів;
- планування джерел фінансування;
- регулюючий елемент (змінна) – «пробка» («клапан»);
- припущення щодо фінансового простору.

Найбільше поширення отримали аналітичні методи планування, засновані на процентних залежностях. Суть таких моделей полягає в аналізі взаємозв'язків між очікуваним обсягом реалізації продукції, а також активами і фінансуванням, необхідними для його реалізації. В результаті такої моделі розробляється прогнозний баланс, план прибутків і збитків і план руху грошових коштів.

Важливим моментом цього методу є використання компенсуючої змінної – «клапана» («пробки»). Під нею розуміється певне джерело або джерело зовнішнього фінансування, до якого можна вдатися у разі нехватки фінансових ресурсів, або напряду використання фінансових активів у разі їх надлишку.

Наприклад, підприємство з великою кількістю інвестиційних можливостей і обмеженими фінансовими потоками може спробувати отримати додатковий власний або позиковий капітал. Інші підприємства з невеликими можливостями росту і значними припливами грошових коштів можуть отримати надлишок і, наприклад, виплатити додаткові дивіденди. У першому випадку компенсуючої змінної являється зовнішнє фінансування, а в другому – дивідендні виплати.

План повинен враховувати стан і прогноз зовнішнього економічного середовища для обраного тимчасового горизонту. До найбільш важливих припущень відносяться прогнози значень процентних і податкових ставок, а також рівень інфляції.

При використанні методу процентної залежності від обсягу реалізації продукції можна розрахувати потребу в додатковому зовнішньому фінансуванні (*EFN*) за наступною формулою:

$$EFN = (A_s - L_s) \frac{S_1 - S_0}{S_0} - (EBIT \frac{S_1}{S_0} - Int)(1 - t)(1 - PR) \quad (2.1)$$

де A_S – активи балансу, які змінюються залежно від обсягу реалізації продукції;

L_S – пасиви балансу, які змінюються залежно від обсягу реалізації продукції;

S_I – прогнозований обсяг реалізації продукції;

S_0 – фактичний обсяг реалізації продукції;

Int – ставка відсотків до сплати;

t – ставка податку на прибуток;

PR – коефіцієнт дивідендних виплат (постійна величина).

При цьому коефіцієнт дивідендних виплат (PR), тобто частка доходу, що витрачається на виплату дивідендів, розраховується за формулою:

$$PR = 1 - RR = \frac{DIV}{EPS} \quad (2.2)$$

де: EPS – дохід на акцію;

DIV – дивіденд на акцію;

RR – коефіцієнт реінвестування.

За інших незмінних умов, чим вище темпи росту реалізації продукції або активів, тим більше буде потреба в зовнішньому фінансуванні.

У моделях може використовуватися припущення, що активи є фіксованим відсотком продажів. Проте це допущення є у багатьох випадках хибним. Якщо устаткування підприємства завантажене на 100% потужності, тоді нарощування обсягів реалізації вимагає збільшення позаоборотних активів. Але на практиці часто існує надлишок виробничих потужностей, і виробництво може бути збільшене, наприклад, за рахунок донавантаження наявного устаткування.

Існує прямий зв'язок між ростом підприємства і зовнішнім фінансуванням. Цей взаємозв'язок виражається за допомогою спеціальних показників:

- коефіцієнта внутрішнього росту;

– коефіцієнта стійкого росту.

Коефіцієнт внутрішнього росту – це максимальний темп росту, який підприємство може досягти без зовнішнього фінансування. Іншими словами, підприємство може забезпечити подібний ріст, використовуючи тільки ендогенні джерела фінансування.

Формула для визначення коефіцієнта внутрішнього росту має наступний вигляд:

$$g_{\text{внутр}} = \frac{ROA \times RR}{1 - ROA \times RR} \quad (2.3)$$

де ROA – чиста рентабельність активів (чистий прибуток / активи)

RR – коефіцієнт реінвестування (капіталізації) прибутку.

Коефіцієнт стійкого росту засвідчує максимальний темп росту, який підприємство може підтримувати без збільшення фінансового важеля. Його значення може бути розраховане за формулою:

$$g_{\text{стійк.}} = \frac{ROE \times RR}{1 - ROE \times RR} \quad (2.4)$$

де ROE – чиста рентабельність власного капіталу.

Чи

$$g_{\text{стійк.}} = \frac{ROS \times (1 - PR) \times (1 + D / E)}{\frac{A}{S} - ROS \times (1 - PR) \times (1 + D / E)} \quad (2.5)$$

де ROS – чиста рентабельність продажів (чистий прибуток / виручка);

PR – коефіцієнт виплати дивідендів;

D/E – фінансовий важіль (позиковий капітал/власний капітал);

A/S – капіталоємність (актив/виручка).

Відповідно до формули корпорації Дюпон рентабельність власного капіталу ROE може бути розкладена на різні компоненти:

$$ROE = ROS \times TAT \times EM \quad (2.6)$$

Ця формула встановлює взаємозв'язок між рентабельністю власного капіталу та основними фінансовими показниками підприємства: чистою рентабельністю продажів (ROS), оборотністю активів (TAT) та мультиплікатором власного капіталу (*equity multiplier*, EM).

Тоді з моделі Хіггінса (формули 2.4 або 2.5) виходить, що усе, що збільшує ROE , чинитиме аналогічний вплив на значення коефіцієнта стійкого росту. Неважко помітити, що збільшення коефіцієнта реінвестування даватиме такий же ефект.

Звідси, можна зробити висновок, що здатність підприємства до стійкого росту залежить безпосередньо від чотирьох чинників:

1. Чиста рентабельність продажів (демонструє виробничу ефективність).
2. Дивідендна політика (вимірюється коефіцієнтом реінвестування).
3. Фінансова політика (вимірюється фінансовим важелем).
4. Оборотність активів (ілюструє ефективність використання активів).

При цьому якщо підприємство не бажає випускати нові акції і його чиста рентабельність продажів, політика виплати дивідендів, фінансова політика і оборотність активів незмінні, то існує тільки один можливий коефіцієнт росту.

Коефіцієнт стійкого росту використовується для:

- розрахунку можливостей досягнення узгодженості різних завдань підприємства
- визначення можливості досягнення запланованого темпу росту.

Якщо обсяги реалізації продукції нарощуються більшими темпами, ніж передбачає коефіцієнт стійкого росту, то підприємство має збільшити

наступні показники: чисту рентабельність продажів, оборотність активів, фінансовий важіль, коефіцієнт реінвестування; або випустити нові акції.

Одним з найважливіших завдань довгострокового фінансового планування є прогнозування стабільності діяльності підприємства з позиції довгострокової перспективи. Таке завдання пов'язане, передусім, з прогнозною оцінкою загальної фінансової стійкості підприємства, яка характеризується співвідношенням власних і позикових засобів. Так, якщо прогнозна структура «власний капітал – позиковий капітал» має значний перекис у бік боргу, підприємство може збанкрутіти, оскільки декілька кредиторів одночасно можуть зажадати свої гроші назад в «незручний» час.

Прогнозна оцінка фінансової стійкості підприємства включає шereg показників: коефіцієнт автономії (E/A), фінансовий важіль (D/E), коефіцієнт фінансової залежності (D/A), коефіцієнт покриття відсотків прибутком (TIE), «Покриття постійних фінансових витрат» (FCC)

Такі коефіцієнти, розраховані за пасивами прогнозного балансу, є основними при оцінці фінансової стійкості підприємства. Також для оцінки прогнозної ліквідності підприємства проводяться додаткові розрахунки: статті прогнозного активу балансу групуються по мірі убунання ліквідності, а пасиву балансу – по мірі терміновості оплати. При визначенні прогнозної ліквідності балансу групи активу і пасиву зіставляються між собою. Баланс вважається абсолютно ліквідним, якщо виконуються наступні співвідношення груп активів і зобов'язань:

$$A1 \geq П1; A2 \geq П2; A3 \geq П3; A4 \leq П4 \quad (2.7)$$

Систематичний нестійкий фінансовий стан підприємств веде до їх банкрутства.

У світовій практиці опрацьовано декілька підходів до прогнозування банкрутства:

1. Формалізовані критерії – це система фінансових коефіцієнтів, рівень і динаміка яких в комплексі може дати підстави для висновків про вірогідне

настання банкрутства. У нашій країні до кількісних критеріїв визначення незадовільної структури балансу неплатоспроможного підприємства зазвичай відносять: коефіцієнт поточної ліквідності, коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами, коефіцієнт відновлення (втрати) платоспроможності.

2. Неформалізовані критерії – це характеристики фінансового стану, що погіршується, вони часто не мають кількісного виміру. Такі критерії містяться, наприклад, в:

– рекомендаціях Комітету з узагальнення практики аудиту Великобританії, критичних показників, що включають перелік, для оцінки можливого банкрутства організацій. На їх основі розроблена дворівнева система показників А-моделі, що запропонована Д. Аргенті. Модель використовується для прогнозування високого рівня фінансового ризику і ризику банкрутства; заснована на врахуванні суб'єктивних суджень учасників процесу кредитування.

3. Розрахунок комплексного показника.

– Z - рахунок Альтмана

Відомі двохфакторна, п'ятифакторна і семифакторна моделі прогнозування банкрутства підприємств, розроблені американськими фахівцями на чолі з Е. Альтманом.

Двохфакторна модель:

$$Z = -0,3877 - 1,0736 \frac{\text{Оборотний капітал}}{\text{Краткострокові зобов'язання}} + 0,0579 \frac{\text{Позиковий капітал}}{\text{Активи}} \quad (2.8)$$

За інших рівних умов вірогідність банкрутства тим менше, чим більший коефіцієнт поточної ліквідності і нижчий коефіцієнт фінансової залежності. Для підприємств, у яких $Z = 0$, вірогідність банкрутства = 50%. Якщо $Z < 0$, то вірогідність банкрутства менше 50% і далі знижується у міру зменшення Z . Якщо $Z > 0$, то вірогідність банкрутства більше 50% і зростає з ростом Z .

П'ятифакторна модель:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,99X_5 \quad (2.9)$$

де X_1 – (оборотний капітал/активи);

X_2 – (нерозподілений прибуток/активи);

X_3 – (прибуток до виплати відсотків і податків / активи);

X_4 – (власний капітал за ринковою вартістю/позиковий капітал);

X_5 – обсяг реалізації / активи.

Отримане значення порівнюють з даними таблиці:

Отримане значення	Вірогідність банкрутства
Менше 1,8	Дуже висока
Від 1,81 до 2,7	Висока
Від 2,8 до 2,9	Низька
Більше 3	Дуже низька

Семи факторна модель Е. Альтмана включає наступні показники: рентабельність активів, динаміка прибутку, коефіцієнт покриття відсотків прибутком, кумулятивна прибутковість, коефіцієнт покриття (поточної ліквідності), коефіцієнт автономії, сукупні активи. Проте застосування цієї моделі ускладнене через складності отримання інформації зовнішніми користувачами. В цілому, критичне значення Z слід сприймати як сигнал небезпеки, аналізувати причини незадовільного положення і усувати їх.

Коефіцієнт Бівера – це відношення величини грошового потоку підприємства до загальної величини заборгованості. Його значення продемонстровано в таблиці:

Показник	Розрахунок	Значення показника		
		Для успішних підприємств	За 5 років до банкрутства	За 1 рік до банкрутства
Коефіцієнт Бівера	Чистий прибуток + амортизація / позиковий капітал	0,4–0,45	0,17	– 0,15

Коефіцієнт Чессера дозволяє оцінити не лише вірогідність ризику банкрутства, але і вірогідність невиконання зобов'язань щодо погашення заборгованості за кредитами. Чим ближче значення цього показника наближається до нуля, тим стійкіший фінансовий стан у аналізованого підприємства. Розрахунок коефіцієнта Чессера здійснюється за формулою:

$$P = \frac{1}{1 + e^{-y}} \quad (2.10),$$

де: e – основа натурального логарифма (2,718281828);

$$y = -2,0434 - 5,24X_1 + 0,0053 X_2 - 6,6507 X_3 + 4,4009 X_4 - 0,0791 X_5 - 0,102 X_6$$

X_1 – (грошові кошти і швидколіквідні цінні папери) / активи;

X_2 – виручка / (грошові кошти і швидколіквідні цінні папери);

X_3 – прибутки / активи;

X_4 – позиковий капітал / активи;

X_5 – власний капітал / чисті активи;

X_6 – оборотні кошти / виручка.

Фінансовий стан підприємства вважається задовільним, якщо значення коефіцієнта складає менше 0,5.

Коефіцієнт Фулмера розраховується за формулою:

$$H = 5,528 \times V_1 + 0,212 \times V_2 + 0,073 \times V_3 + 1,270 \times V_4 - 0,120 \times V_5 + 2,335 \times V_6 + 0,575 \times V_7 + 1,083 \times V_8 + 0,894 \times V_9 - 6,075 \quad (2.11)$$

де V_1 – нерозподілений прибуток / активи;

V_2 – виручка / активи;

V_3 – прибуток до виплати податків / активи;

V_4 – грошовий потік / позиковий капітал;

V_5 – позиковий капітал / активи;

V_6 – короткострокові зобов'язання / активи;

V_7 – матеріальні активи / активи;

V_8 – оборотний капітал / позиковий капітал;

V_9 – прибуток до виплати відсотків і податків / виплачені відсотки.

Банкрутство вважається неминучим при $H < 0$.

Є також низка інших наукових розробок – моделі Р. С. Сайфуліна і Г. Г. Кадикова, С. Кромонава та ін. Моделі прогнозування фінансової стійкості і банкрутства можуть застосовуватися як для внутрішнього користування підприємства, так і аналізу їх бізнес-ризиків діловими партнерами – банками, інвестиційними підприємствами, постачальниками тощо. Водночас, являючись корисним інструментом, діагностика банкрутства на базі факторних моделей має шерог недоліків :

- подібні моделі не дозволяють оцінити причини попадання підприємства в «зону неплатоспроможності»;
- нормативний зміст коефіцієнтів, що використовуються для рейтингової оцінки, не враховує галузевих особливостей підприємств;
- для різних країн, галузей і тому подібне коефіцієнти при показниках моделей (константи) відрізнятимуться.

В зв'язку з цим застосування подібних моделей вимагає обережності.

РОЗДІЛ 3

ФОРМУВАННЯ СИСТЕМИ ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВА

Одним із найважливіших проблем фінансової політики є формування системи фінансування підприємства, яка включає джерела фінансування та організаційні форми фінансування. Класифікація джерел фінансування різноманітна і може здійснюватися за наступними ознаками:

- За відносинами власності виділяють власні і позикові джерела фінансування.
- За різновидами власності виділяють: державні ресурси, засоби юридичних і фізичних осіб і кошти із міжнародних джерел.
- За часовими характеристиками джерела фінансування можна розділити на короткострокові і довгострокові.

Організаційними формами фінансування вважають:

- Самофінансування (нерозподілений прибуток, амортизаційні відрахування, резервний капітал, додатковий капітал тощо).
- Акціонерне або пайове фінансування (участь в статутному капіталі, купівля акцій і так далі).
- Позикове фінансування (банківські кредити, розміщення облігацій, лізинг тощо).
- Бюджетне фінансування (кредити на поворотній основі з державного та місцевих бюджетів, асигнування з бюджетів усіх рівнів на безоплатній основі, цільові державні інвестиційні програми, державне запозичення і так далі).
- Особливі форми фінансування (проектне фінансування, венчурне фінансування, фінансування шляхом залучення іноземного капіталу тощо).

Первинним джерелом фінансування будь-якого підприємства вважається його статутний капітал, який утворюється з вкладів засновників. Конкретні схеми утворення статутного капіталу залежать від організаційно-правової форми підприємства.

Засновники акціонерного або іншого товариства зобов'язані повністю внести статутний капітал впродовж першого року діяльності.

Рішення про зменшення статутного капіталу реалізується одним з двох способів :

Зменшенням номінальної вартості акцій;

Придбанням і погашенням частини акцій (якщо це передбачено статутом підприємства).

Рішення про збільшення статутного капіталу приймають загальні збори акціонерів. Це відбувається або шляхом збільшення номінальної вартості акцій, або розміщенням додатково оголошеної емісії акцій. Проте для розвитку бізнесу недостатньо володіння первинним капіталом, внесеним засновниками (акціонерами). Підприємству в процесі своєї діяльності необхідно акумулювати інші доступні джерела фінансування, класифікація яких представлена на рис. 3.1.

Нерозподілений прибуток є реінвестованим джерелом власних засобів для заміни устаткування і нових вкладень. Прибуток підприємства залежить від співвідношення прибутків, отриманих за підсумками діяльності, з витратами, що забезпечили ці прибутки. Виділяють валовий прибуток, прибуток від реалізації, операційний прибуток, прибуток до оподаткування (за даними бухгалтерського обліку), прибуток (за даними податкового обліку) оподаткування, нерозподілений (чистий) прибуток звітного періоду, реінвестований (нерозподілений, що капіталізується) прибуток. Прибуток, що залишається у розпорядженні підприємства, – це багатоцільове джерело фінансування його потреб. Проте основними напрямками розподілу прибутку є накопичення і споживання, пропорції між якими визначають перспективи розвитку підприємства.

Формування фондів накопичення і споживання, а також інших грошових резервів може передбачатися засновницькими документами і прийнятою обліковою політикою підприємства, тоді їх створення обов'язкове, або рішення на напрям прибутку до цих фондів приймається зборами акціонерів за представленням ради директорів (учасників).

