

Л. Л. Куц

**КАПІТАЛ ПІДПРИЄМСТВА: ФОРМУВАННЯ
ТА ВИКОРИСТАННЯ**

Опорний конспект лекцій

Тернопіль-2019

Л. Л. Куц.

**К 95 Капітал підприємства: формування та використання.
Опорний конспект лекцій. Тернопіль, ТНЕУ, 2019. 105 с.**

Робота є скороченим циклом лекцій, які читає автор у Тернопільському національному економічному університеті. Тут розкрито суть, завдання і принципи управління капіталом підприємства, методику оцінювання вартості капіталу з різних зовнішніх і внутрішніх джерел, особливості формування капіталу створеного підприємства та у процесі його розвитку тощо. Для студентів економічних спеціальностей, спеціалістів і керівників підприємств, а також буде корисною для всіх тих, кого цікавлять питання ефективного управління капіталом підприємства.

ББК 65.9 (4 Укр) 29-93

© Л.Л. Куц

ВСТУП

Дисципліна „ Капітал підприємства: формування та використання” орієнтована на глибоке і ґрунтовне вивчення студентами сучасних принципів, механізмів і методів ефективного управління капіталом підприємства, знання яких дозволяє забезпечити перехід підприємств до нової якості економічного розвитку в ринкових умовах. Формування та використання капіталу як об’єкт управління представляє фахівцям спеціальності „Економіка підприємства” в майбутньому широке поле діяльності при прийнятті стратегічних, тактичних і оперативних управлінських рішень, спрямованих на успішне досягнення цілей економічного розвитку підприємства.

Метою дисципліни є формування у студентів системи теоретичних і прикладних знань щодо сучасних методів управління капіталом, вироблення у них логіки прийняття управлінських рішень у цій сфері.

Завданням дисципліни є вивчення сучасних технологій та інструментів, які використовують у вітчизняній і закордонній практиці у процесі управління формуванням та використанням капіталу підприємства.

Тема 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА

Основні питання теми:

- 1. Економічна сутність капіталу підприємства.**
 - 2. Класифікація капіталу підприємства.**
 - 3. Сутність, цілі і завдання управління капіталом підприємства.**
 - 4. Функції і механізм управління капіталом підприємства.**
-
-

1. Економічна сутність капіталу підприємства

У сучасній економічній літературі можна зустріти багато визначень капіталу, що пов'язано з багатоаспектністю цього поняття. Кожен аспект вказує на якусь характеристику капіталу, яка виявляє його сутність.

Капітал підприємства представляє загальну вартість засобів у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, інвестованих у формування його активів з метою отримання прибутку (доходу).

Основні характеристики категорії „капітал”, які є найбільш придатними для наступного практичного використання в управлінні капіталом підприємства.

1. Капітал як накопичена цінність. У цій якості капітал трактують як накопичений запас економічних благ (майна) на певний момент часу. Тобто як накопичена економічна цінність на певну дату.

На підприємствах капітал як накопичена цінність характеризується запасом основних засобів, нематеріальних активів, грошових засобів, товарно-матеріальних оборотних активів і т. ін.

2. Капітал як виробничий ресурс (фактор виробництва). Ресурси стають капіталом, коли спрямовуються у виробництво (справу). Спрямовані на споживання ресурси капіталом не є.

3. Капітал як інвестиційний ресурс. За своєю економічною природою капітал призначений до інвестування – вкладення у певні об'єкти з метою отримання доходу.

4. Капітал як джерело доходу. Це одна з важливих характеристик капіталу, яку відзначають представники всіх економічних шкіл.

Куди б не був спрямований капітал — у сферу реальної економіки чи в фінансову сферу — він завжди потенційно здатний приносити дохід його власнику за умови ефективного його використання.

5. Капітал як об'єкт часового вибору. На всіх стадіях функціонування капіталу (накопичення, інвестування, використання) перед власниками капіталу виникає дилема вибору, пов'язана з його використанням в часі.

Часова перевага завжди вимагає від власника капіталу рішення щодо співвідношення споживання благ в поточному і майбутньому періодах, відповідно до його економічних інтересів.

6. Капітал як об'єкт купівлі-продажу. У цьому аспекті капітал формує особливий вид ринку — ринок капіталу, який характеризується попитом, пропозицією і ціною, а також певними суб'єктами ринку.

Ціна на капітал формується під впливом попиту і пропозиції. Кількісним вираженням цієї ціни виступає зазвичай рівень середньорічної ставки дохідності капіталу.

7. Капітал як об'єкт власності і розпорядження. Використання капіталу в економічному процесі не обов'язково пов'язане з наявністю права власності. У сучасних умовах підприємець може володіти правами розпорядження капіталом без права власності на нього. (Приклад: функціонування капіталу в АТ, коли власники капіталу передають права розпорядження ним іншим особам).

Враховуючи цей аспект власності і розпорядження капітал поділяють на *власний* і *залучений (позиковий)*, співвідношення між якими називають „*структурою капіталу*”. Воно впливає на багато аспектів ефективності господарської діяльності підприємства і значною мірою визначає рівень його ринкової вартості.

8. Капітал як носій фактора ризику. Застосовуючи капітал з метою отримання доходу, підприємець свідомо йде на економічний ризик, пов'язаний з можливим відхиленням очікуваного доходу, а також можливою втратою (частковою або повною) вкладеного капіталу. Ризик і дохідність капіталу тісно взаємозв'язані. Чим вищий рівень очікуваної дохідності капіталу, тим більший рівень ризику, і навпаки.

9. Капітал як носій фактора ліквідності. Під ліквідністю капіталу розуміють здатність його реалізувати за реальною ринковою вартістю. Аспект ліквідності характеризує можливість „переливу капіталу” при настанні несприятливих умов.

Ліквідність різних видів капіталу є різною. Її враховують при формуванні необхідного рівня дохідності у процесі підприємницької діяльності.

2. Класифікація капіталу підприємства

1. За приналежністю підприємству виділяють власний і позиковий види його капіталу.

2. За натурально-речовими формами інвестування розрізняють капітал у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах,

3. За об'єктом інвестування виділяють основний і оборотний види капіталу підприємства. Основний — капітал інвестований у всі види необоротних активів підприємства (а не тільки в основні засоби, як це часто трактують у літературі). Оборотний — капітал інвестований у всі види його оборотних активів.

4. За формою знаходження у процесі кругообігу розрізняють капітал підприємства у грошовій, виробничій і товарній формах.

5. За організаційно-правовими формами діяльності виділяють наступні види капіталу: акціонерний (капітал підприємств, створених у формі акціонерних товариств), пайовий (капітал партнерських підприємств — товариств з обмеженою відповідальністю, командитних товариств і т.ін.), індивідуальний (капітал індивідуальних підприємств — сімейних і т.ін.).

6. За характером використання у господарському процесі виділяють працюючий і непрацюючий види капіталу. Працюючий капітал характеризує ту його частину, яка бере безпосередню участь у формуванні доходів і забезпеченні операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства. Непрацюючий капітал характеризує ту його частину, яка інвестована в активи, що не беруть безпосередньої участі у виконанні різних видів господарської діяльності підприємства й формуванні його доходів.

7. За характером використання власниками виділяють споживаний і накопичуваний (реінвестований) види капіталу.

8. За часовим періодом залучення розрізняють довгостроковий капітал (перманентний) і короткостроковий. Довгостроковий складається з власного капіталу а також залученого капіталу з терміном використання понад 1 рік. Сукупність власного капіталу і довгострокового залученого капіталу називають терміном „перманентний капітал”. Короткостроковий капітал підприємство залучає на період до 1 року.

9. За країною походження розрізняють національний (вітчизняний) та іноземний капітал, інвестований у підприємство.

10. За відповідністю правовим нормам функціонування розрізняють легальний і “тіньовий” капітал, що використовується у процесі господарської діяльності підприємства.

3. Сутність, цілі і завдання управління капіталом підприємства

Управління капіталом здійснюють через систему принципів і методів розробки управлінських рішень, пов'язаних з оптимальним його формуванням з різних джерел, а також забезпеченням ефективного його використання.

СИСТЕМА УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА	
Система управління формуванням капіталу	Система управління використанням капіталу

Рис. 1. 2. Структура системи управління капіталом підприємства.

Ефективне управління капіталом підприємства забезпечується дотриманням таких *принципів*.

1. Інтегрованість із загальною системою управління підприємством.

2. Комплексний характер формування управлінських рішень.
3. Високий динамізм управління.
4. Варіативність підходів до розробки окремих управлінських рішень.
5. Орієнтованість на стратегічні цілі розвитку підприємства.

З урахуванням змісту і принципів управління капіталом визначаються його **цілі і завдання**.

Головною метою управління капіталом є максимізація ринкової вартості підприємства, за рахунок чого забезпечується максимізація добробуту власників підприємства в поточному і перспективному періодах.

Основні завдання управління капіталом підприємства:

1. Формування достатнього обсягу капіталу, що забезпечує необхідні темпи економічного розвитку підприємства.
2. Оптимізація розподілу сформованого капіталу за видами діяльності та напрямками використання.
3. Забезпечення умов досягнення максимальної дохідності капіталу при заданому рівні фінансового ризику.
4. Забезпечення мінімізації фінансового ризику, пов'язаного з використанням капіталу, при заданому передбачуваному рівні його дохідності.
5. Забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку.
6. Забезпечення достатнього рівня фінансового контролю над підприємством з боку його засновників.
7. Забезпечення достатньої фінансової гнучкості підприємства.
8. Оптимізація обороту капіталу.
9. Забезпечення своєчасного реінвестування капіталу.

4. Функції і механізм управління капіталом підприємства

Система управління капіталом реалізує свою головну мету й основні завдання шляхом здійснення певних функцій. Ці **функції** можна поділити на **дві основні групи**:

- 1) характерні для будь-якого процесу управління;
- 2) специфічні функції системи управління капіталом.

У **першій групі функцій** системи управління капіталом **основними є**:

1. Розробка стратегії формування і використання капіталу підприємства.
2. Створення ефективних інформаційних систем управління капіталом. У процесі реалізації цієї функції мають бути сформовані зовнішні і внутрішні джерела інформації щодо формування і використання капіталу, організовують постійний моніторинг основних параметрів капіталу підприємства і кон'юнктури ринку капіталу.
3. Аналіз капіталу.
4. Планування капіталу.

5. Розробка дієвої системи стимулювання реалізації прийнятих управлінських рішень в області формування і використання капіталу.

6. Контроль за реалізацією прийнятих управлінських рішень в області формування і використання капіталу.

У групі *специфічних функцій* системи управління капіталом *основними* є:

1. Визначення загальної потреби в капіталі в процесі створення підприємства.

2. Управління середньозваженою вартістю капіталу.

3. Управління структурою капіталу.

4. Управління формуванням власного капіталу підприємства в процесі його розвитку.

5. Управління залученням позикового капіталу.

6. Управління використанням капіталу в операційній діяльності підприємства.

7. Управління використанням капіталу в інвестиційній діяльності підприємства.

Процес управління капіталом підприємства базується на певному механізмі. **Механізм управління капіталом** є сукупністю основних елементів дії на процес розробки і реалізації управлінських рішень в області формування і використання капіталу підприємства.

У структуру механізму управління капіталом підприємства входять такі елементи.

1. Система регулювання фінансової діяльності підприємства. Вона включає:

- *Державне нормативно-правове регулювання фінансової діяльності підприємств.*

- *Ринковий механізм регулювання фінансової діяльності підприємства.*

Цей механізм формується перш за все в сфері ринку капіталу в розрізі окремих його видів і сегментів.

- *Внутрішній механізм регулювання окремих аспектів фінансової діяльності підприємства.* Так, частина таких аспектів регулюється вимогами статуту підприємства. Окремі з цих аспектів регулюються розробленими на підприємстві фінансовою стратегією і цільовою фінансовою політикою за окремими напрямками управління капіталом. Крім того, на підприємстві може бути розроблена і затверджена система внутрішніх нормативів і вимог щодо окремих аспектів формування і використання капіталу.

2. Система зовнішньої підтримки фінансової діяльності підприємства. Вона включає:

- *Державне та інші зовнішні форми фінансування підприємства.* (з державної бюджетної системи, позабюджетних (цільових) фондів, а також різних інших недержавних фондів сприяння розвитку бізнесу).

- *Кредитування підприємства.*

- *Лізинг (оренда).*

- *Страховання.*
- *Інші форми зовнішньої підтримки фінансової діяльності підприємства.*

До них можна віднести її ліцензування, державну експертизу інвестиційних проектів, селенг і т. ін.

3. Система фінансових важелів. Включає наступні основні форми дії на процес прийняття і реалізації управлінських рішень в області формування і використання капіталу підприємства:

- *Ціну.*
- *Відсоток.*
- *Прибуток.*
- *Чистий грошовий потік.*
- *Дивіденди.*
- *Пені, штрафи, неустойки.*
- *Інші економічні важелі.*

4. Система фінансових методів складається з наступних основних способів і прийомів, за допомогою яких обґрунтовують і контролюють конкретні управлінські рішення в різних сферах управління формуванням і використанням капіталу:

- *Метод техніко-економічних розрахунків.*
- *Балансовий метод.*
- *Економіко-статистичні методи.*
- *Економіко-математичні методи.*
- *Експертні методи (методи експертних оцінок).*
- *Методи дисконтування вартості.*
- *Методи нарощування вартості (компаундингу)*
- *Методи диверсифікації.*
- *Методи хеджування.*
- *Інші фінансові методи.*

5. Система фінансових інструментів складається з наступних контрактних зобов'язань, що забезпечують механізм реалізації окремих управлінських рішень підприємства у сфері формування і використання капіталу і фіксують його фінансові стосунки з іншими економічними суб'єктами:

- *Платіжні інструменти (платіжні доручення, чеки, акредитиви і т. ін.).*
- *Кредитні інструменти (договори про кредитування, векселі і т. ін.).*
- *Депозитні інструменти (депозитні договори, депозитні сертифікати і т. ін.).*
- *Інструменти інвестування (акції, інвестиційні сертифікати і т. ін.).*
- *Інструменти страхування (страховий договір, страховий поліс).*
- *Інші види фінансових інструментів.*

Ефективний механізм управління капіталом дозволяє в повному обсязі реалізувати цілі і завдання, що стоять перед ним, сприяє результативному здійсненню функцій цього управління.

Використана і рекомендована література:

1. Бланк И. А. Управление активами и капиталом предприятия. Т.2 / И. А. Бланк. – 2-е изд. – М.: " Омега-Л", 2008. – 448 с. – (Энциклопедия финансового менеджера. [В 4 томах).– 448 с. – С. 206-288
2. Бланк И. А. Управление капиталом: Учебный курс / И.А. Бланк. – К.: „Эльга, Ника-Центр”, 2004. – 576 с. – С. 9-49.
3. Бланк И. А. Управление формированием капитала / И.А. Бланк. –М.: „Омега-Л”, 2008. – 512 с. – С.10-80.
4. Зборовська Ю. О. Капітал підприємства: теоретичні аспекти визначення суті капіталу / Ю. О. Зборовська // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – №7-8. – С.35-38.
5. Ковалев В. В. Управление финансовой структурой фирмы: учебн.-практ. Пособие / В.В. Ковалев.– М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008. – 256 с. – С. 71-82.
6. Котькалова І. В. Генезис економічної дефініції "капітал" : [визначення сутності і змісту капіталу підприємства] [Текст] / І. В. Котькалова // Формування ринкових відносин в Україні. – 2010. – №1. – С. 17-20.
7. Куц Л. Л. Капітал підприємства: формування та використання. Курс лекцій / Л. Л.Куц. – Тернопіль : Інфотехцентр, 2010. – 130 с. – С. 4-18.
8. Рахаев Б. Управление капиталом на уровне предприятия / Б. Рахаев // Проблемы теории и практики управления. – 2007. – №12. – С.110-115.