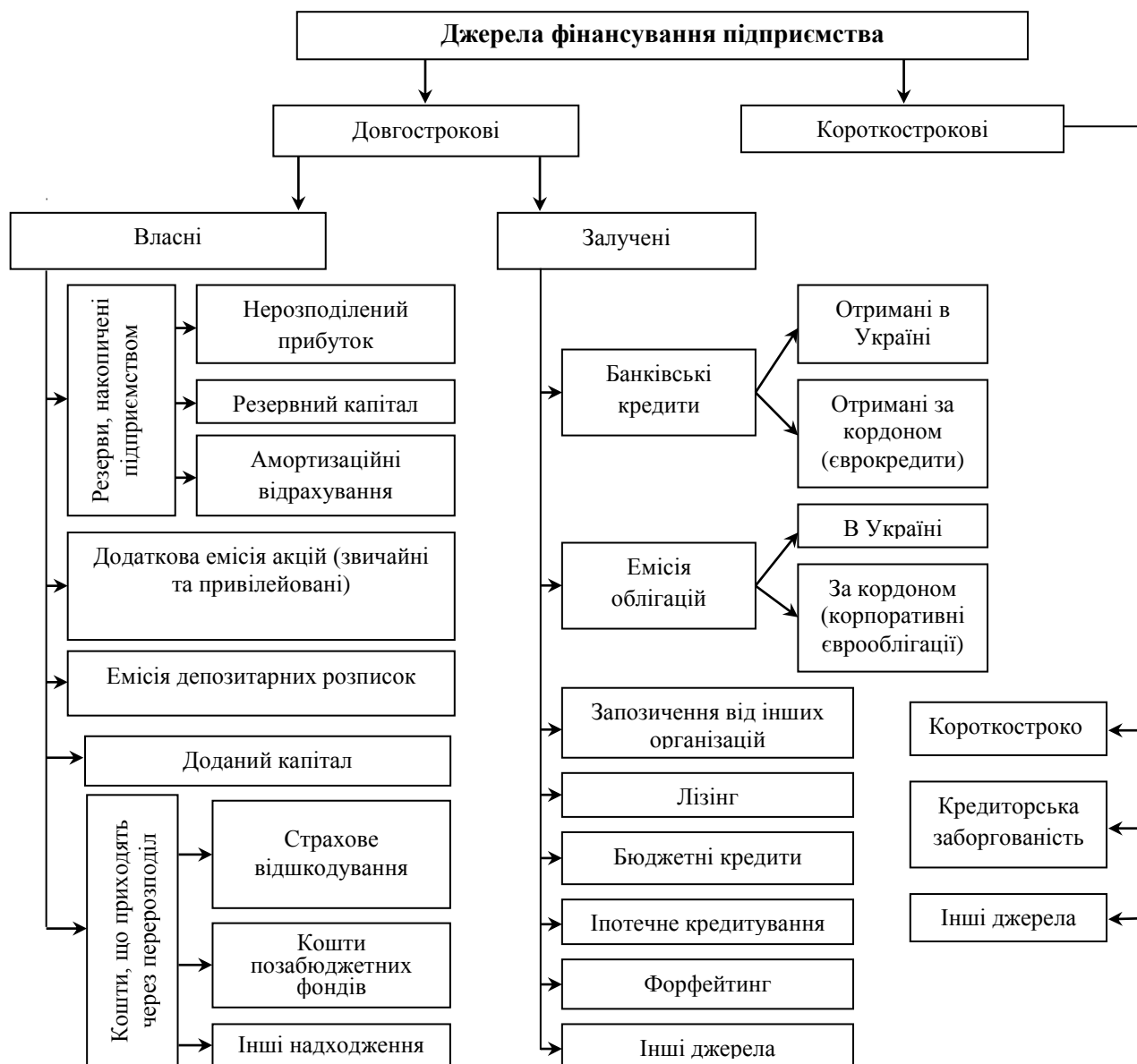


Рис. 3.1. Джерела фінансування підприємства

Наявність нерозподіленого прибутку залежить від прибутковості підприємства і коефіцієнта дивідендних виплат. Коефіцієнт виплати дивідендів характеризує прийняту підприємством дивідендну політику.

Прибуток виступає також основним джерелом формування резервного капіталу (фонду).

Резервний капітал – частина власного капіталу, що виділяється з прибутку для покриття можливих збитків. Джерелом формування резервного капіталу є чистий прибуток, тобто прибуток, що залишився у розпорядженні підприємства.

В обов'язковому порядку резервний фонд створюють тільки акціонерні товариства. Кошти резервного фонду акціонерного товариства використовуються:

- для покриття збитків;
- погашення облігацій;
- викупу акцій акціонерного товариства у разі відсутності інших грошових коштів.
- Резервний капітал не може бути використаний для інших цілей.

У добровільному порядку резервні фонди можуть створювати усі підприємства. Розмір і порядок формування фондів встановлюються в засновницьких документах.

Амортизація – спосіб відшкодування капіталу, витраченого на створення і придбання активів, що амортизуються, шляхом поступового перенесення вартості основних засобів і нематеріальних активів на виготовлену продукцію.

Амортизаційні відрахування основних засобів включаються до складу собівартості продукції по встановлених нормах до балансової вартості основних засобів. Основні засоби групуються залежно від терміну їх корисного використання, а норми амортизаційних відрахувань застосовуються до вартості кожної групи.

Для цілей бухгалтерського обліку існує чотири способи нарахування амортизації основних засобів. Обраний спосіб нарахування амортизації фіксується в обліковій політиці підприємства і застосовується впродовж усього терміну експлуатації об'єкту основних засобів.

Для цілей податкового обліку нарахування амортизації на об'єкти основних засобів здійснюється із застосуванням лінійного або нелінійного (прискореного) методів залежно від терміну корисного використання об'єкту та приналежності до певної амортизаційної групи.

За допомогою амортизації також погашається вартість нематеріальних активів.

Додаткова емісія акцій веде до зменшення власності вже існуючих акціонерів, і тому може здійснюватися тільки з їх згоди на загальних зборах.

Розміщення цінних паперів (акцій, облігацій) на первинному ринку цінних паперів здійснюється в двох формах:

- через посередника,
- шляхом прямого звернення до інвесторів, тобто безпосередній продаж цінних паперів підприємства інвестиційним фондам, підприємствам і приватним особам.

У світовій практиці і в Україні найбільш поширеним є андеррайтинг – спосіб розміщення цінних паперів на ринку капіталу через посередника. Суть його в тому, що увесь обсяг випущених цінних паперів продається посередникові, яким виступає інвестиційний банк (андеррайтер) за обумовленою між банком і підприємством ціною. Банк повністю або частково переймає на себе ризики і реалізує акції (облігації) на ринку цінних паперів за вищою ціною. За операцію андеррайтингу банк отримує компенсацію у вигляді різниці між ціною придбання банком цінних паперів у підприємства і ціною їх реалізації на фондовому ринку.

Окрім оплати банку за операцію андеррайтингу, емісія нових акцій зумовлює й інші адміністративні витрати: плата реєстраційного збору за емісійний проспект, витрати на друк, сплата податку на операції з цінними паперами тощо.

Утім, більшість західних компаній украї неохоче прибігають до випуску додаткових акцій як постійної складової частини фінансової політики.

Недоліки акціонерного фінансування:

- додаткова емісія акцій – дуже дорогий і довготривалий за часом процес;
- емісія може супроводжуватися спадом ринкової ціни акцій підприємства – емітента;
- відсутній податковий щит.

Величина ринкової вартості акцій визначає капіталізацію підприємства. Капіталізація – ринкова вартість підприємства, акції якого обертаються на біржі, тобто ринкова ціна акцій, помножена на число акцій (найчастіше привілейовані акції не враховуються при розрахунку цього показника).

Депозитарна розписка – це похідний (вторинний) цінний папір (дериватив), що вільно обертається на фондовому ринку, на акції іноземної компанії, що депонують у великому депозитарному банку, який випустив розписки у формі сертифікатів або у бездокументарній формі. Так, зокрема, *ADR* – ринкові цінні папери, що обертаються на біржовому і позабіржовому ринках США, що представляють певну кількість акцій (тобто окремі цінні папери вони представляють дуже рідко), що лежать в їх основі. Глобальні депозитарні розписки (*GDR*) можуть продаватися за межами США в інших країнах. Існує низка обмежень на випуск американських депозитарних розписок.

Цілі розміщення українськими компаніями депозитарних розписок:

- 1) залучення додаткових грошових коштів і підвищення капіталізації на міжнародному ринку;
- 2) забезпечення цінних паперів, що продаються, лістингом на провідних біржах всього світу;
- 3) непряме залучення, увага всього світу до продукції або послуг, пропонувані підприємством-емітентом;
- 4) ріст ціни своїх цінних паперів на українському фондовому ринку, підвищення їх ліквідності.

Для того, щоб продати власні депозитарні розписки, вітчизняна компанія повинна:

- знайти зарубіжний банк-партнер, здатний знайти покупців і допомогти документально оформити продаж розписок;
- мати привабливу фінансову звітність;
- бути абсолютно прозорим підприємством;
- відображати фінансові дані (відповідно до міжнародних стандартів) про власників компанії, його фінансовий стан за останні

декілька років, структуру активів і боргових зобов'язань. Причому під будь-які боргові зобов'язання і ризики підприємства повинні формуватися окремі резерви.

Додатковий капітал є специфічним власним джерелом фінансування підприємства. На відміну від статутного капіталу, він не ділиться на частки (акції) і демонструє загальну власність усіх учасників (акціонерів).

Формування і збільшення додаткового капіталу доцільно здійснювати в наступних випадках:

1. При отриманні емісійного доходу.
2. При переоцінці об'єктів основних засобів.
3. При виникненні курсових різниць в результаті формування статутного капіталу, вираженого в іноземній валюті.
4. При отриманні цільових інвестиційних коштів з бюджету на фінансування капітальних вкладень (для некомерційних організацій).

З рис. 3.1. видно, що до джерел фінансових ресурсів, прирівнюваних до власних, відносяться грошові кошти, що поступають в порядку перерозподілу: страхові відшкодування, кошти позабюджетних фондів (на оплату лікарняних листів, путівок в санаторії тощо) та інші надходження.

Кредит може бути наданий в грошовій або товарній формі на умовах терміновості, платності, зворотності і матеріальної забезпеченості.

Основна сума боргу по отриманій позиції або кредиту враховується підприємством-позичальником відповідно до умов договору позики (чи кредитного договору) в сумі грошових коштів, що фактично поступили, або у вартісній оцінці інших речей.

Розглядаючи варіант залучення засобів за допомогою довгострокового кредиту, підприємство вибирає банк, що пропонує меншу процентну ставку за інших рівних умов. Умови кредитного договору є оптимальними для двох сторін, якщо в основу угоди закладений ринковий рівень процентної ставки, який дозволяє зрівняти ринкову вартість капіталу, отриманих в обмін на заборгованість, і нинішню вартість платежів по ній.

Відсоток по кредиту визначається шляхом нарахування надбавки до базової ставки. Базова ставка встановлюється кожним банком індивідуально, виходячи з облікової ставки Національного банку України. Надбавка залежить від терміну позики, якості забезпечення і міри кредитного ризику, пов'язаного з її наданням.

Як забезпечення кредиту приймаються:

- застава майна;
- поручительство;
- гарантії;
- переуступка (цесія) на користь банку вимог і рахунків позичальника третій особі та ін.

Незважаючи на шерех недоліків для підприємства (з одного боку – погіршення структури пасивів підприємства, необхідність тимчасових і фінансових витрат на підготовку кваліфікованого бізнес-плану, на опрацювання кредитної заявки в банку), банківське довгострокове кредитування як і раніше вважається одним з найбільш ефективних шляхів фінансування. Для підприємства наявність у складі джерел її майна довгострокових позикових засобів є позитивним моментом, оскільки це дозволяє мати у розпорядженні залучені кошти тривалий час. Довгострокові кредити українськими підприємствами можуть бути отримані як в українських банках, так і в зарубіжних.

Вітчизняні підприємства гостро потребують саме довгострокових вливань, спрямованих на відновлення і модернізацію основних засобів, що припускає розширення довгострокового кредитування реального сектора економіки і введення «сприятливіших» ставок за подібними кредитами. Проте за даними статистики, найбільший питомий обсяг в кредитних портфелях українських банках складають кредити підприємствам з терміном погашення від 6 місяців до 1 року. Така ситуація обумовлена небажанням банків брати на себе не прогнозовані кредитні ризики системного характеру, які пов'язані з непередбачуваністю макроекономічної ситуації в Україні.

Все цікавішими та привабливішими для вітчизняних підприємств стають зарубіжні банківські кредити (єврокредити). Вартість єврокредитів включає комісійні банку за управління, членам банківського синдикату, що управляє, банківську маржу і процентні ставки за кредитами. Процентні ставки переглядаються кожні 6 місяців у відповідності з діючими або базовими ставками. Зазвичай за основу береться ставка *LIBOR*. Можуть використовуватися і інші облікові ставки: ставка *prime rate* США – найнижча ставка, що встановлюється для найбільш надійних позичальників, *PIBOR* (*Paris Interbank offered rate*) та ін.

В Україні практично відсутні фінансові інститути, здатні видавати кредити в сотні мільйонів доларів на терміни більше за один-два роки. Тому для проектного і торгового фінансування великі вітчизняні підприємства стараються залучати кошти в зарубіжних банках.

Великі українські підприємства часто роблять вибір на користь кредитування за кордоном, навіть незважаючи на складність документального оформлення кредиту західного банку або зовнішньої позики. Існують як переваги так і недоліки отримання зарубіжних банківських кредитів.

Корпоративна облігація – це цінний папір, що засвідчує відносини між її власником (кредитором) і особою, що її випустила (позичальником), останніми виступають акціонерні товариства і підприємства інших організаційно-правових форм власності.

Корпоративні облігації класифікують:

1. За термінами погашення.

Облігації з фіксованою датою терміну погашення: короткострокові, середньострокові і довгострокові. Облігації без фіксованого терміну погашення: відзивні облігації, облігації з правом погашення, що відтерміновується.

2. За порядком володіння: іменні і на пред'явника.

3. За цілями облігаційної позики: звичайні і цільові.

4. За формою виплати купонного доходу: купонні, дисконтні (безкупонні), облігації з оплатою по вибору.

5. Залежно від забезпечення: забезпечені заставою, незабезпечені.

6. За характером звернення: конвертовані. неконвертовані.

Балансова вартість облігаційної позики, як правило, не співпадає з його ринковою вартістю. Оцінка ринкової вартості облігацій будується на основі шерегу даних, що вказуються на ній самій: офіційна дата випуску, номінальна вартість, термін погашення, оголошена ставка відсотка, дата виплати відсотків. Підприємства, що випускають позики, прагнуть максимально наблизити оголошену ставку відсотка по облігації до ринкової ставки, діючої на момент розміщення позики. Зміни ринкової ставки відсотка і ринкової вартості позики підприємства-емітента знаходяться в зворотній залежності. Якщо ринкова ставка відсотка перевищує оголошену величину, то розміщені облігації продаються із скидкою (дисконтом), а в протилежній ситуації – до їх вартості додається премія. Випускати облігації дозволено акціонерним товариствам і товариствам з обмеженою відповідальністю. За законодавством існує низка обмежень на випуск облігацій. Залежно від обсягу випуску і підготовленості підприємства до здійснення емісії можливе застосування різних методик розміщення облігацій.

Розрізняють наступні види єврооблігацій :

- єврооблігації з фіксованою ставкою:
 - а) звичайні облігації з фіксованою ставкою (*straight bonds*);
 - б) облігації, конвертовані в акції (*equity-linked*);
 - в) облігації з варрантом або сертифікатом на підписку;
 - г) багатовалютні облігації;
- єврооблігації з плаваючою ставкою:
 - а) облігації «міні-макс»;
 - б) облігації *FLIP – FLOP*;
 - в) облігації з регульованими ставками (*mismatch*);
 - г) облігації з фіксованою верхньою межею (*capped issues*),

- д) облігації з валютним опціоном;
- інші види облігацій, існуючі на міжнародних ринках.

Позика єврооблігації здійснюється в доларах або євро. Ставка європозики (може бути фіксованою або плаваючою) розраховується по формулі: ставка *LIBOR* (чи процентна ставка Центрального банку будь-якої країни ЄС або Федеральної Резервної Системи США) плюс декілька процентних пунктів.

Лізинг – це вважається розширена фінансова угода щодо оренди майна. Власник устаткування (орендодавець) надає користувачеві (орендареві) можливість експлуатувати устаткування в обмін на регулярні орендні платежі. Лізингові стосунки вважаються, по суті, кредитними угодами, оскільки орендар отримує в тимчасове користування вартість, втілену в машинах і устаткуванні, на умовах зворотності і платності.

Суб'єктами лізингу є лізингодавець, лізингоотримувач і продавець (постачальник). Будь-який з учасників лізингової угоди може бути як резидентом України, так і нерезидентом. Взаємини сторін лізингової угоди наступні: майбутній лізингоотримувач підбирає постачальника і через відсутність достатніх засобів для придбання майна звертається до майбутнього лізингодавця з проханням про його участь в угоді. Лізингодавець за рахунок власних або позикових засобів здійснює закупівлю цього майна і, зберігаючи право власності на предмет лізингової угоди, передає його лізингоотримувачу. Лізингоотримувач отримує в користування придбане майно і впродовж терміну лізингу виплачує лізингові платежі в порядку, терміни, формі і на умовах лізингового договору.

В якості основних форм лізингу в Україні виступають оперативний лізинг і фінансовий. Вибір найбільш ефективного способу придбання майна – за допомогою кредиту або через лізингові схеми – вирішується тільки за допомогою фінансової діагностики. Фінансова оцінка операцій за лізингом включає розрахунок платежів і порівняння отриманих результатів з можливостями купівлі устаткування за рахунок власних інвестиційних ресурсів або банківського кредиту. Порівняння податкових наслідків при

альтернативних варіантах фінансування одного і того ж проекту також дуже важливе при визначенні способу придбання майна.

В якості довгострокового позикового джерела фінансування підприємства можуть бути привернуті державні кредити. Конкурентоздатні підприємства, що здійснюють оновлення основних фондів, можуть отримати надані державою кредити або урядові гарантії для залучення фінансових ресурсів інших кредитних організацій, а також шляхом надання інвестиційних податкових пільг.

Заохочення інвестиційної діяльності з боку держави доцільне лише для обмеженого кола об'єктів і сфер діяльності, що цілком відповідає світовій практиці.

Під іпотекою розуміється застава земельних ділянок підприємства, будівель, споруд, нежитлових приміщень, квартир і іншого нерухомого майна. Існує безліч схем іпотечного кредитування, які відрізняються в основному за умовами отримання кредитів, схемами процентних платежів і амортизації основної суми боргу. Найбільш поширеними є: кредит з купажним платежем, кредит зі змінною ставкою відсотка.

Договір про іпотеку вважається укладеним і набуває чинності з моменту його державної реєстрації.

У світовій практиці існує чотири моделі організації іпотечного кредитування:

1. Модель ощадного банку.
2. Контрактно-ощадна (німецька) модель.
3. Модель іпотечного банку (однорівнева модель).
4. Дворівнева модель (американська).

В Україні інститут іпотеки ще тільки починає формуватися, тому у нас відсутня та складна і розгалужена інфраструктура іпотечного ринку, яка є в розвинених країнах, а також бракує чіткої системи правового забезпечення і процедур оформлення. Практично не розвинений вторинний ринок застав. По суті, за винятком так званих квазііпотечних схем, пропозицію на українському ринку іпотек формують лише банки.

Нині на українському ринку діє декілька схем.

- 1) За рахунок іноземних інвесторів.
- 2) За рахунок бюджетних коштів.
- 3) За рахунок сек'юритизації.

Форфейтинг (англ. *forfeiting*, фр. *à forfait* – цілком) – це купівля зобов'язань, погашення яких відбувається на певний період в майбутньому без права регресу (повернення) на будь-якого попереднього боржника.

Форфейтинг є фінансовою операцією по рефінансуванню дебіторської заборгованості по експортному товарному кредиту шляхом передачі (індосамента) перевідного векселя на користь банку (форфейтинговій компанії) із сплатою останньому комісійної винагороди. Банк-форфейтор бере на себе зобов'язання по фінансуванню експортної операції шляхом виплати по врахованому векселю (простому або перевідному), який гарантується наданням авалю банку країни імпортера. В результаті форфейтування заборгованість покупця по комерційному кредиту трансформується в заборгованість фінансову (на користь банку). Купівля векселів, оформляється стандартним договором, де містяться точний опис угоди, терміни, витрати, гарантії тощо.

Форфейтинг сполучає елементи обліку векселів (з їх індосаментом тільки на користь банку) і факторингу (до якого підприємства-експортери долучаються у разі високого кредитного ризику).

Облікові ставки по форфейтингових операціях вищі, аніж по інших видах кредитування.

Традиційно, капітал вважається одним з чинників виробництва разом з природними і трудовими ресурсами. Капітал – загальна вартість засобів підприємства в грошовій, матеріальній і нематеріальних формах, інвестованих у формування його активів.

У сучасній науковій економічній літературі капітал класифікують за різними ознаками:

- за приналежністю підприємству – власний, позиковий капітал;
- за цілями використання – продуктивний капітал, позиковий

капітал, спекулятивний капітал;

– за об'єктами інвестування – основний та оборотний капітал;

– за формою знаходження в процесі кругообігу – капітал в грошовій формі, капітал у виробничій формі, капітал в нематеріальній формі;

– за формами власності – приватний капітал, державний капітал;

За організаційно-правовими формами функціонування – акціонерний капітал; пайовий капітал; індивідуальний капітал.

Капітал в процесі використання здійснює кругообіг. Кожен оборот складається з шерегу стадій :

1. На першій стадії капітал в грошовій формі інвестується в операційні активи, перетворюючись в продуктивну форму.

2. На другій стадії продуктивний капітал перетвориться в товарну форму.

3. На третій стадії товарний капітал при мірі реалізації продукції перетворюється на грошову форму.

Середня тривалість обігу капіталу підприємства характеризується періодом його обороту в днях, а також числом оборотів.

Будь-яке підприємство потребує джерел формування фінансових ресурсів, щоб фінансувати свою діяльність. Залучення того або іншого джерела фінансування пов'язане для підприємства з певними витратами: акціонерам треба виплачувати дивіденди, банкам відсотки за надані ними позики і так далі. Загальна сума коштів, яку треба сплатити за використання певного обсягу фінансових ресурсів, виражена у відсотках до цього обсягу, називають ціною капіталу. Ціна капіталу не зводиться тільки до визначення відсотків, які треба сплатити власникам фінансових ресурсів, але також характеризує ту норму рентабельності інвестованого капіталу, яку повинно забезпечувати підприємство, щоб не зменшити свою ринкову вартість.

Слід розрізняти два поняття – «ціна капіталу цього підприємства» і «ціна підприємства в цілому як суб'єкта на ринку капіталів». Перше поняття кількісно виражається у відносних річних витратах, що склалися на

підприємстві, по обслуговуванню своєї заборгованості перед власниками і інвесторами. Друге – може характеризуватися різними показниками, зокрема величиною власного капіталу. Обидва ці поняття кількісно взаємозв'язані. Так, якщо підприємство бере участь в інвестиційному проекті, прибутковість якого менша, ніж ціна капіталу, ціна підприємства після закінчення цього проекту зменшиться. Таким чином, ціна капіталу є ключовим елементом при реалізації фінансової політики підприємства і показником її ефективності.

Ціна капіталу підприємства складається під впливом багатьох чинників, головними з яких є :

- загальний стан фінансового середовища, у тому числі фінансових ринків;
- кон'юнктура товарного ринку;
- середня ставка позикового відсотка, що склалася на фінансовому ринку;
- доступність різних джерел фінансування для конкретних підприємств;
- рентабельність операційної діяльності підприємства;
- рівень операційного важеля;
- рівень концентрації власного капіталу;
- співвідношення обсягів операційної і інвестиційної діяльності;
- рівень ризику здійснюваних операцій;
- галузеві особливості діяльності підприємства, у тому числі тривалість виробничого і операційного циклів тощо.

Визначення вартості капіталу підприємства проводиться у декілька етапів.

На першому етапі здійснюється ідентифікація основних компонентів, що є джерелами формування капіталу підприємства. На другому етапі – розраховується ціна кожного джерела окремо. На третьому етапі – визначається середньозважена ціна капіталу з урахуванням частки кожного компонента в загальній сумі інвестованого капіталу. На четвертому етапі – розробляються заходи щодо оптимізації структури капіталу і формування його цільової та функціональної структури.

I етап. Структура пасиву балансу, що характеризує джерела засобів, демонструє, що основними їх видами є:

1. Власний капітал:

- акції – звичайні, привілейовані;
- додатковий капітал (у випадку якщо фактична реалізація акцій вища за номінал);
- прибуток – можна не розглядати.

2. Позиковий капітал:

- позики банків (довгострокові і короткострокові);
- позики з використанням цінних паперів
- облігації, векселі;
- тимчасово залучені кошти – кредиторська заборгованість.

II етап. Основна складність полягає в обчисленні вартості одиниці капіталу, отриманого з конкретного джерела формування. Для деяких джерел її можна визначити досить легко (наприклад, ціна банківського кредиту), за іншими джерелами це зробити досить важко, причому, в деяких випадках, точне обчислення практично неможливе. Проте, навіть приблизне знання ціни капіталу підприємства потрібне як для аналізу ефективності використання власного і позикового капіталу, так і для здійснення його власної інвестиційної політики. Для визначення ціни капіталу визначимося з механізмом розрахунку ціни основних джерел капіталу і їх елементів.

Короткострокова кредиторська заборгованість за товари, роботи і послуги, по заробітній платі і сплаті податків в розрахунку не бере участь, оскільки підприємство не платить за неї відсотки і вона є наслідком поточних операцій впродовж року, тоді як розрахунок ціни капіталу здійснюється на рік для ухвалення довгострокових фінансових рішень.

Основними елементами позикового капіталу є кредити банку, випущені підприємством облігації і кредиторська заборгованість. Ціна першого елемента повинна розглядатися з урахуванням податку на прибуток. Річ у тому, що відсотки за користування кредитами банку включаються в собівартість продукції. Тому ціна одиниці такого джерела коштів ($C_{БК}$)

менша, ніж сплачуваний банку відсоток (i):

$$Ц_{БК} = i \times (1 - ПП) \quad (3.1)$$

де $ПП$ – ставка податку на прибуток.

В українській практиці в собівартість продукції включаються відсотки, нараховані за борговими зобов'язаннями за умови, що розмір нарахованих відсотків істотно не відхиляється від середнього рівня відсотків, що стягуються за борговими зобов'язаннями, виданих в тому ж звітному періоді на тотожних умовах. Під борговими зобов'язаннями, виданими на тотожних умовах, розуміються боргові зобов'язання, видані в тій же валюті на ті ж терміни під аналогічне за якістю забезпечення і що потрапляють в ту ж групу кредитного ризику. При цьому істотним відхиленням розміру нарахованих відсотків за борговими зобов'язаннями вважається відхилення більш ніж на 20 відсотків у бік підвищення або у бік зниження від середнього рівня відсотків, нарахованих за борговими зобов'язаннями, виданими в тому ж періоді на порівнянних умовах.

За відсутності боргових зобов'язань, виданих в тому ж звітному періоді на тотожних умовах, гранична величина відсотків, що визнається витратами, приймається на рівні ставки рефінансування Національного банку України, збільшеної в 1,1 рази, – при оформленні боргового зобов'язання в гривнях, і на 15 відсотків – за кредитами в іноземній валюті.

Виходячи з цього, ціну використання кредитів банку, у разі перевищення ставки відсотка 20 відсотків від середнього рівня відсотків, що склався на цей період, можна розрахувати за формулою:

$$Ц_{БК} = i - 1,2 \times i_{CP} \times ПП \quad (3.2)$$

де i – відсоток, що сплачується банку (у частках одиниці);

i_{CP} – середній рівень відсотка (у частках одиниці);

$ПП$ – ставка податку на прибуток (у частках одиниці).

Також у разі відсутності аналогічних боргових зобов'язань, виданих в досліджуваній період на тотожних умовах, ціну використання кредитів в гривнях доцільно розраховувати за наступною формулою:

$$C_{БК} = i - 1,1 \times i_P \times \Pi_{\Pi} \quad (3.3)$$

де i_P – ставка рефінансування НБУ (у частках одиниці);

Ціна такого джерела коштів, як облігації підприємства, майже дорівнює величині сплачуваного відсотка. Нерідко облігації продаються підприємством з дисконтом, ціна джерела у вигляді облігацій, може бути отримана з наступної формули:

$$C_{ОБ} = \frac{V_{ОБ} \times C_{Ном} + \frac{(C_{Ном} - C_{Реал})}{T_{\Pi}}}{C_{Реал}}, \quad (3.4)$$

де: $C_{ОБ}$ – ціна облігації;

$V_{ОБ}$ – відсотки за облігаціями;

$C_{Ном}$ – номінальна ціна облігації;

$C_{Реал}$ – реалізаційна ціна облігації;

T_{Π} – термін позики (кількість років).

У деяких країнах відсотки за облігаціями також дозволено відносити на прибуток до оподаткування. Тому ціна цього джерела іноді уточнюється. Для запланованого випуску облігаційної позики при розрахунку його ціни необхідно враховувати вплив можливої різниці між ціною реалізації облігацій і їх номінальною вартістю (остання нерідко може бути вище, зокрема, за рахунок витрат по випуску облігацій):

$$C_{ОБ} = \frac{V_{ОБ} \times C_{Ном} + \frac{(C_{Ном} - C_{Реал})}{T_{\Pi}}}{\frac{C_{Ном} - C_{Реал}}{2}} \times (1 + \Pi_{\Pi}), \quad (3.5)$$

де: P_{Π} – ставка податку на прибуток (у частках одиниці).

Акціонери в обмін за передачу своїх фінансових активів підприємству отримують дивіденди. Їх дохід мислено дорівнюватиме витратам підприємства по забезпеченню цього джерела. Тому з позиції підприємства ціна такого джерела приблизно дорівнює рівню дивідендів, що виплачуються акціонерам. Оскільки за привілейованими акціями виплачується фіксований відсоток, ціна джерела коштів «привілейовані акції» з необмеженим періодом погашення ($C_{\Pi A}$) розраховується за формулою:

$$C_{\Pi A} = \frac{D_{\Pi A}}{C_{\Pi A}} \quad (3.6)$$

де: $D_{\Pi A}$ – розмір фіксованого дивіденду (у грошових одиницях) за привілейованими акціями;

$C_{\Pi A}$ – чиста сума коштів, отриманих підприємством від продажу від однієї привілейованої акції (погоджена ціна в грошових одиницях).

Приведена оцінка може спотворюватися, якщо було декілька випусків акцій, в ході яких вони продавалися за різною ціною. В цьому випадку можна скористатися формулою середньої арифметичної зваженої. Якщо підприємство планує збільшити свій капітал за рахунок додаткового випуску привілейованих акцій, то ціна цього джерела також розраховується за попередньою формулою, проте отриману оцінку необхідно уточнити на величину витрат підприємства щодо їх випуску, і формула матиме вигляд:

$$C_{\Pi A} = \frac{D_{\Pi A}}{C_{EM} - B_B} \quad (3.7)$$

де C_{EM} – емісійна ціна привілейованої акції (у грошових одиницях);

B_B – витрати підприємства на випуск привілейованої акції (у грошових одиницях).

Розрахунок ціни звичайних акцій з постійною величиною дивіденду необхідно робити за формулою, прийнятою для обчислення K_{PA} привілейованих акцій. У тому випадку, якщо розглядаються звичайні акції з постійною динамікою зміни рівня дивідендів, залежної від ефективності роботи підприємства ціну джерела «звичайні акції» ($C_{ЗА}$) можна розрахувати з меншою точністю. Існують різні методи оцінки, з яких найбільшого поширення отримали модель Гордона і модель *SAPM*.

Модель Гордона :

$$C_{ЗА} = \frac{D_1}{C_{AP}} + P_D \quad (3.8)$$

де: $C_{ЗА}$ – ціна джерела «звичайні акції»;

D_1 – прогнозне значення дивіденду на найближчий період;

C_{AP} – поточна (ринкова) ціна звичайної акції;

P_D – прогнозований темп приросту дивідендів.

Такий алгоритм розрахунків має шereg недоліків. Передусім, він може бути реалізований лише для тих підприємств, що виплачують дивіденди. По-друге, показник K_{OA} , дуже чутливий до зміни коефіцієнта g . По-третє, тут не враховується чинник ризику. Якщо підприємство вважатиме за краще збільшити свій капітал за рахунок додаткового випуску „звичайних акцій”, то вартість нових звичайних акцій буде вища, оскільки потрібні витрати на здійснення продажу нового випуску звичайних акцій. Для підприємства з постійними темпами росту, вартість нових звичайних акцій можна визначити, застосувавши рівняння:

$$C_{ЗА} = \frac{D_1}{C_{AP} \times (1 - B_P)} + P_D \quad (3.9)$$

де: B_P – витрати на реалізацію.

Ці недоліки до певної міри знімаються, якщо застосовується модель *SAPM*:

$$C_{3A} = D_{BP} + \beta \times (D_{CP} - D_{BP}) \quad (3.10)$$

де: D_{BP} – прибутковість без ризикових вкладень;

β – коефіцієнт, що розраховується для кожної акції;

D_{CP} – середня ставка прибутковості, що склалася на ринку цінних паперів.

Значення $(D_{CP} - D_{BP})$ є премія за ризик по середній акції, тоді як β – це індекс ризику акції відносно інших акцій. Коефіцієнт бета зазвичай коливається від 0,6, по акціях з низьким ризиком, до 2,0 для акцій з високим рівнем ризику. Проте і цей підхід може бути реалізований лише за певних умов. Зокрема, необхідно мати інформацію про ринок цінних паперів: премія за ризик, норма доходу в середньому на ринку, β – коефіцієнти. При нашому нерозвиненому фондовому ринку така інформація практично відсутня.

На наступному етапі необхідно визначити ціну нерозподіленого прибутку. Під нерозподіленим прибутком прийнято розглядати частину прибутку підприємства, що залишився після відрахування податків, сплати відсотків за позиковими засобами, і дивідендних витрат за привілейованими акціями. Перед власниками і адміністрацією підприємства вип'ячується складне завдання направити кошти на споживання (виплата дивідендів, прибутків за пайовими вкладками тощо) або нерозподілений прибуток використовувати як засоби фінансування діяльності підприємства.

Виходячи з вищевикладеного, існують чотири методики розрахунку $C_{НП}$. Перший підхід допускає розрахунок $C_{НП}$ на основі *SAPM*-моделі. Визначення ціни нерозподіленого прибутку за другою методикою базується на формулі дисконтованого грошового потоку. При цьому допускається, що акціонери підприємства на отриманні дивіденди можуть купити акції інших підприємств. Величина $C_{НП}$ визначається за наступною формулою:

$$C_{3A} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + C_{НП})^t} \quad (3.11)$$

де: C_{3A} – поточна ціна звичайної акції (у грошовому вираженні);

D_t – очікувана величина дивіденду на найближчий період (у грошовому вираженні);

t – період часу.

Відповідно при постійному темпі росту дивідендів (g) ціна нерозподіленого прибутку може бути розрахована прямим способом:

$$C_{НП} = \frac{D_1}{C_{ЗА}} + P_D \quad (3.12)$$

Третій підхід припускає використання альтернативних ставок рентабельності. В цьому випадку в якості ціни нерозподіленого прибутку рекомендується використовувати депозитний відсоток за вкладками в стабільній іноземній валюті (вибір банку здійснюється за рівнем безпеки вкладених коштів).

Четвертий підхід будується на основі безризикової ставки рентабельності ($D_{БР}$) і суб'єктивно оцінюваної ризикової премії (P_P):

$$C_{НП} = D_{БР} + P_P \quad (3.13)$$

III етап. Тепер ми маємо уявлення про структуру капіталу, включаючи вартість активів і вартість позики. Щоб визначити середньозважену вартість (ціну капіталу) коштів необхідно помножити зважені значення структури капіталу на величину загальної суми витрат, по обслуговуванню усіх джерел капіталу:

$$WACC = \sum_{i=1}^{\infty} C_i \times \mathcal{C}_i \quad (3.14)$$

де: $WACC$ – середньозважена ціна капіталу;

C_i – ціна i -го джерела капіталу;

\mathcal{C}_i – частка i -го джерела капіталу в загальній їх сумі.