Тема 2. ОБОРОТ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА ТА ЙОГО ГАЛУЗЕВА СПЕЦИФІКА

Основні питання теми:

1. Оборот капіталу підприємства, його стадії.
2. Тривалість обороту капіталу підприємства.
3. Вартісний цикл капіталу підприємства.

1. Оборот капіталу підприємства, його стадії

Кругообіг(оборот) капіталу – це неперервний процес його руху, що супроводжується послідовною зміною однієї його форми в іншу.

Капітал на підприємстві у виробничому процесі протягом свого кругообігу функціонує в трьох основних формах – грошовій, виробничій, товарній.

У процесі кругообігу капітал підприємства проходить три стадії.

Стадія кругообігу характеризує період знаходження капіталу в одній з конкретних його форм до початку його трансформації в іншу функціональну форму.

На першій стадії капітал у грошовій формі авансується в конкретні фактори виробництва – засоби виробництва, предмети праці, тобто в операційні активи (оборотні та необоротні), перетворюючись у виробничу форму.

На другій стадії виробничий капітал у процесі виробництва продукції перетворюється в товарну форму (яка включає й форму вироблених послуг).

На третій стадії товарний капітал у ході реалізації вироблених товарів і послуг, перетворюється в грошовий капітал.

За один **цикл обороту** авансований у виробництво капітал повертається до своєї початкової форми.

2. Тривалість обороту капіталу підприємства

Повний цикл обороту капіталу характеризується:

- 1) його тривалістю в часі;
- 2) зміною сумарного розміру капіталу підприємства.

Тривалість одного обороту капіталу підприємства характеризує **період** часу, протягом якого здійснюється повний цикл його кругообігу. Його визначають як відношення середньої суми капіталу підприємства до середньорічного (середньомісячного, середньоденного) обсягу реалізації його продукції. (Відповідно отримують тривалість обороту капіталу в роках, місяцях, днях).

3. Вартісний цикл капіталу підприємства. Зміни в розмірі капіталу підприємства в процесі його розвитку.

Зміну сумарної вартості капіталу протягом одного обороту характеризують терміном “**вартісний цикл капіталу**” [value cycle of capital].

Рух вартісного циклу капіталу підприємства здійснюється по спіралі. У процесі цього руху підприємство може за рахунок рентабельного використання капіталу в окремі періоди нарощувати його сумарну вартість, або за рахунок збиткової господарської діяльності частково втрачати її.

Рух вартісного циклу капіталу служить важливим *індикатором* темпів розвитку конкретного підприємства, динаміки його ринкової вартості й конкурентної позиції.

Тема 3. ВАРТІСТЬ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА ТА ОПТИМІЗАЦІЯ ЙОГО СТРУКТУРИ

Основні питання теми:

- 1. Базові поняття, пов’язані з вартістю капіталу.**
- 2. Загальні підходи до оцінювання вартості джерела капіталу.**
- 3. Оцінювання вартості окремих елементів власного та позикового капіталу.**
- 4. Структура капіталу.**
- 5. Механізм управління структурою капіталу на основі фінансового левериджу.**
- 6. Механізм управління структурою капіталу на основі операційного левериджу.**
- 7. Методи оптимізації структури капіталу підприємства.**

1. Базові поняття, пов’язані з вартістю капіталу

Вартість капіталу (певного виду) – це ціна, яку підприємство платить за його залучення з певного джерела. А з точки зору кредиторів й інвесторів вартість капіталу – це норма дохідності, яку вони хочуть за свій капітал, даючи його в користування.

Основні аспекти концепції вартості капіталу.

1. Рівень вартості капіталу суттєво відрізняється за окремими його елементами (компонентами). Щоб вартість кожного елемента капіталу була *співставною*, її виражають зазвичай *річною ставкою відсотка*.

Рівень вартості кожного елемента капіталу не є постійною величиною і суттєво коливається в часі під впливом різних факторів.

2. Оцінювання вартості капіталу здійснюється не лише в розрізі його елементів, але й по підприємству загалом. Показником такого оцінювання є *середньозважена вартість капіталу* [weighted average cost of capital - WACC].

Середньозважена вартість капіталу характеризує **рівень витрат підприємства (у %) на його залучення з усіх джерел.**

Вихідною базою її формування є дані, отримані у процесі поелементної оцінки капіталу.

	Елементи капіталу, що виділені у процесі оцінки				
	1	2	...	n - 1	n
1. Вартість окремих елементів капіталу, %	K_1	K_2	...	K_{n-1}	K_n
2. Питома вага окремих елементів капіталу в загальній його сумі, яка виражена десятковим дробом	w_1	w_2	...	w_{n-1}	w_n
Таким чином, середньозважена вартість капіталу (СВК) розраховується за формулою:					
$СВК = \sum_{i=1}^n k_i \cdot w_i .$					

3. Ефективне формування капіталу в процесі розвитку підприємства потребує оцінки його граничної вартості.

Під *граничною вартістю капіталу* [marginal cost of capital] розуміють **вартість кожної нової його одиниці, що додатково залучається підприємством.**

Гранична вартість капіталу для кожного окремого елемента капіталу при його додатковому залученні зростає (стрибокподібно). Наприклад, ціна нового кредиту буде більшою. Відповідно зростає середньозважена вартість капіталу підприємства.

Гранична середньозважена вартість капіталу характеризує **приріст середньозваженої вартості капіталу підприємства, який виникає внаслідок залучення додаткової одиниці капіталу.** Розрахунок цього показника здійснюють за формулою:

$$ГСВК = \Delta СВК / \Delta К,$$

де ГСВК – гранична середньозважена вартість капіталу;

Δ СВК – приріст середньозваженої вартості капіталу;

Δ К – приріст капіталу підприємства в результаті його додаткового залучення.

Отже, залучення додаткового капіталу підприємства як за рахунок власних, так і за рахунок позикових джерел має на кожному етапі розвитку підприємства свої економічні межі. Це пов'язано зі зростанням середньозваженої його вартості.

2. Загальні підходи до оцінювання вартості джерела капіталу

Використовувані підприємством джерела капіталу суттєво відрізняються за ціною (вартістю).

Вартість капіталу (ціна капіталу) з певного джерела – це загальна сума засобів, яку підприємство платить власнику за користування його капіталом, виражена у відсотках до обсягу капіталу, залученого з даного джерела.

Вартість капіталу =	Виплати власнику	· 100%	(3.1)
	Залучений капітал		

Знаючи вартість капіталу, залученого з різних джерел, можна визначити **середньозважену вартість капіталу підприємства**.

$$\text{СВК} = w_1k_1 + w_2k_2 + \dots + w_nk_n \quad (3.2)$$

де w_i – частка джерела капіталу, дес. дріб.

K_i – вартість джерела капіталу, %.

Окрім плати за використання капіталу, яку вимагають власники, підприємство може нести й інші витрати, пов'язані з його залученням (затрати на емісію, на оформлення кредитних договорів, страхування, гарантії, поручительство, застави, залучення консультантів і т.ін.). Якщо ці витрати значні, їх теж слід враховувати.

Також визначення вартості джерел капіталу обов'язково передбачає врахування факторів часу і ризику.

2. Визначення вартості елементів позикового та власного капіталу підприємства

Важливою властивістю будь-якого виду позик є те, що (в більшості країн податкове законодавство дозволяє) процентні платежі по їх обслуговуванню входять у витрати, які відносять на собівартість продукції. Тому їх виключають з оподаткованого прибутку, що зберігає ("спасає") певний грошовий потік.

Таким чином, остаточну вартість позикового капіталу з врахуванням податкових ефектів визначають за формулою:

$$k = r (1 - T), \quad (3.3)$$

де k – вартість позикового капіталу, %;

r – ставка відсотка за кредит, %;

T – ставка податку на прибуток, дес. дріб.

Податковий ефект не враховують, якщо підприємство не отримує прибутку.

Розглянемо методики розрахунку вартості позикових джерел капіталу:

1) розрахунок вартості банківського кредиту.

Наведена формула (3.3) є базовим варіантом для розрахунку вартості банківського кредиту.

Якщо підприємство несе суттєві додаткові витрати по залученню банківського кредиту (наприклад, страхування кредиту за рахунок позичальника), то вартість банківського кредиту $k_{\text{бк}}$ для підприємства має врахувати розмір цих витрат:

$$k_{\text{бк}} = \frac{r(1-T)}{1 - \frac{\text{Дод. витрати}}{\text{Сума банк. кредиту}}}. \quad (3.4)$$

Якщо додаткові витрати несуттєві стосовно суми банківського кредиту, то використовують базову формулу.

Управління вартістю банківського кредиту зводиться до виявлення таких його пропорцій на фінансовому ринку, які б цю вартість мінімізували (як за ставкою кредиту r , так і за іншими умовами його залучення).

2) визначення вартості позикового капіталу, залученого за рахунок емісії облігацій.

Якщо облігація має ставку купонного відсотка, що формує періодичні купонні виплати, то вартість залучення капіталу за рахунок емісії таких облігацій розраховують аналогічно як для банківського кредиту (див. формулу 3.4)

$$k_o = \frac{r_o(1-T)}{1 - \frac{\text{Емісійні витрати}}{\text{Сума залучених за рахунок емісії коштів}}}, \quad (3.5)$$

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

r_o – ставка купонного відсотка облігації, %;

T – ставка податку на прибуток, дес. дріб.

3) розрахунок вартості фінансового лізингу.

Її визначають на основі ставки лізингових платежів (лізингової ставки). При цьому потрібно врахувати, що ця ставка включає дві складові:

1) поступове повернення суми основного боргу (він представляє собою річну норму амортизації активу, залученого на умовах фінансового лізингу), після оплати якого актив передається у власність орендатору;

2) вартість безпосереднього обслуговування лізингового боргу.

З огляду на це вартість фінансового лізингу ($k_{\text{фл}}$) оцінюють за формулою:

$$k_{\text{фл}} = \frac{(r_{\text{фл}} - H_a) \cdot (1 - T)}{1 - \frac{\text{Витрати на залучення активу на умовах фін. лізингу}}{\text{Вартість залученого активу}}}, \quad (3.6)$$

де $r_{\text{фл}}$ – річна лізингова ставка, %;

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

T – ставка податку на прибуток, дес. дріб.

Вартість фінансового лізингу не повинна перевищувати вартість банківського кредиту на аналогічний період, інакше підприємству вигідніше отримати довгостроковий банківський кредит для купівлі активу у власність.

4) визначення вартості товарного (комерційного) кредиту.

Її оцінюють відносно двох форм його надання:

а) вартість за кредитом на умовах короткотермінової відстрочки платежу:

$$k_{TKK} = \frac{Цз \cdot 360}{ТВ} \cdot 100\% , \quad \text{або} \quad k_{TKK} = \frac{Цз \cdot (1 - T)}{1 - Цз} \cdot \frac{360}{ТВ} \cdot 100\% \quad (3.7)$$

де Цз – розмір цінової знижки при здійсненні готівкового платежу за продукцію ("платежу проти документу"), дес. дріб;

ТВ – термін відстрочки платежу за продукцію, днів.

В основі управління цією вартістю є її обов'язкова оцінка у річній ставці відсотка для кожного товарного (комерційного) кредиту і порівняння з вартістю залучення аналогічного банківського кредиту;

б) вартість товарного (комерційного) кредиту у формі довготермінової відстрочки платежу з оформленим векселем (k_{TKD}):

$$k_{TKD} = \frac{r_b (1 - T)}{1 - Цз} , \quad (3.8)$$

де r_b – ставка відсотка за вексельний кредит, %;

T – ставка податку на прибуток, дес. дріб;

Цз – розмір цінової знижки, що надається постачальником при здійсненні готівкового платежу, дес. дріб.

Управління вартістю цієї форми товарного кредиту, як і банківського, зводиться до пошуку варіантів поставок аналогічної продукції, які б мінімізували розміри цієї вартості.

5) **вартість внутрішньої кредиторської заборгованості** підприємства при визначенні середньозваженої вартості капіталу враховують за нульовою ставкою, оскільки кредиторська заборгованість представляє собою безоплатне фінансування підприємства за рахунок цього виду короткострокового позикового капіталу.

Визначення вартості елементів (джерел) власного капіталу підприємства.

Розглянемо методики оцінювання вартості елементів ВК:

1) оцінювання вартості функціонуючого власного капіталу.

Вартість функціонуючого ВК підприємства у звітному періоді ($k_{BK\phi-zv}$) визначають за формулою:

$$k_{BK\phi-zv} = \frac{ЧП_{вл}}{BK} \cdot 100\% , \quad (3.9)$$

де $ЧП_{вл}$ – чистий прибуток, виплачений власникам підприємства у процесі його розподілу за звітний рік;

BK – середня сума власного капіталу підприємства у звітному періоді.

Процес управління цим показником визначається сферою його використання – операційною діяльністю, тому пов'язаний з формуванням прибутку і політикою його розподілу.

Відповідно **вартість функціонуючого ВК у плановому періоді** ($k_{ВКф-пл}$) визначають за формулою:

$$k_{ВКф-пл} = k_{ВКф-зв} \cdot T_p \Pi_{вл}, \quad (3.10)$$

де $T_p \Pi_{вл}$ – запланований темп росту виплат прибутку власникам на одиницю вкладеного капіталу, (дес.дріб).

2) вартість нерозподіленого прибутку останнього звітного періоду. Її визначають з урахування певних прогнозних розрахунків. Оскільки нерозподілений прибуток представляє ту частину прибутку, яку буде використано наступного періоду, то ціною сформованого нерозподіленого прибутку є заплановані на його суму виплати власникам, яким він належить.

Таким чином, **вартість нерозподіленого прибутку ($k_{НП}$)** прирівнюють до вартості функціонуючого ВК підприємства у плановому періоді ($k_{ВКф-пл}$):

$$k_{НП} = k_{ВКф-пл}. \quad (3.11)$$

Управління вартістю нерозподіленого прибутку визначається сферою його використання – інвестиційною діяльністю. Тому цілі управління цією частиною капіталу підпорядковуються цілям інвестиційної політики підприємства. Відповідно норму інвестиційного прибутку (внутрішню ставку дохідності) завжди потрібно співставляти з рівнем вартості нерозподіленого прибутку;

3) вартість акціонерного (пайового) капіталу, що додатково залучається.

Цю вартість визначають окремо за привілейованими акціями і за простими акціями (чи додатково залученими паями).

а) Вартість залучення додаткового капіталу за рахунок емісії привілейованих акцій.