Економічний сенс цього показника полягає в наступному: підприємство може приймати будь-які рішення інвестиційного характеру, рівень рентабельності яких не нижче поточного значення показника $WACC$.

Саме з ним порівнюється показник внутрішньої норми рентабельності IRR , розрахований для конкретного проекту, при цьому зв'язок між ними такий.

Якщо $IRR > WACC$, то проект слід прийняти;

Якщо $IRR < WACC$, то проект слід відхилити;

Якщо $IRR = WACC$, то проект ні прибутковий, ні збитковий.

Одне з важливих завдань в процесі розробки стратегії довгострокового фінансування – це максимізація рентабельності власного капіталу при заданому рівні фінансового ризику. Важливе значення для вирішення цього завдання має використання ефекту фінансового важеля.

Фінансовий важіль характеризує вплив використання позикових засобів на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу. В результаті ефекту фінансового важеля можна отримати приріст рентабельності власного капіталу за рахунок використання позикових засобів незважаючи на платність позикових засобів (з іншого боку, якщо ціна позикового капіталу більша, ніж економічна рентабельність активів підприємства, то ефект фінансового важеля призводить до зниження рентабельності власного капіталу, тобто діє на шкоду підприємству).

Для оцінки дії фінансового важеля використовують показник $E_{ФВ}$ (ефект фінансового важеля).

$$E_{ФВ} = (1 - ПП) \times (P_A - Ц_{ПК}) \times П_K : B_K \quad (3.15)$$

де $ПП$ – ставка податку на прибуток, у частках од.;

P_A – рентабельність активів (відношення суми прибутку до сплати відсотків і податків до середньорічної суми активів), в частках од.;

$Ц_{ПК}$ – середневзвешанная ціна позикового капіталу, в частках од.;

$П_K$ – середньорічна вартість позикового капіталу;

B_K – середньорічна вартість власного капіталу.

РОЗДІЛ 4

БЮДЖЕТУВАННЯ ЯК ІНСТРУМЕНТ ФІНАНСОВОГО ПЛАНУВАННЯ

Процес складання, прийняття бюджету підприємства і наступний контроль за його використанням називається бюджетуванням (budgeting).

Найбільш значущими управлінськими завданнями, що вирішуються за допомогою бюджетування, вважаються:

- планування операцій, що забезпечують досягнення завдань підприємств;
- координування різних напрямів діяльності і структурних підрозділів. Узгодження інтересів окремих працівників і груп в цілому по підприємству;
- оперативне відстежування відхилень фактичних результатів діяльності підприємства і її структурних підрозділів від поставлених завдань, виявлення і діагностика причин цих відхилень, своєчасне і аргументоване ухвалення рішень щодо проведення регулюючих превентивних заходів;
- ефективний контроль за витрачанням фінансових і матеріальних ресурсів, забезпечення фінансової дисципліни;
- оцінка виконання плану центрами фінансової відповідальності і їх керівників;
- стимулювання менеджерів центрів фінансової відповідальності (ЦФВ) до досягнення завдань своїх підрозділів.

Бюджетування як управлінська технологія, включає три складові частини:

- 1) технологію бюджетування;
- 2) організацію процесу бюджетування;
- 3) використання інформаційних технологій.

Система бюджетування є сукупністю таких елементів як:

- структура бюджетів;

- процедура формування, узгодження і затвердження бюджетів і контроль за їх фактичним виконанням;
- нормативна база (норми, нормативи, ліміти);
- типові процедури та механізми ухвалення управлінських рішень.

Бюджет – це документ, в якому встановлені кількісні показники плану підприємства на певний період по:

- використанню оборотних і позаоборотних активів;
- залученню джерел фінансування;
- прибуткам і витратам;
- руху грошових коштів;
- інвестиціям (капітальним і фінансовим вкладенням)

Типова структура зведеного бюджету (майстер-бюджету) підприємства представлена на рис. 4.1. Як демонструє рисунок, зведений бюджет об'єднує дві складові його частини: операційний і фінансовий бюджети.

Основними бюджетами, розробка яких вважається обов'язковою для кожного підприємства, є:

- прогноз балансу;
- бюджет прибутків і витрат;
- бюджет руху грошових коштів.

Розрізняють два основні методи бюджетування:

1. Нульовий метод.
2. Традиційний метод.

Існує дві форми складання бюджету:

1. Жорсткий бюджет.
2. Гнучкий бюджет.

Бюджет продаж – це перший і найважливіший крок в складанні зведеного бюджету, оскільки оцінка обсягу продаж впливає на усі наступні бюджети. Бюджет продаж складається в натуральних і вартісних показниках з розбиттям за місяцями або кварталами.

Після того, як сформований бюджет продаж, наступний крок – визначення розміру грошових надходжень від цих продаж.

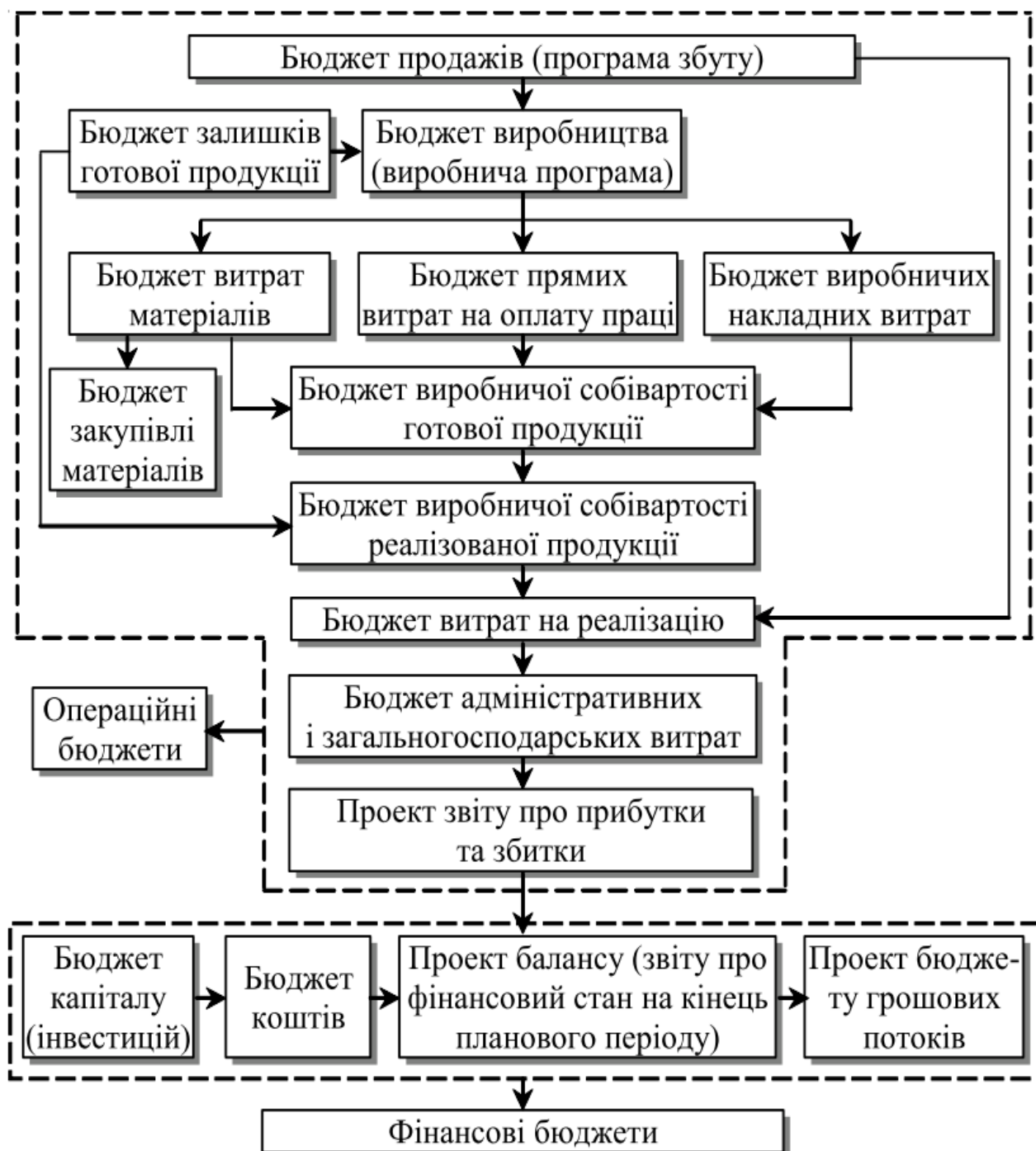


Рис. 4.1. Схема формування зведеного бюджету підприємства

Якщо вироблена продукція реалізована в кредит – утворюється дебіторська заборгованість, яка інкасується, перетворюється на готівку. Коефіцієнт інкасації (K_I) відображає відсоток очікуваних грошових надходжень від продажу у відповідному періоді часу від моменту реалізації продукції і розраховується за наступною формулою:

$$K_1 = \frac{CF_1}{S_0} \quad (4.1)$$

де: CF_1 – надходження грошей за раніше відвантажену продукцію в 1-му періоді;

S_0 – виручка нарахована за відвантажену продукцію в 0-му періоді.

Дані щодо стану дебіторської заборгованості автоматично потрапляють в прогноз балансу. Грошові надходження від реалізації потім будуть включені в прибуткову частину (припливи) бюджету руху грошових коштів.

Виробничий бюджет – це план виробництва продукції. У нім конкретизується бюджет продаж, а також для кожного періоду планування (місяця, кварталу) встановлюється кількість готової продукції, яку необхідно виробити.

Обсяг випуску готової продукції визначається в натуральних одиницях виміру і розраховується за формулою:

$$ВП_{\Pi} = ЗНП_{к\pi\pi} + ОР - ЗНП_{\pi\pi\pi} \quad (4.2)$$

де: $ВП_{\Pi}$ – плановий випуск готової продукції;

$ЗНП_{к\pi\pi}$ – залишки нереалізованої готової продукції на кінець планового періоду;

$ОР$ – обсяг реалізації за період;

$ЗНП_{\pi\pi\pi}$ – нереалізовані залишки готової продукції на початок планового періоду.

Бюджет прямих витрат на матеріали. Бюджет прямих витрат на матеріали демонструє, скільки сировини і основних матеріалів потрібно для виробництва готової продукції і скільки сировини і основних матеріалів повинно бути закуплено.

Після визначення кількості сировини і матеріалів, необхідних для виробництва продукції, наступним етапом є розрахунок необхідної кількості

закупівель (за видами сировини і матеріалів). Потреба в сировині і матеріалах в кожному періоді може бути визначена за наступною формулою (4.3):

$$OZ_{CM} = VM_{II} + Z_{KII} + Z_{III} \quad (4.3)$$

де: OZ_{CM} – обсяг закупок сировини і матеріалів;

VM_{II} – витрати матеріалів за період;

Z_{KII} – запаси на кінець періоду;

Z_{III} – запаси на початок періоду.

Бюджет витрат на матеріали складається з урахуванням термінів і порядку погашення кредиторської заборгованості за матеріали. Стан кредиторської заборгованості на кінець кожного періоду, визначається за формулою:

$$KZ_{KII} = KZ_{III} + CZ_{II} - CO_{II} \quad (4.4)$$

де: KZ_{KII} – кредиторська заборгованість на кінець періоду;

KZ_{III} – кредиторська заборгованість на початок періоду;

CZ_{II} – сума закупок за період;

CO_{II} – сума оплати за період.

Ці дані автоматично потрапляють в прогноз балансу. Виплати по закупівлях матеріалів також автоматично потрапляють до бюджету руху грошових коштів (розділ грошових коштів за операційною діяльністю).

Бюджет прямих витрат на оплату праці розробляється, виходячи з бюджету виробництва (кількість одиниць продукції, що підлягають виготовленню), даних продуктивності праці і ставок та тарифів оплати праці основного виробничого персоналу, зайнятого безпосередньо на виробництві продукції.

У бюджеті заробітної плати основного виробничого персоналу необхідно виділяти дві складові частини:

- фіксовану (постійну) частину оплати праці;

- відрядну (змінну) частину оплати праці.

У разі, якщо до моменту складання бюджету витрат на оплату праці накопичилася кредиторська заборгованість по виплаті заробітної плати, складається графік її погашення. Такий графік складається за тією ж схемою, що і графік погашення заборгованості за матеріали.

Бюджет загальновиробничих витрат розробляється на наступному етапі бюджетування. Він відображає обсяг усіх витрат, пов'язаних з виробництвом продукції, за винятком витрат на прямі матеріали і прямих витрат на оплату праці. Постійні витрати у бюджеті загальновиробничих витрат плануються виходячи з потреб виробництва, змінні витрати – як норматив, наприклад, від працевитрат основних виробничих працівників.

Для планування потоку грошових коштів необхідно скласти графік оплати і погашення кредиторської заборгованості загальновиробничих витрат.

Бюджет виробничих запасів складається в грошовому вираженні і містить нормативи по:

- запасам матеріалів,
- незавершеному виробництву
- готовій продукції.

Запаси готової продукції в грошовому вираженні розраховуються на основі планової собівартості одиниці продукції. Собівартість готової продукції залежатиме від вибраного методу калькуляції собівартості і оцінки запасів.

Окрім виробничих витрат, на величину собівартості готової продукції чинять вплив залишки незавершеного виробництва. Розрахунок обсягу незавершеного виробництва в різних галузях може проводитися декількома методами залежно від характеру виробництва.

Величина запасу основних матеріалів на кінець періоду планується виходячи з потреб виробництва наступного періоду. Найбільш простим способом визначення рівня запасів матеріалів є вираження його у відсотках від рівня реалізації наступного місяця.

Після визначення цільових залишків готової продукції доцільно скалькулювати собівартість реалізованої продукції.

Собівартість реалізованої продукції визначається за наступною формулою (4.5):

$$CB_{RP} = ZPP_{PP} \times CB_{VP} - ZPP_{KP} \quad (4.5)$$

де: CB_{RP} – собівартість реалізованої продукції;

ZPP_{PP} – запас готової продукції на початок періоду;

CB_{VP} – собівартість виробленої за період продукції;

ZPP_{KP} – запас готової продукції на кінець періоду.

У свою чергу собівартість виготовленої за планований період продукції розраховується таким чином:

$$CB_{VP} = PZM_{PP} + PZO_{PP} - ZVV_{PP} \quad (4.6)$$

де: CB_{VP} – собівартість виготовленої за період продукції;

PZM_{PP} – прямі затрати на матеріали за період;

PZO_{PP} – прямі затрати на оплату праці за період;

ZVV_{PP} – загальновиробничі витрати за період.

Комерційні витрати – це витрати, пов'язані з просуванням товарів на ринок збуту. Частина цих витрат залежить від обсягу реалізації продукції, наприклад, комісійні. Інша частина є постійною складовою бюджету.

Для спрощення складання прогнозу фінансового потоку рекомендується відображати в цьому бюджеті грошові виплати, пов'язані з комерційними витратами. Якщо в цьому бюджеті вказані амортизаційні відрахування, вони повинні відноситися тільки до устаткування, що використовується для комерційних цілей.

У бюджеті управлінських витрат визначаються усі витрати підприємства, не пов'язані з виробничою діяльністю.

Виділяють наступні типові статті управлінських (загальногосподарських) витрат підприємства: витрати на управління; загальногосподарські витрати; податки, збори і платежі, що відносяться на собівартість продукції, непродуктивні витрати.

Більшість управлінських витрат носять постійний характер. Якщо є присутньою змінна частина витрат, вона планується як відсоток (наприклад, від обсягу реалізації продукції).

При підготовці даних для бюджету руху грошових коштів рекомендується по аналогії із загальновиробничими витратами ввести рядок «До виплат за управлінськими витратами». Від величини управлінських витрат ця стаття відрізняється на величину амортизаційних відрахувань будівель і споруджень невинробничого призначення.

Бюджет прибутків і витрат – перший з документів основного бюджету, який відображає, який дохід буде генерувати підприємство за плановий період і які витрати будуть понесені. Велика частина початкових даних береться із операційних бюджетів.

Для проведення маржинального аналізу бюджет прибутків і витрат складають у форматі маржинальних прибутків і витрат. Крім того, цей бюджет доцільно складати у двох варіантах: зведеному (в цілому по підприємству) і «розгорнутому» (у розрізі прибутковості окремих видів продукції).

У інвестиційному бюджеті відбувається визначення об'єктів інвестування, обсягів і термінів реальних інвестицій.

При складанні інвестиційного бюджету необхідно розподілити капітальні витрати за структурними підрозділами (видами бізнесу). Для цього визначається, які види витрат фінансуватимуться централізовано (коштом підприємства), а які – за рахунок центру інвестицій (окремого бізнес-структурного підрозділу). Як правило, інвестиційний бюджет не коригується.

Після розробки інвестиційного бюджету може бути розроблений кредитний план.

Бюджет руху грошових коштів дозволяє оцінити, скільки грошових коштів і в якому періоді буде потрібно підприємству.

Бюджет руху грошових коштів можна скласти прямим або непрямим методом. Відмінності в складанні грошових потоків прямим і непрямим методом відносяться тільки до операційної діяльності. Підведення балансу руху грошових коштів по інвестиційній і фінансовій діяльності при прямому і непрямому методі здійснюється однаково.

Бюджет руху грошових коштів відбиває припливи і відтоки грошових коштів по трьох видах діяльності – операційною, інвестиційною і фінансовою. З метою наступного аналізу ефективності використання грошових коштів, планування грошових потоків робиться по підприємству в цілому, в розрізі основних напрямів діяльності і за окремими підрозділами.