Особливістю привілейованих акцій як джерела капіталу є зобов'язання підприємства виплачувати гарантований дивіденд. Найчастіше використовують гарантію постійного дивіденду, вираженого у % від номіналу привілейованої акції.

Дивідендні виплати за привілейованими акціями здійснюють за рахунок чистого прибутку підприємства. Тобто обслуговування дивідендних виплат не має "податкового ефекту", характерного обслуговуванню виплат за позиками.

Окрім виплат дивідендів власникам, до витрат підприємства відносять також емісійні затрати на випуск акцій.

Враховуючи вказані особливості, вартість додаткового капіталу, що залучають за рахунок емісії привілейованих акцій ($k_{а-пр}$) визначають за формулою:

$$k_{a-пр} = \frac{D_{a-пр}}{P_{a-пр} - 3E_{a-пр}} \cdot 100\%, \quad (3.12)$$

де $D_{a-пр}$ – дивіденд на привілейовану акцію;
 $P_{a-пр}$ – ціна привілейованої акції;
 $3E_{a-пр}$ – затрати емісії в розрахунку на 1 акцію.

Цей показник можна обчислити за формулою:

$$k_{a-пр} = \frac{\sum D_{a-пр}}{\sum BK_{a-пр} (1 - P3E_{a-пр})} \cdot 100\%, \quad (3.13)$$

де $\sum D_{a-пр}$ – сума дивідендів, передбачених до виплати відповідно до контрактних зобов'язань емітента;
 $\sum BK_{a-пр}$ – сума власного капіталу, залученого за рахунок емісії привілейованих акцій;
 $P3E$ – рівень затрат на емісію (визначають як відношення затрат на емісію до суми емісії), десяткове число.

б) вартість залучення додаткового капіталу за рахунок емісії простих акцій (або додаткових паїв) ($k_{a-п}$).

Розрахунок вартості додаткового капіталу, що залучають за рахунок емісії простих акцій ($k_{a-п}$) (додаткових паїв), можна робити за формулою:

$$k_{a-п} = \frac{n \cdot D_{a-п}}{\sum BK_{a-п} (1 - P3E_{a-п})} \cdot T_p D \cdot 100\%, \quad (3.14)$$

де n – кількість додатково емітованих акцій, шт.;
 $D_{a-п}$ – дивіденд, виплачений на одну просту акцію у звітному періоді (чи сума прибутку, виплаченого власникам на одиницю паїв), грн. (або %, тоді у формулі не потр. множення на 100%);
 $T_p D$ – запланований темп росту виплат дивідендів (чи виплат за паями), дес.дріб;
 $\sum BK_{a-п}$ – сума власного капіталу, що залучається за рахунок додаткової емісії простих акцій (додаткових паїв), грн.;
 $P3E_{a-п}$ – рівень планових затрат на емісію простих акцій (або залучення додаткового пайового капіталу), виражений десятковим числом до суми емісії (додаткових паїв).

Знаючи вартість окремих складових елементів власного капіталу і питомої ваги кожного з них у його загальній сумі, можна розрахувати показник середньозваженої вартості ВК підприємства.

4. Структура капіталу

Структура капіталу представляє собою співвідношення між власним і залученим капіталом підприємства.

Структура капіталу відіграє важливу роль у формуванні ринкової вартості підприємства через показник середньозваженої вартості капіталу. Характер цього взаємозв'язку показано на рис.1. 1 .

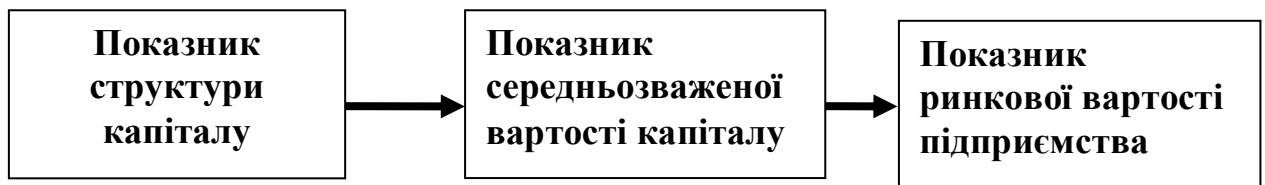


Рис. 3.1. Взаємозв'язок показників структури капіталу, середньозваженої вартості капіталу й ринкової вартості підприємства.

Використовуючи цей взаємозв'язок, можна, оптимізуючи структуру капіталу, одночасно мінімізувати СВК і максимізувати ринкову вартість підприємства.

5.Механізм управління структурою капіталу на основі фінансового левериджу

Фінансовий леверидж виникає внаслідок використання підприємством позикових засобів, що впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу.

Ефект фінансового левериджу показує приріст рентабельності власного капіталу. Розраховують його за формулою:

$$ЕФЛ = (1 - T) * (R_a - \%ПК) * \frac{ПК}{ВК}, \quad (3.15)$$

де ЕФЛ — ефект фінансового левериджу, %;

T — ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

R_a — коефіцієнт валової рентабельності активів (відношення валового прибутку (прибутку до сплати відсотків і податків) до середньої вартості активів), %;

%ПК — середній розмір відсотків за кредит, що сплачуються підприємством за використання позикового капіталу, %;

ПК — середня сума використовуваного підприємством позикового капіталу;

ВК — середня сума власного капіталу підприємства.

У наведеній формулі виділяють три основні складові:

1) **(1 - T)** — **податковий коректор фінансового левериджу**. Він показує прояв ефекту фінансового левериджу у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку.

2) **(R_a - %ПК)** — **диференціал фінансового левериджу**. Він характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів і середнім розміром відсотка за кредит.

3) **(ПК/ВК)** — **коефіцієнт фінансового левериджу**, який характеризує суму позикового капіталу у розрахунку на одиницю власного капіталу підприємства.

Виділення цих складових дозволяє цілеспрямовано управляти ефектом фінансового левериджу.

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

6. Механізм управління структурою капіталу на основі операційного левериджу.

Поділ операційних витрат підприємства на постійні і змінні дозволяє використовувати також механізм управління операційним прибутком, відомий як „операційний леверидж”. Постійні операційні витрати самим фактом свого існування викликають непропорційно вищу зміну операційного прибутку підприємства при будь-якій зміні обсягу реалізації продукції незалежно від розміру підприємства, галузевих особливостей його операційної діяльності та інших чинників.

Коефіцієнт операційного левериджу розраховують за формулою:

$$K_{ол} = \frac{FC}{TC} ,$$

де $K_{ол}$ — коефіцієнт операційного левериджу;
FC — сума постійних операційних витрат;
TC — загальна сума операційних витрат.

Чим вищий коефіцієнт операційного левериджу підприємства, тим сильніше він прискорює темпи приросту операційного прибутку порівняно з темпами приросту обсягу реалізації продукції. Це значить, що при однакових темпах приросту обсягу реалізації продукції підприємство, яке має більший коефіцієнт операційного левериджу, за інших рівних умов завжди швидше нарощуватиме свій операційний прибуток порівняно з підприємством з меншим значенням цього коефіцієнта.

Конкретне співвідношення приросту операційного прибутку і реалізації, що досягається при певному коефіцієнті операційного левериджу, характеризується показником „**ефект операційного левериджу**”. Його розраховують за формулою:

$$EOL = \frac{\Delta BOП}{\Delta TR}$$

де EOL — ефект операційного левериджу, що досягається при конкретному значенні його коефіцієнта на підприємстві;
 $\Delta BOП$ — темп приросту валового операційного прибутку, %;
 ΔTR — темп приросту реалізації продукції, %.

Задаючи той або інший темп приросту реалізації продукції, завжди можна, використовуючи вказану формулу, визначити, як зросте операційний прибуток при коефіцієнті операційного левериджу, який склався на підприємстві.