Прогноз балансу є завершуючим етапом в процесі складання бюджету підприємства. Цей документ показує, як зміниться балансова вартість підприємства в результаті здійснення господарської діяльності підприємства впродовж планового періоду. На відміну від бухгалтерського балансу прогноз балансу може бути складений не лише для підприємства в цілому, але і для окремого виду бізнесу, структурного підрозділу (самостійної юридичної особи або філії), інвестиційного проекту.

Прогноз балансу складається з двох основних розділів – активів і пасивів, які мають бути рівні між собою. Прогноз балансу розробляється на основі балансу на початок періоду з урахуванням передбачуваних змін кожної статті балансу. Для визначення зміни в статтях балансу використовується інформація, що міститься у бюджеті прибутків і витрат (БПВ) і бюджеті руху грошових коштів (БРГК) відповідно до формули:

$$C_{КП} = C_{ПП} + НР_{БПВ} + Н_{БРГК} - В_{БРГК} \quad (4.7)$$

де: $C_{КП}$ – сальдо на кінець періоду;

$C_{ПП}$ – сальдо на початок періоду;

$НР_{БПВ}$ – нарахування із БПВ;

$N_{БРГК}$ – надходження із БРГК;

$V_{БРГК}$ – виплати із БРГК.

Бюджет підприємства завжди розробляється на певний часовий інтервал, який називається бюджетним періодом. Як правило, зведений бюджет підприємства складається і затверджується на увесь бюджетний період (звичайно це один календарний рік). Індикативно, тобто без затвердження в якості системи цільових показників і нормативів, обов'язкових до виконання, деякі показники бюджетів можуть встановлюватися на триваліший період (три-п'ять років). Крім того, усередині бюджетного періоду кожен з бюджетів має розбиття на під періоди. Інтервал планування встановлюється бюджетним регламентом конкретного підприємства. Як правило, максимальна тривалість інтервалу планування у межах бюджетного періоду складає один місяць, а в першому кварталі – декаду і навіть тиждень.

Бюджетний процес включає три послідовні етапи:

- етап розробки проекту зведеного бюджету;
- затвердження проекту бюджету і включення його в структуру науково - обґрунтованого бізнес-плану підприємства;
- аналіз виконання бюджету за підсумками поточного року (порівняння планових і фактичних показників, виявлення відхилень і аналіз причин; ухвалення управлінських рішень).

Бюджетний цикл включає період часу від початку 1-го етапу до завершення 3-го етапу. Виділяють наступні основні вимоги до процесу бюджетування на підприємстві:

- формування Положення про фінансову структуру;
- розробка регламенту – методичного забезпечення бюджетного процесу;
- організація бюджетного комітету;
- розмежування повноважень і відповідальності структурних підрозділів;

- визначення пріоритетів у фінансуванні;
- встановлення жорсткої фінансової дисципліни.

У практиці розробки систем бюджетування часто застосовується підхід, який заснований на побудові фінансової структури, тобто на виділенні в якості об'єктів бюджетування і управлінського обліку центрів фінансової відповідальності. Центром фінансової відповідальності є структурний підрозділ (група підрозділів), що здійснюють певний набір господарських операцій, здатних чинити безпосередній вплив на прибутки/витрати від цих операцій і що відповідають за реалізацію встановлених перед ними завдань, дотримання рівнів витрат в межах встановлених лімітів і досягнення певного фінансового результату своєї діяльності. Як правило, у фінансовій структурі виділяють чотири типи центрів фінансової відповідальності:

1. центри витрат (*cost center*);
2. центри доходів (*revenue center*);
3. центри прибутків (*profit center*);
4. центри інвестицій (*investment center*).

РОЗДІЛ 5

УПРАВЛІННЯ ПОТОЧНИМИ ВИТРАТАМИ І ЦІНОВА ПОЛІТИКА ПІДПРИЄМСТВА

Під витратами розуміють спожиті ресурси або гроші, які потрібно заплатити за продукцію (товари, роботи, послуги). Аналіз витрат починається з побудови їх класифікації, яка допомагає отримати комплексне уявлення про їх властивості і основні характеристики. Застосовують наступні терміни, що пов'язані з витратами:

- динаміка витрат залежно від рівня ділової активності;
- сумарні, середні, приростні і граничні (маржинальні) витрати;
- прямі і непрямі витрати;
- релевантні і нерелевантні витрати;
- зворотні і незворотні витрати;
- явні і неявні (альтернативні) витрати;
- регульовані (контрольовані) і нерегульовані (неконтрольовані).

Залежно від рівня ділової активності підприємства (чи обсягу виробництва) витрати діляться на постійні і змінні.

Змінні витрати (*VC*) змінюються пропорційно обсягу виробництва або рівню діяльності. Для зручності аналізу загальні змінні витрати вважаються лінійною функцією, а змінні витрати на одиницю продукції – величиною постійною. Проте слід пам'ятати, що змінні витрати на одиницю продукції не завжди є постійною величиною для усіх рівнів ділової активності.

Прикладами змінних витрат є:

- витрати сировини і основних матеріалів (прямі матеріальні витрати);
- відрядна заробітна плата основних виробничих робітників (прямі трудові витрати);
- електроенергія, паливо, допоміжні матеріали (загальновиробничі витрати);
- витрати на упаковку та рекламу продукції (комерційні витрати).

Існують також ресурси, для нарощування обсягів яких потрібно затратити помітно більше часу, чим для зміни змінних витрат. Їх називають постійними витратами (FC). До постійних витрат відносяться деякі загальновиробничі витрати (витрати на оренду, амортизаційні відрахування тощо), загальногосподарські і деякі комерційні витрати. Постійні витрати однакові для усіх рівнів ділової активності, тоді як постійні витрати на одиницю продукції зменшуються з підвищенням рівня ділової активності.

Якщо брати досить довгий часовий період в декілька років, практично усі витрати є змінними; з часом кількість постійних витрат зростає, вони також стають змінними. Проте, в діяльності підприємства можна виділити період, впродовж якого зміни обсягу виробництва забезпечуються за рахунок варіювання обсягів лише деяких використовуваних ресурсів (сировини, матеріалів, чисельності персоналу і так далі), а інші залишаються фіксованими (устаткування, будівлі, споруди). Такий період називають релевантним. Саме для нього має сенс ділення витрат на постійні і змінні.

У реальному житті надзвичайно рідко можна зустріти витрати, що є виключно змінними і постійними. У більшості випадків витрати є умовно-змінними (чи умовно-постійними). В цьому випадку зміна рівня ділової активності підприємства також супроводжується зміною витрат, але на відміну від змінних витрат залежність не є прямою. Умовно-змінні (умовно-постійні) витрати містять ознаки як змінних, так і постійних витрат. До таких витрат відносяться: електроенергія; зарплата продавців, що включає постійний оклад і комісійні з продажу тощо.

Сума постійних і змінних витрат утворює сумарні (валові) витрати аналізованого періоду (TC):

$$TC = FC + VC \quad (5.1.)$$

Середні витрати (AC) є витратами на одиницю продукції. Вони є часткою від ділення сумарних (валових) витрат на обсяг товару (Q), що реалізується :

$$AC = \frac{TC}{Q} \quad (5.2.)$$

Порівнюючи середні витрати з ціною продукції, що випускається, можна визначити чи прибуткове виробництво цієї продукції і чи треба її виробляти.

Приростні витрати – це додаткові витрати, які виникають в результаті виготовлення додаткової продукції. Аналогічний підхід застосовується і до приростного доходу (виручки).

Граничні (маржинальні) витрати (MC) є приростом витрат, пов'язаним з випуском додаткової одиниці продукції. Маржинальні витрати розраховуються як похідна сумарних витрат за обсягом виробництва.

За способом віднесення на собівартість окремих видів продукції витрати діляться на прямі і непрямі.

Прямими вважаються витрати, які прямо включаються в собівартість продукції, і їх величина залежить від кількості вироблених виробів. До таких витрат відносяться: основні матеріали, заробітна плата основних виробничих працівників разом з нарахуваннями на заробітну плату ($ЗПОП$) і деякі інші.

Непрямими вважаються витрати, які виникають і формуються за період незалежно від того, скільки і якої продукції виробляється. До непрямих витрат відносяться: орендна плата; амортизаційні відрахування; допоміжні матеріали; заробітна плата підсобних робітників, менеджерів, майстрів тощо.

Витрати можуть класифікуватися відповідно до того, наскільки вони значущі для конкретного управлінського рішення. Релевантні витрати – це значущі витрати майбутнього періоду, які змінюються в результаті ухвалення рішення. Витрати називаються нерелевантними, якщо вони є незначущими, тобто не чинять ніякого впливу на рішення, що приймається.

Зворотні витрати – це витрати, які ще не були здійснені або які можуть бути анульовані без втрат. В процесі ухвалення управлінського рішення враховують тільки зворотні витрати.

Незворотні витрати – це витрати минулого періоду, які виникли в результаті раніше прийнятого рішення і їх неможливо змінити в майбутньому. Минулі (незворотні) витрати слід виключити при ухваленні рішення.

Витрати будь-якого підприємства можна розділити на явні і неявні (альтернативні витрати). Сума усіх явних витрат виступає як собівартість продукції. Іноді для цілей ухвалення управлінських рішень необхідно в сумарні витрати включати витрати, які грошових витрат не вимагають. Такі витрати називаються неявними (альтернативними). Альтернативні витрати – це дохід, який могло б отримати підприємство, якби віддало перевагу іншому варіанту використання ресурсів. Альтернативні витрати виникають лише у разі обмеженості ресурсів.

Витрати діляться на дві групи: регульовані (контрольовані), нерегульовані (неконтрольовані). Якщо керівник центру витрат здатний впливати на витрати, вони є регульованими, якщо витрати не піддаються управлінню – вони вважаються нерегульованими.

Будь-які витрати в загальному вигляді можуть бути представлені формулою:

$$Y = a + bX \quad (5.3.),$$

де: Y – сукупні витрати, грн.;

a – постійні витрати, грн.;

b – змінні витрати на одиницю продукції, грн.;

X – показник, що характеризує рівень ділової активності підприємства (обсяг виробництва продукції, робіт, послуг та ін.) в натуральних одиницях виміру.

Для ухвалення управлінських рішень і планування необхідно розділити (диференціювати) сукупні витрати на змінну і постійну частини. У теорії і практиці фінансового менеджменту існує три основні методи, що дозволяють вирішити завдання диференціації витрат:

- метод максимальної і мінімальної точки;
- графічний метод;
- метод найменших квадратів.

Метод максимальної і мінімальної точки дозволяє ідентифікувати лінійну залежність між рівнем ділової активності і витратами, аналізуючи найбільший і найменший обсяги за період і пов'язані з ним витрати. Зміну в сумарних витратах між цими двома рівнями (ΔY) ділять на зміну в обсязі (ΔX) і таким чином визначають ставку змінних витрат на одиницю продукції (b):

$$b = \frac{\Delta Y}{\Delta X} \quad (5.4)$$

Величина змінних витрат в максимальній і мінімальній точках розраховується шляхом множення ставки змінних витрат (b) на відповідний обсяг виробництва (X). Далі обчислюють постійну частину сумарних витрат в максимальній і мінімальній точках, віднімаючи із загальної суми витрат за період відповідні змінні витрати.

Графічний метод полягає у відображенні усіх даних про сумарні витрати підприємства на графік. Потім проводиться пряма лінія сумарних витрат за допомогою лінійки, яка накладається на усі точки так, щоб якнайкраще апроксимувати усю безліч точок. Точка перетину цієї лінії з віссю ординат показує постійні витрати. Тоді ставка змінних витрат (b) розраховується за наступною формулою:

$$b = \frac{\overline{TC} - FC}{\overline{X}} \quad (5.5)$$

де: \overline{TC} – середні сумарні витрати за період;

\overline{X} – середній обсяг виробництва за період.

Метод найменших квадратів є найбільш точним. Ставка змінних витрат розраховується за формулою:

$$b = \frac{\sum (X - \bar{X}) \times (Y - \bar{Y})}{\sum (X - \bar{X})^2} \quad (5.6)$$

Розрізняють наступні методи планування собівартості:

- 1) Метод повного включення витрат в собівартість продукції.
- 2) Метод «директ-костинг» (*direct costing*) – метод прямих витрат.

Вибраний метод планування впливає на величину собівартості продукції і, отже, прибуток підприємства.

Згідно з методом повних витрат усі витрати підприємства, пов'язані з виробництвом і реалізацією продукції, повністю включаються в собівартість продукції. Таким чином, прямі і непрямі витрати пропорційно розподіляються між реалізованою продукцією і готовою продукцією на складі. У планову калькуляцію по заздалегідь встановлених нормах включаються як прямі, так і непрямі витрати. Загальний обсяг непрямих витрат пропорційно розподіляють на вироби за допомогою заздалегідь розрахованих коефіцієнтів розподілу непрямих витрат.

Згідно з методом прямих витрат, усі витрати розподіляються на змінні (прямі) і постійні. При цьому собівартість планується тільки за змінними витратами. Постійні витрати в планову калькуляцію не включають, а періодично списують на фінансові результати, тобто враховують при розрахунку прибутку і збитків за період. За змінними витратами (матеріали, оплата праці), оцінюються також запаси – залишки готової продукції на складі і незавершене виробництво.

Операційний аналіз, відомий також як аналіз «витрати – обсяг – прибуток» (*cost – volume – profit*, або *CVP* – аналіз) розглядає зміну прибутку як функцію від наступних чинників: змінних і постійних витрат, ціни продукції (робіт, послуг), обсягу і асортименту реалізованої продукції.

Модель *CVP* – аналізу повинна враховувати шерех припущень:

1. Витрати можна точно розділити на постійні і змінні складові.

2. Робиться один товар, або асортимент, що залишається однаковим на протязі аналізованого періоду (за наявності широкого асортименту збуту ускладнюється алгоритм *CVP* – аналізу).

3. Витрати і виручка є функцією обсягу виробництва.

4. Обсяг виробництва дорівнює обсягу реалізації.

5. Усі інші змінні (окрім обсягу виробництва) не змінюються впродовж аналізованого періоду, наприклад, рівень цін, асортимент виробів, що підлягає реалізації, продуктивність праці.

6. Аналіз застосовується тільки до короткого тимчасового періоду (зазвичай рік або менше), впродовж якого вихід продукції підприємства обмежений діючими виробничими потужностями.

Ключовими елементами операційного аналізу слугують:

- 1) точка беззбитковості (поріг рентабельності);
- 2) визначення цільового обсягу реалізації продукції;
- 3) запас фінансової міцності;
- 4) аналіз асортиментної політики;
- 5) операційний важіль.

Зупинимося детальніше на кожному з цих елементів.

Точка беззбитковості (поріг рентабельності). Введемо важливі визначення.

Маржинальний прибуток (*MP*) – це перевищення виручки від реалізації (*S*) над змінними витратами (*VC*), або сума постійних витрат (*FC*) і прибутку до виплати відсотків і податків (*EBIT*):

$$MP = S - VC = FC + EBIT \quad (5.7.)$$

Маржинальний прибуток на одиницю продукції (*MP на одиницю*) – це перевищення ціни реалізації за одиницю продукції (*p*) над змінними витратами на одиницю продукції (*v*):

$$MP \text{ на одиницю} = p - v \quad (5.8.)$$

Коефіцієнт маржинального прибутку (*коефіцієнт МР*) – це відношення маржинального прибутку до обсягу реалізації продукції у відсотках:

$$\text{Коефіцієнт МР} = \frac{MP}{S} = \frac{S - VC}{S} = 1 - \frac{VC}{S} \quad (5.9)$$

Чи

$$\text{Коефіцієнт МР} = \frac{MP \text{ на одиницю}}{P} = \frac{p - v}{P} = 1 - \frac{v}{P} \quad (5.10)$$

де коефіцієнт v/p – це частка змінних витрат у виручці.

Точка беззбитковості – це такий обсяг виручки від реалізації, який покриває суму постійних і змінних витрат при заданих обсязі виробництва і коефіцієнті використання виробничих потужностей, а прибуток дорівнює нулю.

Точку беззбитковості (*ВЕР*) можна розрахувати як у вартісному вираженні (грн.), так і в натуральному вираженні:

$$\text{ВЕР у вартісному виразі} = \frac{FC}{\text{Коефіцієнт МР}} \quad (5.11)$$

$$\text{ВЕР (у натуральному виразі)} = \frac{FC}{MP \text{ на одиницю}} \quad (5.12)$$

Цільовий обсяг реалізації продукції (S^*) – це такий обсяг реалізації, який відповідає цільовому прибутку ($EBIT^*$). Він розраховується за наступною формулою:

$$S^* = \frac{FC + EBIT^*}{MP \text{ на одиницю}} \quad (5.13)$$

Якщо цільовий прибуток задається як прибуток після сплати податків (NP^*), формула 5.13 набирає вигляду:

$$S^* = \frac{FC + \frac{NP^*}{1-t}}{MP \text{ на одиницю}} \quad (5.14),$$

де: t – ставка податку на прибуток.

Запас фінансової міцності вимірює різницю між фактичним обсягом реалізації продукції і обсягом реалізації, що відповідає точці беззбитковості, і демонструє, наскільки підприємство може скоротити обсяг реалізації, перш ніж зазнає збитків. Запас фінансової міцності розраховується у відсотках від планованого обсягу реалізації за формулою:

$$\text{Запас фінансової міцності} = \frac{S - BEP}{S} \times 100\% \quad (5.15)$$

Чим правіше від точки беззбитковості знаходиться планований обсяг реалізації, тим менша вірогідність збитків при можливому зниженні реалізації.

Вирішуючи питання, виробництво яких товарів за асортиментом потрібно нарощувати, а яких – скорочувати (або припиняти), слід враховувати наступні положення: чим більше маржинальний прибуток, тим більший обсяг і краща динаміка прибутку.

Виробництво/реалізація продукції завжди пов'язані якими-небудь обмежуючими чинниками, які залежать від специфіки бізнесу і властивостей зовнішнього середовища. До таких чинників можна віднести: обсяг виробничих потужностей підприємства, місткість ринку збуту, можливості використання трудових ресурсів, доступність сировини і матеріалів, рівень напруженості конкурентної боротьби, величина рекламного бюджету тощо. Самий жорстким обмежуючим чинником є час.

Вибір пріоритетного товару за допомогою критерію «максимальний коефіцієнт маржинального прибутку на одиницю продукції – максимальний прибуток» може привести до невірних висновків. Необхідно обґрунтовувати свій вибір за критерієм «максимальний маржинальний прибуток на чинник обмеження – максимальний прибуток».

Операційний важіль – це потенційна можливість впливати на прибуток шляхом зміни структури собівартості і обсягу виробництва. Дія операційного важеля полягає в тому, що будь-яка зміна виручки від реалізації породжує ще сильнішу зміну прибутку. Цей ефект обумовлений різною мірою впливу динаміки змінних і постійних витрат на фінансові результати при зміні обсягу виробництва. Змінюючи величину не лише змінних, але і постійних витрат, можна розрахувати, на скільки відсотків зросте прибуток. Рівень або силу дії операційного важеля (DOL) можна виразити як:

$$DOL = \frac{MP}{EBIT} = \frac{FC + EBIT}{EBIT} = 1 + \frac{FC}{EBIT} \quad (5.16)$$

У практичних розрахунках для визначення рівня операційного важеля використовують наступну формулу:

$$DOL = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q}$$

або

$$DOL = \frac{(p - v) * Q}{(p - v) * Q - FC} \quad (5.17)$$

Таким чином, розуміння механізму дії операційного важеля дозволяє цілеспрямовано управляти співвідношенням постійних і змінних витрат з метою підвищення ефективності оперативної діяльності підприємства.

При цьому важливе значення має цінова політика підприємства. Цінова політика – це система стандартних правил визначення цін для типових угод реалізації продукції підприємства. Набір методів, за допомогою яких ці правила можна реалізувати на практиці, називаються стратегією ціноутворення.

Формування цінової політики відбувається у декілька етапів.

На першому етапі формуються стратегічні цілі підприємства, які є основою для визначення напрямів його діяльності і встановлюються на

тривалий період. Такими цілями можуть бути, наприклад, проникнення на ринок і закріплення на ній, збільшення своєї частки реалізації на ринку тощо.

На другому етапі відбувається реалізація обраної стратегії за допомогою рішення шерегу завдань в найрізноманітніших видах діяльності підприємства: виробництві, ціноутворенні, управлінні витратами тощо.

Якщо аналіз ринкової ситуації підтверджує, що стратегічні цілі підприємства можуть бути забезпечені за рахунок рішення конкретних завдань в сфері ціноутворення, можна розпочинати розробку тактики ціноутворення. Тактика ціноутворення – це набір конкретних практичних заходів по управлінню цінами на продукцію підприємства, які використовуються для вирішення завдань, поставлених перед фахівцями з ціноутворення. До таких заходів відносяться встановлення знижок і надбавок до цін.

І, нарешті, визначення тактики ціноутворення створює основу для розробки цінової політики і визначення на її основі рівня цін.

Цінова політика підприємства багато в чому залежить від конкурентної структури ринку. Структура ринку – це основні характеристики ринку, до яких належать: кількість і розмір підприємств, що знаходяться на ринку, міра схожості (відмінності) продукції різних підприємств, умови входження на ринок нових продавців і виходу з нього, доступність ринкової інформації. Існують певні особливості ціноутворення на різних типах ринку: досконалої (чистої) конкуренції, монополістичної конкуренції, олігополії, чистій монополії.

Залежно від типу продукції (ринків) і позиції, що займає конкретне підприємство, усі підприємства можна розподілити на дві групи:

1. Підприємства, що формують ціни (цінові лідери).
2. Підприємства, що наслідують ринкові ціни (цінові послідовники).

Коли підприємство є ціновим лідером, то для формування цінової політики і стратегії ціноутворення важливим початковим матеріалом (базою) є інформація про витрати. Така інформація також важлива і для підприємства – цінового послідовника, коли він визначає обсяг, асортимент і якість

продукції, на які мають бути спрямовані його маркетингові зусилля з урахуванням домінуючої на ринку ціни.

Також, важливо в розрахунках враховувати інфляційний чинник, оскільки навіть при незмінності цін на продукцію відбувається їх зниження за рахунок інфляції. Тому ціни на продукцію в умовах інфляції повинні містити інфляційну складову.

Найбільший вплив на ціноутворення підприємства чинять покупці, конкуренти і витрати. Вага цих чинників при ціноутворенні залежить від конкретних обставин.

РОЗДІЛ 6

УПРАВЛІННЯ ОБОРОТНИМИ АКТИВАМИ

Ключову роль в реалізації короткострокової фінансової політики підприємства займають проблеми достатності оборотних активів, джерела їх фінансування і ефективність використання. Управління оборотними активами підприємства – це щоденна робота, що забезпечує підприємству достатні ресурси для здійснення її діяльності і уникнення дорогих перебоїв та простоїв. Без ефективного управління оборотними активами неможливо реалізувати довгострокові фінансові стратегії підприємства.

Оборотні активи – характеризують сукупність майнових цінностей підприємства, обслуговуючих поточну виробничо-комерційну (операційну) діяльність і повністю споживаних впродовж одного виробничого циклу.

За видами оборотні активи можна розділити:

оборотні виробничі активи, до них відносяться сировина, основні матеріали і напівфабрикати, допоміжні матеріали, паливо, тара, запасні частини тощо, а також незавершене виробництво і витрати майбутніх періодів;

оборотні активи в обороті, це засоби підприємства, вкладені в запаси готової продукції, товари відвантажені, але не сплачені (дебіторська заборгованість), а також грошові засоби в касі і на рахунках.

За рівнем ліквідності виділяють:

абсолютно ліквідні активи, до них відносяться оборотні активи, що не вимагають реалізації і готові засоби платежу, що є: грошові кошти;

високоліквідні активи, характеризують групу активів, які можуть бути швидко обернені в грошові кошти (як правило, впродовж місяця), без відчутних втрат своєї ринкової вартості: короткострокові фінансові вкладення, короткострокова дебіторська заборгованість;

середньоліквідні активи, до них відносяться оборотні активи, які можуть бути конвертовані в грошову форму без відчутних втрат своєї

поточної ринкової вартості в строк від одного до шести місяців: дебіторська заборгованість (окрім короткострокової), запаси готової продукції;

малоліквідні активи, до них відносяться оборотні активи підприємства, які можуть бути обернені в грошову форму без втрат своєї поточної ринкової вартості лише після закінчення значного періоду часу (від півроку і вище): запаси сировини і напівфабрикатів, незавершене виробництво;

неліквідні активи, активи, які самостійно не можуть бути обернені в грошові кошти, вони можуть бути реалізовані лише у складі майнового комплексу: безнадійна дебіторська заборгованість, витрати майбутніх періодів тощо.

За характером фінансових джерел розрізняють:

валові оборотні активи, що характеризують загальний обсяг оборотних активів, сформований за рахунок власного і позикового капіталу;

чисті оборотні активи, це оборотні активи, які сформовані за рахунок власного і довгострокового позикового капіталу і розраховуються як різниця між оборотними активами і короткостроковими пасивами:

$$ЧОА = ОА - КФЗ, \quad (6.1)$$

де $ЧОА$ – чисті оборотні активи;

$ОА$ – оборотні активи;

$КФЗ$ – короткострокові поточні фінансові зобов'язання.

Власні оборотні активи, характеризують ту частину оборотних активів, які сформовані за рахунок власного капіталу. Для розрахунку необхідно з величини чистих оборотних активів відняти довгостроковий позиковий капітал, спрямований на формування оборотних активів:

$$ВОА = ЧОА - ДПК,$$

чи

$$СОА = ОА - ДПК - КФЗ, \quad (6.2)$$

де: $ВОА$ – сума власних оборотних активів підприємства;

ДПК – довгостроковий позиковий капітал.

Якщо підприємство не використовує довгостроковий позиковий капітал для фінансування оборотних активів, то суми власних і чистих оборотних активів співпадають.

За характером участі в операційному процесі:

- оборотні активи, обслуговуючі виробничий цикл: сировина, матеріали, незавершене виробництво, готова продукція;
- оборотні активи, обслуговуючі фінансовий цикл: грошові кошти, дебіторська заборгованість.

За періодом функціонування оборотних активів:

- постійні оборотні активи, вони є незмінною частиною оборотних активів, яка не залежить від сезонних і інших коливань операційної діяльності, тобто є незнижуваним мінімумом оборотних активів для підтримки операційного циклу;
- змінні оборотні активи, це варіююча частина оборотних активів, яка пов'язана із зростанням виробництва і реалізації продукції, необхідністю формування запасів сезонного зберігання тощо.

На першій стадії грошові активи використовуються для придбання сировини і матеріалів, тобто запасів матеріальних оборотних активів, що входять.

На другій стадії запаси матеріальних оборотних активів, що входять, в результаті безпосередньої виробничої діяльності перетворюються на запаси готової продукції.

На третій стадії запаси готової продукції реалізуються споживачам і до настання їх оплати перетворюються в дебіторську заборгованість.

На четвертій стадії сплачена дебіторська заборгованість знову перетвориться в грошові активи (частина яких до їх виробничого затребування може зберігатися у формі високоліквідних короткострокових фінансових вкладень).

Операційний цикл – це період повної трансформації усієї суми

оборотних активів, в процесі якого відбувається зміна окремих видів.

Тобто, це тривалість часу, необхідного для придбання сировини, матеріалів, запасів, їх переробки, наступної реалізації, і отримання за це грошей. Цикл має два окремі періоди – виробничий цикл підприємства і фінансовий цикл підприємства.

Виробничий цикл характеризує період повного оберту матеріальних елементів, використовуваних для обслуговування виробничого процесу, починаючи з моменту вступу сировини, матеріалів і, їх переробки і відвантаження покупцеві.

Фінансовий цикл підприємства є періодом повного оберту грошових коштів, інвестованих в оборотні активи, починаючи з моменту плати за сировину, матеріали і напівфабрикати, і закінчуючи отриманням грошей за відвантажену продукцію.

Крім того, операційний цикл включає – період оберту кредиторської заборгованості і період оберту дебіторської заборгованості.

Період оберту кредиторської заборгованості – часовий проміжок часу між отриманням сировини, матеріалів, напівфабрикатів і їх оплатою.

Період оберту дебіторської заборгованості – часовий проміжок часу між реалізацією готової продукції і оплатою рахунків до отримання.

Отже, операційний цикл можна представити як:

$$ОЦ = ПВЦ + ПОдз$$

або

$$ОЦ = ПОкз + ПФЦ, \quad (6.3)$$

де: $ОЦ$ – операційний цикл;

$ПВЦ$ – період виробничого циклу, в днях;

$ПОдз$ – період оберту дебіторської заборгованості, в днях;

$ПОкз$ – період оберту кредиторської заборгованості, в днях;

$ПФЦ$ – період фінансового циклу, в днях;

Тривалість виробничого циклу визначається за наступною формулою:

$$ПВЦ = Пом + ПОнз + ПОгп, \quad (6.4)$$

де: *ПВЦ* – період виробничого циклу, в днях;

Пом – період оборту сировини, матеріалів і напівфабрикатів, в днях;

ПОнз – період оборту незавершеного виробництва, в днях;

ПОгп – період оборту запасу готової продукції, в днях.

Тривалість фінансового циклу (чи циклу грошового обігу) підприємства визначається за наступною формулою:

$$ПФЦ = ПВЦ + ПОдз - Покз, \quad (6.5)$$

де: *ПФЦ* – період фінансового циклу, в днях;

ПВЦ – період виробничого циклу, в днях;

ПОдз – період оборту дебіторської заборгованості, в днях;

Покз – період оборту кредиторської заборгованості, в днях.

Зниження операційного циклу – позитивна тенденція, оскільки в результаті цього скорочується потреба в оборотних активах. Скорочення операційного циклу може статися з кількох причин:

- за рахунок скорочення часу виробничого процесу (період зберігання товарно-матеріальних запасів, безпосереднього зниження тривалості виготовлення готового продукту та періоду його збереження на складі);
- шляхом прискорення оборотності дебіторської заборгованості;
- за рахунок уповільнення оборотності кредиторської заборгованості.

Ефективне управління оборотними активами найбільш важливий аспект фінансової політики підприємства, оскільки саме оборотні активи, на відміну від необоротних, забезпечують найбільшу норму рентабельності і практично повністю відповідають за платоспроможність підприємства в поточній діяльності.

Політика управління оборотними активами – сукупність заходів, спрямованих на раціоналізацію і оптимізацію обсягу, складу і джерел фінансування оборотних активів з метою підвищення ефективності їх використання.

Метою управління оборотними активами підприємства є максимізація прибутку (рентабельності оборотних активів) при забезпеченні стійкої і достатньої платоспроможності підприємства. Цих дві цілі певною мірою протистоять одна одній. Так, для підвищення рентабельності необхідно, щоб грошові кошти були вкладені в різні види оборотних активів зі свідомо нижчою, ніж грошові кошти, ліквідністю. А для забезпечення стійкої платоспроможності у підприємства постійно повинна знаходитися на рахунку деяка сума грошових коштів, фактично вилучена з обороту для поточних платежів, або ж частина коштів має бути розміщена у вигляді високоліквідних активів.

Для визначення прибутковості вкладень засобів в оборотні активи використовується коефіцієнт рентабельності, а також модель Дюпона, яка стосовно цього виду активів має вигляд :

$$P_{oa} = P_{pn} \times O_{oa}, \quad (6.6)$$

де: P_{oa} – рентабельність оборотних активів;

P_{pn} – рентабельність реалізації продукції;

O_{oa} – оборотність оборотних активів.

Як видно їх формули, чим вище оборотність, тим більше норма прибутковості. У свою чергу оборотність поточних активів більшою мірою залежить від обсягу коштів інвестованих в оборотні активи.

Чим менше засобів авансованих в поточні активи, тим вище швидкість обороту. Проте скорочення засобів не повинне негативно відбитися ні на процесі виробництва, ні на ліквідності підприємства. Тобто має бути забезпечений необхідний обсяг грошових коштів і високоліквідних активів

підприємства з урахуванням обсягу і графіків майбутніх платежів. Таким чином, важливим завданням в частині управління оборотними активами підприємства є забезпечення гармонійного співвідношення між платоспроможністю і рентабельністю шляхом підтримки оптимальних розмірів і структури оборотних активів.

Оптимальна величина капіталу авансованого в оборотні активи залежить від декількох чинників.

1. Від обраного типу політики формування оборотних активів, а саме від прийнятого співвідношення рівня прибутковості і ризику фінансової діяльності.

Відомі три принципові підходи до формування оборотних активів підприємства: консервативний, помірний і агресивний.

Консервативний підхід передбачає не лише повне задоволення поточної потреби в усіх видах оборотних активів для реалізації господарської діяльності, але і створення збільшених резервів у разі складнощів із забезпеченням сировиною і матеріалами, погіршення ендогенних умов виробництва, затримки інкасації дебіторської заборгованості, активізації попиту покупців і тому подібне. Такий підхід гарантує мінімізацію операційних і фінансових ризиків, але негативно позначається на ефективності використання оборотних активів – оборотності і рівні рентабельності.

Помірний підхід спрямований на забезпечення повного задоволення поточної потреби в усіх видах оборотних активів, створення нормальних страхових резервів у разі типових збоїв в діяльності підприємства. При такому підході досягається середнє для реальних господарських умов співвідношення між рівнями ризику і ефективності використання фінансових ресурсів.

Агресивний підхід полягає в мінімізації усіх форм страхових резервів за окремими видами оборотних активів. За відсутності збоїв в ході операційної діяльності такий підхід до формування оборотних активів забезпечує найбільш високий рівень ефективності їх використання, проте

будь-які збої, викликані дією ендогенних або екзогенних чинників, призводять до істотних фінансових втрат через скорочення обсягу виробництва і реалізації продукції.

2. Залежно від обраного типу формування оборотних активів підприємства, на обсяг коштів інвестованих в поточні активи в цілому і окремі їх види, чинять вплив сезонні коливання операційної діяльності. Наприклад, на підприємствах агропромислового комплексу закупівлі сировини здійснюються лише впродовж певних сезонів, що обумовлює підвищений розмір оборотних активів в цей період. На підприємствах переробки сировини впродовж певного сезону і наступної рівномірної реалізації продукції відзначається підвищений розмір оборотних активів у формі запасів готової продукції. Коливання в розмірах оборотних активів можуть викликатися і сезонними особливостями попиту на продукцію підприємства.

3. Ще одним істотним чинником є період функціонування оборотних активів. Чим швидший кругообіг, тим менше засобів необхідно інвестувати в оборотні активи, і навпаки. Проте скорочення тривалості окремих циклів не повинне призводити до зниження обсягів виробництва і реалізації продукції. Велика увага повинна відводитися різним заходам по скороченню запасів і витрат на їх зберігання, по забезпеченню безперебійності поставок, по вдосконаленню технологій, скороченню циклу обороту готової продукції і дебіторської заборгованості, що призводить до прискорення обороту засобів і негайно відбивається і на величині задіяних в обороті ресурсів, а також на витратах за їх змістом і залученням.

4. Оптимізація обсягу оборотних активів залежить ще і від пошуку компромісу між витратами, які збільшуються і падають залежно від обсягу інвестування в оборотні активи. При збільшенні вкладень в оборотні активи підприємство несе витрачання по зберігання, можливого збільшення псування і браку. Проте з іншого боку при дефіциті оборотних коштів підприємство несе витрати пов'язані або з порушенням графіку виробництва, зменшенням продажів, погіршенням репутації, або з додатковими витратами

по залученню грошових активів.

5. На оптимальний обсяг коштів інвестованих в оборотні активи чинять вплив і інші чинники, такі як:

- виробничі чинники – склад і структура витрат на виробництво, його тип, характер продукції, що випускається, тривалість технологічного процесу тощо;
- особливість закупівель матеріальних ресурсів – періодичність, регулярність, комплексність постачань; вид транспорту; частка комплектуючих виробів в обсязі споживання;
- форми розрахунків з постачальниками і покупцями;
- величина попиту на продукцію цього підприємства, що впливає на кількість готової продукції на складі і дебіторську заборгованість.