Особливості прояву ефекту операційного левериджу

1. Позитивна дія операційного левериджу починає проявлятися лише після того, як підприємство перейшло точку безбитковості своєї операційної діяльності.

2. Після подолання точки безбитковості, чим вищий коефіцієнт операційного левериджу, тим більший вплив на приріст прибутку має

підприємство, нарощуючи обсяг реалізації продукції.

3. Найбільша позитивна дія операційного левериджу досягається при обсягах реалізації, максимально наближених до точки беззбитковості (після її подолання).

4. Механізм операційного левериджу має і зворотну спрямованість — при будь-якому зниженні реалізації продукції ще більшою мірою зменшуватиметься валовий операційний прибуток.

5. Ефект операційного левериджу стабільний лише в короткому періоді.

Управління значенням коефіцієнта операційного левериджу

Управління операційним левериджем може здійснюватися шляхом дії як на постійні, так і на змінні операційні витрати.

- *За несприятливої кон'юнктури товарного ринку, коли можливе зниження реалізації продукції, а також на ранніх стадіях життєвого циклу підприємства, коли ним ще не подолано точку беззбитковості, необхідно приймати заходи щодо зниження значення коефіцієнта операційного левериджу. І навпаки при сприятливій кон'юнктурі товарного ринку і наявності певної межі безпеки (запасу міцності) вимоги до здійснення режиму економії постійних витрат можна послабити.*

- *При управлінні постійними витратами слід мати на увазі, що на кожному підприємстві є доволі можливостей зниження за необхідності суми і питомої ваги постійних операційних витрат. До таких резервів можна віднести істотне скорочення накладних витрат (витрат на управління) при несприятливій кон'юнктурі товарного ринку; продаж частини невикористовуваного устаткування і нематеріальних активів з метою зниження потоку амортизаційних відрахувань; широке використання короткострокових форм лізингу машин і устаткування замість їх придбання у власність; скорочення обсягу певних використовуваних комунальних послуг і деякі інші.*

- *При управлінні змінними витратами основним орієнтиром має бути забезпечення постійної їх економії, оскільки між сумою цих витрат і обсягом виробництва і реалізації продукції існує пряма залежність. До основних резервів економії змінних витрат можна віднести зниження чисельності працівників основного і допоміжних виробництв за рахунок забезпечення зростання продуктивності їх праці; скорочення розміру запасів сировини, матеріалів готової продукції в періоди несприятливої кон'юнктури товарного ринку; забезпечення вигідних для підприємства умов постачання сировини і матеріалів та інші.*

Цілеспрямоване управління постійними і змінними витратами, оперативна зміна їх співвідношення за змінних умов господарювання дозволяють збільшити потенціал формування операційного прибутку підприємства.

7. Методи оптимізації структури капіталу підприємства

Оптимізація структури капіталу є одним з найбільш важливих і складних завдань, які доводиться вирішувати у процесі управління формуванням капіталу при створенні підприємства.

Оптимальна структура капіталу є таким співвідношенням використання власного і позикового капіталу, при якому забезпечується оптимізація вибраного критерію.

Структуру капіталу оптимізують у процесі створення підприємства різними методами. До основних з них відносять:

1. Оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої рентабельності власного капіталу. Для проведення таких оптимізаційних розрахунків використовують механізм фінансового левериджу. Необхідно визначити, при якій структурі капіталу буде досягнуто найвищий рівень рентабельності власного капіталу підприємства. Для цього проводять багатоваріантні розрахунки рентабельності власного капіталу для різних можливих структур капіталу і визначають найоптимальнішу з цих структур.

2. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості. Процес цієї оптимізації ґрунтується на попередній оцінці вартості власного і позикового капіталу за різних умов його залучення та здійсненні багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу. Вибирають варіант структури капіталу, за якого середньозважена вартість капіталу буде мінімальною, а отже максимізує реальну ринкову вартість підприємства.

3. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Цей метод пов'язаний з вибором джерел фінансування різних складових частин активів підприємства. З цією метою всі активи створюваного підприємства поділяють на такі три групи:

а) *необоротні активи;*

б) *постійна частина оборотних активів.* Вона є незмінною частиною їх сукупного розміру, яка не залежить від сезонних та інших коливань обсягу операційної діяльності. Її розглядають як незнижуваний мінімум оборотних активів, необхідний підприємству для здійснення поточної операційної діяльності.

в) *змінна частина оборотних активів.* Вона пов'язана з сезонним зростанням обсягу реалізації продукції, необхідністю формування в окремі періоди діяльності підприємства товарних запасів сезонного зберігання, дострокового завезення і цільового призначення. У складі цієї змінної частини оборотних активів виділяють максимальну і середню потребу в них.

Існують три підходи до фінансування різних груп активів створюваного підприємства (рис. 5.3).

Залежно від свого ставлення до фінансових ризиків засновники створюваного підприємства обирають один з розглянутих варіантів фінансування активів.

Граничні межі максимально рентабельної і мінімально ризикованої структури капіталу дозволяють визначити поле вибору конкретних його значень для створюваного підприємства. В процесі цього вибору враховують раніше розглянуті чинники, що характеризують індивідуальні особливості

діяльності даного підприємства.

СКЛАД АКТИВІВ ПІДПРИЄМСТВА	Підходи до фінансування активів підприємства		
	Консервативний (мін. фінансового ризику)	Помірний або компромісний	Агресивний
Змінна частина оборотних активів	} КПК	} КПК	} КПК
Постійна частина оборотних активів	} ДПК+ВК	} ДПК+ВК	} ДПК+ВК
Необоротні активи	} ДПК+ВК	} ДПК+ВК	} ДПК+ВК

Умовні позначення:

КПК — короткостроковий позиковий капітал; ДПК — довгостроковий позиковий капітал; ВК — власний капітал.

Рис. 3.3. Підходи до фінансування активів створюваного підприємства

Остаточне рішення, що приймають з цього питання, дозволяє сформувати на майбутній період показник „цільової структури капіталу”, відповідно до якого здійснюватимуть подальше його формування на створюваному підприємстві шляхом залучення фінансових коштів з відповідних джерел.

ТЕМА 4. ДІАГНОСТИКА ФОРМУВАННЯ Й ВИКОРИСТАННЯ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Основні питання теми:

- 1. Діагностика на базі горизонтального (трендового) аналізу.**
- 2. Діагностика на базі вертикального (структурного) аналізу.**
- 3. Порівняльний аналіз формування капіталу.**
- 4. Оцінювання фінансових коефіцієнтів, які відображають різні аспекти формування та використання капіталу**

Для вирішення конкретних завдань управління капіталом застосовують

кілька видів аналізу результатів його формування і використання.

Виділяють такі **види аналізу капіталу**: горизонтальний; вертикальний; порівняльний; аналіз коефіцієнтів; інтегральний аналіз.

1. Діагностика на базі горизонтального (трендового) аналізу

Горизонтальний (або трендовий) аналіз базується на вивченні динаміки окремих показників у часі. В процесі його використання розраховують темпи зростання (чи приросту) окремих показників фінансової звітності за ряд періодів і визначають загальні тенденції їх зміни (або тренд). У системі аналізу капіталу найбільшого поширення набули наступні **види** горизонтального (трендового) аналізу:

1. *Дослідження динаміки показників звітного періоду у порівнянні з показниками попереднього періоду* (наприклад, з показниками попереднього місяця, кварталу, року).

2. *Дослідження динаміки показників звітного періоду в зіставленні з показниками аналогічного періоду минулого року* (наприклад, показників другого кварталу звітного року з аналогічними показниками другого кварталу попереднього року). Цей вид горизонтального аналізу застосовують на підприємствах з яскраво вираженими сезонними особливостями господарської діяльності.