Були розглянуті основні чинники, що визначають величину інвестування в поточні активи і, таким чином, увагу було сконцентровано на аналізі розділу активу у балансовому звіті. Проте оптимізація використання оборотних активів відноситься і до фінансової сторони питання, тобто до конкретних обсягів короткострокового і довгострокового фінансування при допущенні, що обсяг інвестування в поточні активи стабільний.

Для підприємства найбільш важливо оптимізувати інвестування змінної частини оборотних активів, потреба в яких може змінюватися в часі з багатьох причин, таких як тенденції загального росту, сезонні варіації, непередбачувані щоденні і щомісячні зміни.

Варіанти інвестування засобів в оборотні активи залежать від обраного типу фінансової політики.

При проведенні консервативної політики частина оборотних активів, що змінюється, покривається за рахунок довгострокових пасивів. Тобто підприємство тримає порівняно великий резерв цінних паперів, що легко реалізуються. Коли потреба в запасах і інших поточних активах починає рости, підприємство продає цінні папери, що легко реалізуються, і використовує гроші на купівлю усього необхідного. Коли продається продукція і кількість запасів зменшується, підприємство реінвестує вільні

засоби в цінні папери, що легко реалізуються.

При агресивній політиці підприємство фінансує частину оборотних активів, що змінюється, за рахунок зовнішніх позик на короткостроковій основі. Таким чином має відносно невеликі запаси цінних паперів, що легко реалізуються, оскільки вони, як правило, низько прибуткові. Коли необхідність в запасах та інших активах починає рости, підприємство просто займає потрібну суму грошей на короткостроковій основі. Підприємство виплачує позики, коли циклічна необхідність в активах відпадає.

Помірний підхід полягає в тому, що підприємства роблять короткострокові позики для покриття фінансових потреб в піковій точці, але підтримують грошовий запас у формі цінних паперів, що легко реалізуються, впродовж періодів спаду. У міру нарощування поточних активів, підприємство використовує цей резерв перед тим, як зробити короткострокову позику. Це дозволяє дещо збільшити поточні активи до того, як удалися до короткострокового запозичення.

Цілі і характер використання окремих видів оборотних активів мають істотні відмітні особливості. Тому в організаціях з великим обсягом задіяних оборотних активів розробляється самостійна політика управління окремими його складовими частинами: запасами, дебіторською заборгованістю, грошовими коштами

Управління запасами представляє складний комплекс заходів, що підпорядкований одній із стратегічних цілей фінансової політики – забезпеченню безперебійного процесу виробництва і реалізації продукції при мінімізації поточних витрат.

Політика управління запасами – це сукупність заходів, спрямованих на оптимізацію загального розміру і структури запасів, мінімізацію витрат по їх обслуговуванню і забезпечення ефективного контролю за їх рухом.

Виробничі запаси можна класифікувати за приналежністю до однієї з великих груп – сировина і матеріали, незавершене виробництво і готова продукція.

Відповідно до цих трьох категорій, запаси товарно-матеріальних

цінностей, що включаються до складу оборотних активів, можуть створюватися на підприємстві з різними цілями:

- 1) забезпечення поточної виробничої діяльності (поточні запаси сировини і матеріалів);
- 2) забезпечення поточної збутової діяльності (поточні запаси готової продукції);
- 3) накопичення сезонних запасів, що забезпечують господарський процес в майбутньому періоді (сезонні запаси сировини, матеріалів і готової продукції) і тому подібне

Наявність товарно-матеріальних запасів у підприємства робить двоякий вплив на фінансовий стан підприємства.

Позитивний вплив:

1. Можна оперативно виконати замовлення покупця внаслідок достатнього рівня запасів;
2. Створення великих запасів дозволить виконати велике замовлення, оперативно задовольнити збільшений попит;
3. Закупівлі у великій кількості, як правило, дозволяють добитися істотних знижок.

Негативний вплив:

1. Формування великих замовлень пов'язане з виникненням додаткових витрат (упущеної вигоди внаслідок відмови від альтернативних напрямів використання ресурсів);
2. Виникають додаткові витрати по зберіганню, перевезенню, страхуванню запасів;
3. Виникають можливі збитки, пов'язані із застаріванням продукції, її псуванням.

Одним з основних завдань політики управління товарно-матеріальними запасами є розробка такого механізму, за допомогою якого можна досягти гармонійних капіталовкладень в цей вид оборотних активів. Успішне управління запасами дозволяє знизити тривалість виробничого і усього операційного циклу, зменшити поточні витрати на їх зберігання, вивільнити з

поточного господарського обороту частину фінансових активів, реінвестуючи їх в інші активи.

Модель економічно обґрунтованих потреб (*EOQ*) є широко відомим способом розрахунку гармонійного рівня замовлення, яке дасть мінімальну річну вартість зберігання запасів і вартість виконання замовлення, при заданому обсязі виробництва. При цьому закупівельна вартість товару не включається в загальний показник, тому що вона не впливає на обсяг замовлення, якщо тільки не діють кількісні знижки.

Основна модель має декілька основних умов і передумов, деякі з них можуть здатися ідеальними.

1. Усі розрахунки відносяться тільки до одного виду товару.
2. Відомі норми річного попиту.
3. Попит рівномірно розподілений в усьому річному періоді, тому рівень споживання відносно стабільний.
4. Час виконання замовлень не змінюється.
5. Кожне замовлення поступає від єдиного замовника.
6. Кількісні знижки не діють.

Цикл починається з отримання замовлення на Q одиниць, які витрачаються з постійною швидкістю впродовж певного часу. Коли залишається обсяг запасів достатній, щоб задовольнити поточний попит впродовж часу здійснення замовлення, то постачальникові відправляють замовлення на подібну партію в Q одиниць. Оскільки спочатку задано, що швидкість витрати запасів і здійснення замовлення постійна, то замовлення буде отримано якраз у той момент, коли готівковий рівень запасів стає нульовим.

Отже, замовлення розподілені так, щоб уникнути як надмірних, так і недостатніх запасів.

Оптимальний обсяг замовлення – це розумний компроміс між вартістю зберігання і вартістю виконання замовлення: зі зміною обсягу замовлення один вид витрат зростає, а другий зменшується. Наприклад, якщо обсяг замовлення відносно невеликий, то середній рівень запасів буде низьким, а

складські витрати відповідно будуть невеликими. Проте, якщо обсяг замовлення малий, то доведеться поновлювати замовлення досить часто, що підвищить річну вартість виконання замовлення (зокрема витрати на транспортну доставку, приймання товарів). І навпроти, річну вартість виконання замовлення можна зменшити, закупивши великі партії через великі інтервали часу, – але це приведе до підвищення середнього рівня запасів і підвищить вартість зберігання. Таким чином, ідеальне рішення – не занадто великий і не занадто малий обсяг замовлення. Точна величина залежатиме від конкретної вартості зберігання і виконання замовлення.

$$Q = \sqrt{\frac{2DS}{H}}, \quad (6.7)$$

де: D – річний попит,

Q – обсяг замовлення.

S – вартість замовлення.

Для запасів готової продукції завдання мінімізації операційних витрат по їх обслуговуванню полягає у визначенні гармонійного розміру партії виробленої продукції (замість середнього розміру партії постачання). Якщо виготовляти певний товар дрібними партіями, то операційні витрати по зберіганню його запасів у вигляді готової продукції (H) будуть мінімальними. Водночас, при такому підході до операційного процесу істотно зростуть операційні витрати, пов'язані з частим переобладнанням устаткування, підготовкою виробництва тощо (S). Використовуючи замість показника обсягу виробничого споживання (Q_o) показник планованого обсягу виробництва продукції, ми на основі моделі EOQ аналогічним чином можемо визначити оптимальний розмір партії виробленої продукції і оптимальний середній розмір запасу готової продукції.

Основним завданням контролюючих систем є своєчасне розміщення замовлень на поповнення запасів і залучення до господарського обороту надмірно сформованих їх видів. Серед систем контролю за рухом запасів

найбільш широке застосування отримала система А-В-С. Метод А-В-С – класифікація матеріальних запасів відповідно до певного показника важливості; відповідно до цього показника розподіляється уся діяльність по контролю і управлінню запасами.

Метод А-В-С (*the A - B - C approach*) класифікує запаси по якомусь певному показнику важливості, зазвичай по річному використанню цього товару в грошовому вираженні (тобто грошова вартість одиниці товару на складі, помножена на річний показник використання цього товару). Відповідно до цього розподіляється діяльність по контролю і управлінню запасами. Як правило, використовуються три класи предметів: А, В (предмети середньої міри важливості), С (найменш важливі). Проте, дійсне число категорій в різних підприємствах різне, залежно від обраного рівня „деталізації” і опрацювання діяльності по управлінню запасами. При використанні трьох класів, клас А складає від 10% до 20% із загальної кількості предметів за обсягом, і від 60% до 70% за ціною. На іншому „полюсі важливості”, предмети класу С можуть складати до 60% за обсягом зберігання і усього лише близько 10% – 15% за ціною. Звичайно, на практиці це співвідношення може змінюватися, але зазвичай велика частина вартості запасів доводиться на дуже небагато найменувань предметів на складі, тому вони повинні отримувати більше уваги при загальному управлінні запасами. Таким чином, найретельніше повинні контролюватися запаси групи А, а їх кількість підтримуватися на порівняно низькому рівні.

У сучасній господарській практиці дебіторська заборгованість класифікується за наступними видами:

- дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги;
- дебіторська заборгованість за розрахунками з бюджетом;
- дебіторська заборгованість за розрахунками з персоналом;
- інші види дебіторської заборгованості.

Серед перерахованих видів найбільший обсяг дебіторської заборгованості підприємств доводиться на заборгованість покупців за відвантаженою продукцією.

Політика управління дебіторською заборгованістю є частиною загальної політики управління оборотними активами і маркетингової політики підприємства, спрямованої на розширення обсягу реалізації продукції та оптимізації загального розміру цієї заборгованості і забезпеченні своєчасної її інкасації.

На першому етапі аналізу оцінюється рівень дебіторської заборгованості підприємства і його динаміка в попередньому періоді. Оцінка цього рівня здійснюється на основі визначення коефіцієнта відвернення оборотних активів в дебіторську заборгованість, який розраховується за наступною формулою:

$$KOA_{\partial z} = \frac{Dz}{OA}, \quad (6.8)$$

де: $KOA_{\partial z}$ – коефіцієнт відвернення оборотних активів в дебіторську заборгованість;

Dz – загальна сума дебіторської заборгованості підприємства (чи сума заборгованості окремо за товарним і споживчим кредитом);

OA – загальна сума оборотних активів підприємства.

На другому етапі аналізу визначаються середній період інкасації дебіторської заборгованості і кількість її оборотів в даному періоді.

Середній період інкасації дебіторської заборгованості характеризує її роль у фактичній тривалості фінансового і загального операційного циклу підприємства. Цей показник розраховується за наступною формулою:

$$PI_{\partial z} = \frac{Dz}{Oo}, \quad (6.9)$$

де: $PI_{\partial z}$ – середній період інкасації дебіторської заборгованості підприємства;

Dz – середній залишок дебіторської заборгованості підприємства (в цілому або окремих її видів) в даному періоді;

Oo – сума одноденного обороту по реалізації продукції в даному періоді.

Кількість оборотів дебіторської заборгованості характеризує швидкість обертання інвестованих в неї засобів впродовж певного періоду. Цей показник розраховується за наступною формулою:

$$КОдз = \frac{ОР}{ДЗ}, \quad (6.10)$$

де: $КОдз$ – кількість оборотів дебіторської заборгованості підприємства в даному періоді;

$ОР$ – загальна сума обороту по реалізації продукції в даному періоді;

$ДЗ$ – середній залишок дебіторської заборгованості підприємства (в цілому або окремих її видів) в даному періоді.

Також необхідно розглянути склад простроченої дебіторської заборгованості, виділяються сумнівна і безнадійна заборгованість. В процесі цього аналізу використовуються наступні показники: коефіцієнт простроченої дебіторської заборгованості і середній „вік” простроченої (сумнівною, безнадійною) дебіторської заборгованості.

Коефіцієнт простроченої дебіторської заборгованості розраховується за наступною формулою:

$$КПдз = \frac{ДЗпр}{ДЗ}, \quad (6.11)$$

де: $КПдз$ – коефіцієнт простроченої дебіторської заборгованості;

$ДЗпр$ – сума дебіторської заборгованості, несплаченої в передбачені терміни;

$ДЗ$ – загальна сума дебіторської заборгованості підприємства.

Середній «вік» простроченої (сумнівної, безнадійної) дебіторської заборгованості визначається за наступною формулою:

$$ВПдз = \frac{ДЗпр}{Оо}, \quad (6.12)$$

де: $ВПдз$ – середній «вік» простроченої (сумнівної, безнадійної) дебіторської заборгованості;

$ДЗпр$ — середній залишок дебіторської заборгованості, несплаченої в строк (сумнівної, безнадійної), в даному періоді;

$Оо$ – сума одноденного обороту по реалізації в даному періоді.

На завершальному етапі аналізу визначають суму ефекту, отриманого від інвестування засобів в дебіторську заборгованість. У цих цілях суму додаткового прибутку, отриманого від збільшення обсягу реалізації продукції за рахунок надання кредиту, зіставляють з сумою додаткових витрат по оформленню кредиту та інкасації боргу, а також прямих фінансових втрат від неповернення боргу покупцями (безнадійна дебіторська заборгованість, списана у зв'язку з неплатоспроможністю покупців і завершенням термінів позовної давності). Розрахунок цього ефекту здійснюється за наступною формулою:

$$Едз = Пдз - ПВДз - ФПдз, \quad (6.13)$$

де: $Едз$ – сума ефекту отриманого від інвестування засобів в дебіторську заборгованість за розрахунками з покупцями;

$Пдз$ – додатковий прибуток підприємства, отриманий від збільшення обсягу реалізації продукції за рахунок надання кредиту;

$ПВДз$ – поточні витрати підприємства, пов'язані з організацією кредитування покупців та інкасацією боргу;

$ФПдз$ – сума прямих фінансових втрат від неповернення боргу покупцями.

Разом з абсолютною сумою ефекту в процесі цього етапу аналізу може бути визначений і відносний показник – коефіцієнт ефективності інвестування засобів в дебіторську заборгованість. Він розраховується за наступною формулою:

$$KE_{\partial z} = \frac{E_{\partial z}}{DЗ_{рп}}, \quad (6.14)$$

де: $KE_{\partial z}$ – коефіцієнт ефективності інвестування засобів в дебіторську заборгованість за розрахунками з покупцями;

$E_{\partial z}$ – сума ефекту, отриманого від інвестування засобів в дебіторську заборгованість за розрахунками з покупцями в певному періоді;

$DЗ_{рп}$ – середній залишок дебіторської заборгованості за розрахунками з покупцями в даному періоді.

Грошові кошти часто ототожнюють з неприбутковими активами. Знаходячись у розпорядженні підприємства, вони не приносять доходу, проте постійна їх наявність потрібна для підтримки безперервного процесу виробництва. У сфері функціонування підприємства дуже часто відбувається розрив між припливом і відтоком грошових коштів. Це пов'язано з неспівпаданням тимчасових етапів і обсягів надходжень грошових коштів, які зокрема залежать від особливостей фінансового циклу підприємства, прийнятої політики кредитування покупців та ін., і виплатами на які впливають податкові періоди, періоди виплати заробітної плати, купівлі сировини і матеріалів, виплати дивідендів та ін. Розрив між короткостроковими припливами і відтоками може бути компенсований або позиками, або збереженням ліквідного запасу у формі грошових коштів або цінних паперів, що легко реалізуються. Як правило, підприємства вважають за краще тримати деякий розмір грошових коштів безпосередньо у своєму розпорядженні, що зумовлено низкою причин, які покладені в основу відповідної класифікації залишків його грошових коштів :

Операційний (чи трансакційний) залишок грошових активів формується з метою забезпечення поточних платежів, пов'язаних з виробничо-комерційною (операційною) діяльністю підприємства: по закупівлі сировини, матеріалів і напівфабрикатів; оплаті праці; сплаті податків; оплаті послуг сторонніх організацій і тому подібне. Цей вид

залишку грошових коштів є основним у складі сукупних грошових активів підприємства.

Страховий (чи резервний) залишок грошових активів формується для страхування ризику несвоєчасного поступлення грошових коштів від операційної діяльності у зв'язку з погіршенням кон'юнктури на ринку готової продукції, уповільненням платіжного обігу і з інших причин. Необхідність формування цього виду залишку зумовлена вимогами підтримки постійної платоспроможності підприємства по невідкладних фінансових зобов'язаннях. На розмір цього виду залишку грошових активів значною мірою впливає доступність отримання підприємством короткострокових фінансових кредитів.

Інвестиційний (чи спекулятивний) залишок грошових активів формується з метою здійснення ефективних короткострокових фінансових вкладень при сприятливій кон'юктурі в окремих сегментах ринку грошей. Цей вид залишку може цілеспрямовано формуватися тільки у тому випадку, якщо повністю задоволена потреба у формуванні грошових резервів інших видів. На сучасному етапі економічного розвитку країни переважне число підприємств не має можливості формувати цей вид грошових активів.

Компенсаційний залишок грошових активів формується переважно, за вимогою банку, що здійснює розрахункове обслуговування підприємства і робить йому інші види фінансових послуг. Він є незнижуваною сумою грошових активів, яку підприємство відповідно до умов угоди про банківське обслуговування повинне постійно зберігати на своєму розрахунковому рахунку. Формування такого залишку грошових активів є однією з умов видачі підприємству бланкового (незабезпеченого) кредиту і надання йому широкого спектру банківських послуг.

Крім того, загальний залишок грошових коштів визначає рівень абсолютної платоспроможності підприємства (готовність негайно розрахуватися по усіх своїх невідкладних фінансових зобов'язаннях).

Розглянуті види залишків грошових активів характеризують лише економічні мотиви формування підприємством своїх грошових резервів,

проте чітке їх розмежування в практичних умовах є досить проблематичним. Так, страховий залишок грошових активів в період його незатребуваності може використовуватися в інвестиційних цілях або розглядатися паралельно як компенсаційний залишок підприємства. Аналогічним чином інвестиційним залишком грошових активів в період його незатребуваності є страховий або компенсаційний залишок цих активів. Проте при формуванні розміру сукупного залишку грошових активів має бути врахований кожен з перерахованих мотивів.

Таким чином, метою політики управління грошовими активами є підтримка достатнього обсягу грошових коштів для забезпечення постійної платоспроможності підприємства. Тут отримує свою реалізацію функція грошових активів як засобу платежу, що забезпечує реалізацію цілей формування їх операційного, страхового і компенсаційного залишків. Пріоритетність цієї мети визначається тим, що не великий розмір оборотних активів і власного капіталу, ні високий рівень рентабельності господарської діяльності не можуть застрахувати підприємство від порушення проти нього позову про банкрутство, якщо в передбачені терміни через нестачу грошових активів воно не може розрахуватися за своїми невідкладними фінансовими зобов'язаннями. Тому в практиці фінансового менеджменту управління грошовими активами часто ототожнюється з управлінням платоспроможністю (чи управлінням ліквідністю).

Разом з цією метою важливим завданням фінансового менеджменту в процесі управління грошовими активами вважається забезпечення ефективного використання тимчасово вільних грошових коштів, а також сформованого інвестиційного їх залишку.

Методи управління грошовими коштами передбачають:

- синхронізацію потоків надходжень і виплат грошових коштів в часі (бюджетування прибутків і витрат);
- прискорення грошових надходжень;
- оптимізацію залишків грошових коштів;
- контроль виплат.

Оптимальне сальдо грошових коштів включає співвідношення між витратами невикористаних можливостей розміщення дуже великої кількості грошей (вимушені витрати) і витратами розміщення дуже маленького запасу. Величина цих витрат істотно залежить від політики оборотних активів підприємства.

Модель *Baumol – Allais – Tobin (BAT)* є класичним засобом аналізу проблем управління грошовими коштами. Концептуальними положеннями моделі *BAT* є постійність потоку витрачання грошових коштів, зберігання усіх резервів грошових активів у формі короткострокових фінансових вкладень і зміна залишку грошових активів від їх максимуму до мінімуму, рівному нулю.

Для визначення оптимальної стратегії, треба знати наступні три речі:

1) F – фіксовані витрати від продажу цінних паперів (отримання кредиту) для поповнення засобів.

2) T – загальна кількість нових засобів, необхідних для трансакційних потреб впродовж поточного планового періоду, скажімо, одного року.

3) R – витрати невикористаних можливостей отримання грошей. Це процентна ставка за цінними паперами, що легко реалізуються.

За допомогою цієї інформації можна визначити загальні витрати будь-якої конкретної політики відносно сальдо грошових коштів і вибрати оптимальну.

Це і є оптимальне початкове сальдо грошових коштів.

Модель *BAT*, можливо, проста і найбільш чутлива модель для визначення гармонійного обсягу грошових коштів. Її головний недолік полягає в допущенні постійних і фіксованих грошових відтоків. Далі ми обговоримо складнішу модель, призначену для зняття цього обмеження.

Модель Міллера-Орра, це модель управління готівкою, орієнтована на грошові припливи і відтоки, які змінюються випадковим чином щодня. За допомогою цієї моделі ми ще раз звернемося до сальдо грошових коштів, але, в протилежність моделі *BAT*, допустимо, що це сальдо випадковим чином

відхиляється вгору і вниз і що середня зміна дорівнює нулю. Модель Міллера-Орра діє у межах верхньої межі обсягу грошових коштів (U^*) і нижньої межі (L), а також планового грошового сальдо (3^*). Підприємство дозволяє грошовому сальдо переміщатися між нижньою і верхньою межами. Поки грошове сальдо знаходиться десь між U^* і L , нічого не відбувається.

Коли грошове сальдо досягає верхньої межі (U^*), підприємство робить вилучення $U^* - 3^*$ з рахунку в цінні папери, що легко реалізуються. Ця дія знижує грошове сальдо до C^* . Так само, якщо грошове сальдо падає до нижньої межі (L), як в точці Y , підприємство продає цінні папери на суму $3^* - L$ і депонує ці засоби на рахунок. Ця дія збільшить грошове сальдо до C^* .

Спочатку встановлюється нижня межа (L). Ця межа є в основному надійним запасом; отже, її значення залежить від того, який рівень ризику нестачі грошей підприємство вважає допустимим. Інакше, мінімум міг би дорівнювати необхідному компенсаційному сальдо. Як і в моделі *BAT*, оптимальне грошове сальдо залежить від комерційних витрат і витрат невикористаних можливостей. Повторимо, що витрати при купівлі і продажі цінних паперів, що легко реалізуються, F , фіксовані за нашим допущенням. Також, витрати невикористаних можливостей – це R , тобто процентна ставка за даний період за цінними паперами, що легко реалізуються.

Потрібна тільки одна додаткова інформація – дисперсія чистого грошового потоку за період, σ^2 . Для наших цілей період може бути будь-яким, наприклад, день або тиждень, таким, щоб процентна ставка і відхилення відносилися до одного і того ж відрізка часу.

При заданому L , яке встановлене підприємством, модель Міллера-Орра показує, що планове грошове сальдо, 3^* , і верхня межа, U^* , яка мінімізує загальні витрати тримання грошей, рівні:

$$3^* = L + (3/4 * F * /R) 1/3 \quad (6.15)$$

$$U^* = 3xC^* - 2 x L \quad (6.16)$$

$$\text{Середнє сальдо грошових коштів} = (4 x 3^* - L) / 3 \quad (6.17)$$

Дві моделі управління грошовими коштами розрізняються в складності, але в них є деякий схожий сенс. У обох випадках, коли усі інші показники рівні, ми бачимо, що:

1. Чим вище процентна ставка, тим нижче планове грошове сальдо.
2. Чим більше порядкові витрати, тим вище планове сальдо.

У обох випадках це досить очевидно. Перевага моделі Міллера-Орра полягає в тому, що вона покращує наше розуміння проблеми управління грошима, вважаючи, що ефект невизначеності виражається відхиленням чистих грошових припливів. Модель Міллера-Орра демонструє, що чим більше невизначеність (чим вище) тим більше різниця між плановим сальдо і мінімальним сальдо. Так само, чим більше невизначеність, тим вище верхня межа і середнє грошове сальдо. Усі вони несуть інтуїтивний характер. Наприклад, чим більша варіативність, тим більша вірогідність того, що сальдо впаде нижче за мінімум. Таким чином, ми зберігаємо більше сальдо, щоб запобігти цій можливості.

ПІСЛЯМОВА

Потреба в розробці фінансової політики підприємства виникає у всіх випадках, коли необхідно отримати додаткові фінансові ресурси – залучити кредити чи інвестиції, профінансувати нову бізнес-ідею чи дохідний інвестиційний проект. Вона окреслює моделі та технології співпраці з податковими органами, банками, інституціональними та індивідуальними інвесторами, партнерами, контрагентами, постачальниками, клієнтами. Але найбільше її формування потрібне керівникам та власникам підприємства, щоб визначити траєкторію розвитку підприємства, детально проаналізувати свої ідеї та плани, оцінити їх реалістичність і перспективність, встановити сильні та слабкі сторони діяльності, знайти способи посилити перші та знизити другі.

Формування фінансової політики особливо необхідне, якщо підприємство планує розширити або модернізувати виробництво, змінити напрями діяльності, освоїти нові ринки або продукцію, взяти участь у корпоративних об'єднаннях або створенні нового підприємства.

У сучасних умовах трансформації економічної системи України розв'язання фінансових проблем є значним важелем сталого економічного і соціального розвитку як окремих підприємств, так і країни в цілому. Ефективна фінансова система має бути стійкою, сприяти постійному пропорційному економічному зростанню підприємств, чітко відстежувати міжнародні тенденції та запроваджувати їх з відповідними змінами у фінансову сферу певної території. Нинішня фінансова політика підприємства повинна враховувати всю багатофакторність, багатокомпонентність та багатоваріантність управління фінансами для досягнення поставленої мети та виконання завдань щодо ефективного розвитку. Фінансова політика не може визначатися раз і назавжди. Навпаки, на сучасному етапі розвитку вітчизняної економіки вона повинна бути гнучкою та коригуватися у відповідь на зміни зовнішніх та внутрішніх факторів. Розроблені методичні рекомендації мають сприяти цьому.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Азаров М.Я. Державна фінансова політика та прогнозування доходів бюджету України: Монографія / М. Я. Азаров, Ф.О. Ярошенко, Т.І. Єфименко Т.І. – К.: – НДФІ, – 2004. – 712 с.
2. Александрова М.М., Маслова С.О. Гроші. Фінанси. Кредит: НМП. – К.: ЦУЛ, 2002. – 336 с.
3. Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом / Балабанов И. Т. – М. : Финансы и статистика, 1994. – 384 с.
4. Барроу К. Бізнес-план : практ. посіб. / Барроу К., Барроу П., Браун Р. ; [пер. з 3-го англ. вид.] – К. : Знання, КОО, 2001. – 285 с.
5. Бердникова Т. Б. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия : [учеб. пособие] / Бердникова Т. – М. : ИНФРА–М, 2003. – 215 с.
6. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / Бланк И. А. – К.: Ника-Центр, 1999. – 512 с.
7. Ботвіна Н.О. Економічна сутність та складові фінансової політики в аграрній сфері економіки / Н.О. Ботвіна. – Бізнес-Навігатор № 3 (20), – 2010. – С.103-108.
8. Ботвіна Н.О. Методологічний інструментарій фінансової політики в аграрній сфері економіки / Н.О. Ботвіна. – Вісник Сумського національного аграрного університету. Серія: Фінанси і кредит. №1 (28), – 2010. – С. 22-31.
9. Василик О. Д. Теорія фінансів / Василик О. Д. – К.: НІОС, 2001. – 416 с.
10. Гапчин А. М. Оцінка інструментів і важелів фінансового механізму формування і розвитку економічного потенціалу / А. М. Гапчин // Економіка та держава № 3, – 2007. –С. 27–31.
11. Гудзь О. Є. Формування сучасної парадигми фінансової політики аграрної сфери економіки: контур загроз та можливостей // Шляхи реалізації завдань Концепції бухгалтерського обліку в аграрному секторі економіки України. ІУ міжнародна наук.-практ. конф. ННЦ «ІАЕ» 14 травня 2010 р., зб.

тез та виступів / відпов. за випуск В.М. Жук. - К.: ННЦ ІАЕ, 2010. - 346 с. - с. 292 - 295.

12. Гудзь О.Є. Декомпозиція управління платоспроможністю в сільськогосподарських підприємствах//Актуальні проблеми розвитку економіки регіону: науковий збірник / [за ред.. І.Г. Ткачук]. – Івано-Франківськ: Вид-во Прикарпатського національного університету імені Василя Стефаника, 2012. – Вип. 8. – Т.2. – 288 с. с. 236 – 241.

13. Гудзь О.Є. Діагностика та управління платоспроможністю в сільськогосподарських підприємствах // Сталий розвиток економіки – 2011 р. – № 7 (10). – с. 171 – 175.

14. Гудзь О.Є. Методичні підходи щодо здійснення фінансової діагностики в агроформуваннях //Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки [Текст]: Випуск 23: У трьох частинах/М-во освіти і науки України, Чекас. держ. технолог. ун-т. – Черкаси: ЧДТУ, 2009. – Частина І. – 250 с. С. 9-14.

15. Гудзь О.Є. Модернізація методичних підходів фінансового прогнозування діяльності агроформувань до умов кризових деформацій // Облік і фінанси АПК. – 2009 р. – № 3. – с.125 – 129.

16. Гудзь О.Є. Прогнозування фінансової стійкості та платоспроможності сільськогосподарських підприємств // Збірник наукових праць Уманського Національного університету садівництва /Серія Економіка / Редкол.: А.Ф. Головчук (відп.ред.) та ін. - Умань: УНУС, 2012. – вип. 77 Частина 2 – 356 с. с.119 – 125.

17. Гудзь О.Є. Формування адаптивного механізму фінансової безпеки агроформувань: методологічний вимір //Вісник Харк. Нац. Техн. Ун-ту сільськогосподарства: Економічні науки. Вип. 90. – Харків: ХНТУСГ, 2009 р. – 316 с. – с. 32-45.

18. Даль В. Толковый словарь великого языка. – М.: Тип Вольфа, 1965. – 238 с.

19. Кириленко В. До питання про суть і функції фінансової політики держави / В.Кириленко // Світ фінансів. – 2007. – № 4 (13). – С. 94–99.
- Ковалев В. В. Финансовый анализ / Ковалев В. В. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 512 с.
20. Ковалюк О.М. Актуальні проблеми фінансової політики уряду в умовах формування ринкових відносин / О. М. Ковалюк, М. І. Крупка, А. К. Миронюк. – Львів: – Вісн. Льв. ун-ту. Серія економічна. – 1997. – Вип. 27. – С. 21–24.
21. Коуз Р. Фирма, рынок и право. – М.: «Дело ЛТД», 1993. – С. 94.
22. Краснокутська Н. С. Потенціал підприємства: формування і оцінка: Навч. посібн. / Н. С. Краснокутська. – К.: – Центр навчальної літератури, – 2005. – 352 с.
23. Мінцберг Г. Зліт і падіння стратегічного планування / Г. Мінцберг. – К.: – Видавництво Олексія Капусти (Підрозділ агенції „Стандарт”), – 2008. – 412 с.
24. Опарін В.М. Фінанси (загальна теорія): Навч. посіб. – 2-ге вид., доп. і перероб. – К.: КНЕУ, 2003. – 240 с.
25. Правдюк О. Л. Механізм фінансової політики в сучасному вимірі / О. Л. Правдюк // Економіка АПК. – 2010. – № 9. – С. 91–96.
26. Правдюк О. Л. Сутність, завдання та контур фінансової політики в аграрній сфері економіки / О. Л. Правдюк // Облік і фінанси АПК. – 2010. – № 3. – С. 162–166.
27. Пушкарёва В.М. История финансовой мысли и налогов. М.:Финансы и статистика, 2003. – С. 26.
28. Романенко О. Р. Фінанси: Підручник / О.Р. Романенко. – К.: –Знання, – 2006. – 312 с.
29. Стецюк П.А. Грошові потоки в декомпозиції фінансування економічного розвитку агроформувань / П.А. Стецюк // Вісник Сумського національного аграрного університету. Серія: Фінанси і кредит. № 1 (28), 2010. – С. 7-15.

30. Стецюк П.А. Методологія аналізу фінансування інвестиційної діяльності сільськогосподарських підприємств / П.А. Стецюк // Зб. наукових праць Таврійського державного агротехнологічного університету (економічні науки) / За ред. В.А. Рульєва. – Мелітополь: Вид-во Мелітопольська типографія «Люкс», 2009. – № 7. – С. 119 – 125.
31. Стецюк П.А. Проблеми фінансового забезпечення сільськогосподарських підприємств / П.А. Стецюк // Облік і фінанси АПК. – 2011. – №4. – С. 134-137.
32. Стецюк П.А. Стратегічне планування формування та використання фінансових ресурсів сільськогосподарських підприємств / П.А. Стецюк // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2010. – №1(7). С. 98-102.
33. Стецюк П.А. Стратегія і тактика управління фінансовими ресурсами сільськогосподарських підприємств: монографія / П.А. Стецюк. – К.: ННЦ ІАЕ, 2009. – 370 с.
34. Стецюк П.А. Теоретичні та практичні аспекти визначення ціни джерел фінансових ресурсів сільськогосподарських підприємств / П.А. Стецюк // Зб. наукових праць Кам'янець-Подільського державного аграрно-технологічного університету. – Кам'янець-Подільський, 2009. – Вип. 17, т. 2. – С. 635 – 639
35. Стецюк П.А. Теорія і практика управління фінансовими ресурсами сільськогосподарських підприємств. /П.А. Стецюк – К.: – ННЦ ІАЕ, – 2008. – 386 с.
36. Стецюк. П.А. Методологічні аспекти оцінки фінансування інноваційних проектів агроформувань / П.А. Стецюк // Вісник Сумського національного аграрного університету. – Серія: Фінанси і кредит. – 2011. – № 2 (31). – 325 с. – С. 186-192.
37. Стецюк П.А. Управление финансовыми ресурсами предприятий аграрного сектора Украины / П.А. Стецюк // Финансовый менеджер. – 2010. – №2. – С. 26-28.
38. Философский энциклопедический словарь. – М., 1989. – С. 490.

39. Фінанси : навч. посіб. О. П. Близнюк, Л.І. Лачкова, В.І. Оспіщев та ін.; за ред В. І. Оспіщева. – К. : – Знання, – 2006. – 415 с.
40. Фінанси підприємств : підруч. / кер. авт. кол. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. – 3-тє вид., перероб. та допов. – К. : КНЕУ, 2000. – 460 с.
41. Фінанси у запитаннях і відповідях / За ред. О.Д. Данілова. – К.: – Вид. дім „Комп’ютерпрес”, – 2006. – 444 с.
42. Фінансова діяльність підприємства : підруч. / О. М. Бандурка, М. Я. Коробов, П. І. Орлов, К. Я. Петрова. – К. : Либідь, 1998. – 312 с.
43. Фінансова діяльність суб’єкта : підруч. / О.М. Бандурка, М.Я. Коробов, П. І. Орлов, К.Я. Петрова. – К. : – Либідь, – 1998. – 312 с.
44. Фінансово-економічний аналіз: Підручник/ Буряк П.Ю., Римар М.В., Бець М.Т., Карпінський Б.А. // Під заг. ред. П.Ю. Буряка, М.В. Римара. – К.: – Професіонал, – 2004. – 528 с.