3. *Дослідження динаміки показників за кілька попередніх періодів*. Метою цього виду аналізу є виявлення тенденції зміни окремих показників, що характеризують результати формування і використання капіталу підприємства (визначення лінії тренду в динаміці).

Усі види горизонтального (трендового) аналізу доповнюють зазвичай дослідженням впливу окремих чинників на зміну відповідних результативних показників. Результати такого аналітичного дослідження дозволяють побудувати факторні моделі, які використовують потім у процесі планування окремих параметрів формування і використання капіталу.

2. Діагностика на базі вертикального (структурного) аналізу.

Вертикальний (або структурний) аналіз базується на структуруванні окремих показників фінансової звітності підприємства. Розраховують питому вагу окремих структурних складових капіталу. Найбільшого поширення набули наступні види вертикального (структурного) аналізу:

1. *Структурний аналіз капіталу за правом власності*. Визначають питому вагу власного і позикового капіталу підприємства. Результати цього аналізу використовуються в процесі оптимізації структури капіталу підприємства і оцінки ефекту фінансового левериджу.

2. *Структурний аналіз позикового капіталу за періодом залучення*. В процесі такого аналізу визначають питому вагу позикового капіталу,

залученого підприємством на коротко- і довгостроковий період. Результати цього аналізу використовують для дослідження фінансової стійкості й кредитоспроможності підприємства.

3. *Структурний аналіз позикового капіталу за джерелами залучення.* Визначають питому вагу використовуваного підприємством банківського кредиту, фінансового лізингу, товарного (комерційного) кредиту і т. ін. Результати цього аналізу використовують у процесі оцінки і прогнозування середньозваженої вартості капіталу, оптимізації структури джерел капіталу та в інших випадках.

3. Порівняльний аналіз формування капіталу

Порівняльний аналіз базується на зіставленні значень окремих груп аналогічних показників між собою. В процесі його використання розраховують розміри абсолютних і відносних відхилень порівнюваних показників. У системі аналізу капіталу найбільшого поширення набули наступні види порівняльного аналізу.

1. *Порівняльний аналіз показників даного підприємства і середньогалузевих показників.* У процесі цього аналізу виявляють міру відхилення основних результатів формування і використання капіталу даного підприємства від середньогалузевих з метою оцінки своєї конкурентної позиції за цими параметрами і виявлення резервів подальшого підвищення ефективності фінансової діяльності.

2. *Порівняльний аналіз показників даного підприємства і підприємств — конкурентів.* У процесі цього аналізу виявляють слабкі сторони по формуванню і використанню капіталу підприємства з метою розробки заходів щодо підвищення його конкурентної позиції на конкретному регіональному ринку.

3. *Порівняльний аналіз показників окремих структурних одиниць і підрозділів даного підприємства* (його „центрів відповідальності“). Такий аналіз проводять з метою порівняльної оцінки і пошуку резервів підвищення ефективності формування і використання капіталу внутрішніх підрозділів підприємства.

4. *Порівняльний аналіз звітних і планових (нормативних) фінансових показників.* У процесі цього аналізу виявляють міру відхилення звітних показників від планових (нормативних), визначають причини цих відхилень і вносять рекомендації щодо коригування окремих напрямів формування і використання капіталу підприємства.

4. Оцінювання фінансових коефіцієнтів, які відображають різні аспекти формування та використання капіталу

Аналіз фінансових коефіцієнтів (R-аналіз) базується на розрахунку співвідношень різних абсолютних показників підприємства між собою. При цьому визначають різні відносні показники, які характеризують окремі

результати формування і використання капіталу підприємства. Найбільшого поширення набули наступні групи аналітичних фінансових коефіцієнтів: фінансової стійкості підприємства; ліквідності підприємства; оборотності капіталу; рентабельності капіталу, капіталовіддачі та ін.

1. Коефіцієнти оцінювання фінансової стійкості підприємства дозволяють виявити рівень фінансового ризику, пов'язаного зі структурою джерел формування капіталу підприємства, а відповідно і міру його фінансової стабільності в процесі майбутнього розвитку. Для проведення такої оцінки в процесі аналізу використовують такі основні показники:

а) **коефіцієнт автономії (K_A)**. Він показує частку власного капіталу в загальному капіталі підприємства, або яка частина використовуваних підприємством активів сформована за рахунок власного капіталу і наскільки воно незалежне від зовнішніх джерел фінансування. Розрахунок цього показника проводять за формулами:

$$K_A = \frac{BK}{K}; \quad K_A = \frac{ЧА}{A}.$$

де BK — сума власного капіталу підприємства на певну дату;

K — загальна сума капіталу підприємства на визначену дату;

$ЧА$ — вартість чистих активів підприємства на визначену дату;

A — загальна вартість всіх активів підприємства на певну дату.

б) **коефіцієнт фінансування ($K\phi$)**. Він характеризує обсяг залучених позикових засобів на одиницю власного капіталу, тобто міру залежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування. Для розрахунку цього показника використовують формулу:

$$K\phi = \frac{ПК}{BK}.$$

де $ПК$ — сума позикового капіталу (середня або на певну дату);

BK — сума власного капіталу підприємства (середня або на певну дату);

в) **коефіцієнт заборгованості ($Kз$)**. Він показує частку позикового капіталу в загальній сумі капіталу. Розраховують за формулою:

$$Kз = \frac{ПК}{K},$$

де $ПК$ — сума залученого підприємством позикового капіталу (середня або на певну дату);

K — загальна сума капіталу підприємства (середня або на певну дату);

г) **коефіцієнт поточної заборгованості ($K_{пз}$)**. Він характеризує частку короткострокового позикового капіталу в загальній його сумі. Цей показник розраховують за формулою:

$$K_{пз} = \frac{ПКк}{K},$$

де $ПКк$ — сума короткострокового позикового капіталу (середня або на певну дату);

K — загальна сума капіталу підприємства (середня або на певну дату);

д) **коефіцієнт довгострокової фінансової незалежності ($K_{дн}$)**. Він

показує, яка частина загального обсягу використовуваних активів сформована за рахунок власного і довгострокового позикового капіталу підприємства, тобто характеризує міру його незалежності від короткострокових позикових джерел фінансування. Розраховують за формулою:

$$K_{ДН} = \frac{BK + ПК_{д}}{A},$$

де BK — сума власного капіталу підприємства (середня або на певну дату);

$ПК_{д}$ — сума позикового капіталу, залученого підприємством на довгостроковій основі (на період більше одного року);

A — загальна вартість всіх активів підприємства (середня або на певну дату);

е) *коефіцієнт маневрування власного капіталу* (KM_{BK}). Він показує, яку частку займає власний капітал, інвестований в оборотні активи, в загальній сумі власного капіталу (тобто яка частина власного капіталу знаходиться у швидко оборотній і високоліквідній його формі). Розрахунок цього показника здійснюють за формулою:

$$KM_{BK} = \frac{BOA}{BK_{д}},$$

де BOA — сума власних оборотних активів (або власного оборотного капіталу);

BK — загальна сума власного капіталу підприємства;

2. Коефіцієнти оцінювання ліквідності (платоспроможності)

характеризують можливість підприємства своєчасно розраховуватися за своїми поточними фінансовими зобов'язаннями за рахунок оборотних активів різного рівня ліквідності. Проведення такої оцінки вимагає попереднього угруповання оборотних активів підприємства за рівнем ліквідності. Для проведення оцінки платоспроможності (ліквідності) використовуються наступні основні показники:

а) *коефіцієнт абсолютної ліквідності* ($K_{АЛ}$). Він показує, яку частку поточних фінансових зобов'язань підприємство може погасити наявними у нього готовими засобами платежу на певну дату. Розрахунок цього коефіцієнта здійснюють за формулою:

$$K_{АЛ} = \frac{ГА + КФІ}{ЗБ_{пот}},$$

де $ГА$ — сума грошових активів підприємства на певну дату;

$КФІ$ — сума короткострокових фінансових інвестицій підприємства на певну дату;

$ЗБ_{пот}$ — сума всіх поточних фінансових зобов'язань підприємства на певну дату;

б) *коефіцієнт проміжної ліквідності* ($K_{ПЛ}$). Він показує, яку частку всіх поточних фінансових зобов'язань можна задовольнити за рахунок його високоліквідних активів (включаючи окрім готових засобів платежу ще й дебіторську заборгованість).

$$K_{пл} = \frac{ГА + КФІ + ДЗ}{ЗБпот},$$

де $ГА$ — сума грошових активів підприємства (середня або на певну дату);

$КФІ$ — сума короткострокових фінансових інвестицій (середня або на певну дату);

$ДЗ$ — сума дебіторської заборгованості всіх видів (середня або на певну дату);

$ЗБпот$ — сума всіх поточних фінансових зобов'язань підприємства (середня або на певну дату);

в) *коефіцієнт загальної (поточної) ліквідності ($K_{зл}$)*. Він показує, наскільки вся заборгованість за поточними фінансовими зобов'язаннями може бути задоволена за рахунок всіх його поточних (оборотних) активів. Розраховують за формулою:

$$K_{зл} = \frac{ОА}{ЗБпот},$$

де $ОА$ — сума всіх оборотних активів підприємства (середня чи на певну дату);

$ЗБпот$ — сума всіх поточних фін. зобов'язань підприємства (сер. або на певну дату);

г) *загальний коефіцієнт співвідношення дебіторської і кредиторської заборгованості ($K_{дж}$)*. Він характеризує загальне співвідношення розрахунків за цими видами заборгованості підприємства. Обчислюють за формулою:

$$K_{дж} = \frac{ДЗ}{КЗ},$$

де $ДЗ$ — загальна сума поточної дебіторської заборгованості підприємства всіх видів (середня або на визначену дату);

$КЗ$ — загальна сума кредиторської заборгованості підприємства всіх видів (середня або на певну дату).

3. Коефіцієнти оцінювання оборотності капіталу характеризують наскільки швидко використовуваний підприємством капітал в цілому і окремі його елементи обертаються в процесі господарської діяльності. Для оцінки оборотності капіталу підприємства використовують наступні основні показники:

а) *коефіцієнт оборотності всього використовуваного капіталу в даному періоді ($КОк$)*. Цей показник визначають за формулою:

$$КОк = \frac{В}{\bar{К}}$$

де $В$ — виручка від реалізації продукції в періоді, що розглядається;

$\bar{К}$ — середня сума всього використовуваного капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

б) *коефіцієнт оборотності власного капіталу в даному періоді ($КОВк$)*. Розрахунок цього показника проводять за формулою:

$$КОВк = \frac{В}{\bar{ВК}}$$

де $В$ — виручка від реалізації продукції в періоді, що розглядається;

\overline{BK} — середня сума власного капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

в) *коефіцієнт оборотності позикового капіталу в даному періоді (КОпк)*. Для розрахунку цього показника використовують формулу:

$$КОпк = \frac{B}{\overline{ПК}}$$

де B — виручка від реалізації продукції в періоді, що розглядається;

$\overline{ПК}$ — середня сума позикового капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

Аналогічно визначають показники:

г) *коефіцієнт оборотності залученого фінансового (банківського) кредиту в даному періоді (КОБК)*;

д) *коефіцієнт оборотності товарного (комерційного) кредиту в даному періоді (КОТК)*.

е) *період обороту всього використовуваного капіталу підприємства в днях (ПОк)*. Цей показник визначають за формулами:

$$ПОк = \frac{\overline{K}}{B_0}, \quad ПОк = \frac{D}{КОк}$$

де \overline{K} — середня сума всього використовуваного капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

B_0 — виручка від реалізації продукції за день у даному періоді;

D — число днів в даному періоді;

$КОк$ — коефіцієнт оборотності всього використовуваного капіталу в даному періоді;

ж) *період обороту власного капіталу в днях (ПОВк)*. Для обчислення цього показника використовують формули:

$$ПОВк = \frac{\overline{BK}}{B_0}, \quad ПОВк = \frac{D}{КОБК}$$

де \overline{BK} — середня сума власного капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

B_0 — виручка від реалізації продукції за день у даному періоді;

D — число днів в даному періоді;

$КОБК$ — коефіцієнт оборотності власного капіталу в даному періоді;

з) *період обороту позикового капіталу в днях (ПОпк)*. Цей показник розраховують за формулами:

$$ПОпк = \frac{\overline{ПК}}{B_0}, \quad ПОпк = \frac{D}{КОпк}$$

де $\overline{ПК}$ — середня сума позикового капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

B_0 — виручка від реалізації продукції за день у даному періоді;

D — число днів в даному періоді;

$K_{0пк}$ — коефіцієнт оборотності позикового капіталу в даному періоді;

Аналогічно визначають показники:

и) період обороту фінансового (банківського) кредиту в днях (ПОфк).

к) період обороту короткострокового банківського кредиту в днях (ПОкбк).

л) період обороту товарного (комерційного) кредиту в днях (ПОтк).

м) період обороту загальної кредиторської заборгованості підприємства в днях (ПОкз).

н) період обороту поточних зобов'язань підприємства за розрахунками в днях (ПО_{зБпот}).

4. Коефіцієнти оцінювання рентабельності (прибутковості) капіталу характеризують здатність підприємства генерувати необхідний прибуток у процесі своєї господарської діяльності і визначають загальну ефективність використання вкладеного капіталу. Використовують такі основні показники:

а) коефіцієнт рентабельності всього використовуваного капіталу або коефіцієнт економічної рентабельності (R_a). Він характеризує рівень чистого прибутку, який генерує загальна сума капіталу підприємства. Розраховують за формулою:

$$R_a = \frac{ЧП}{K}$$

де $ЧП$ — чистий прибуток підприємства в даному періоді;

K — середня сума всього використовуваного капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

б) коефіцієнт рентабельності власного капіталу або коефіцієнт фінансової рентабельності ($R_{вк}$). Він характеризує рівень прибутковості власного капіталу, вкладеного в підприємство. Для розрахунку цього показника використовують формулу:

$$R_{вк} = \frac{ЧП}{ВК}$$

де $ЧП$ — чистий прибуток підприємства в даному періоді;

$ВК$ — середня сума власного капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

в) коефіцієнт рентабельності позикового капіталу ($R_{пк}$). Він характеризує рівень прибутковості позикового капіталу, використовуваного підприємством. При розрахунку цього показника використовують формулу:

$$R_{пк} = \frac{ЧП}{ПК}$$

де ЧП — сума чистого прибутку, отриманого за рахунок використання позикового капіталу в окремих видах діяльності або господарських операціях;

$\overline{ПК}$ — середня сума позикового капіталу, залученого підприємством для здійснення окремих видів діяльності або окремих видів господарських операцій;

г) коефіцієнт рентабельності всього основного капіталу ($R_{ок}$). Він характеризує ефективність використання всього основного капіталу підприємства, вкладеного в його необоротні активи. Розраховують показник за формулою:

$$R_{ок} = \frac{ЧП}{\overline{ОК}}$$

де $\overline{ЧП}$ — чистий прибуток підприємства в даному періоді;

$\overline{ОК}$ — середня сума всього використовуваного основного капіталу підприємства в даному періоді (розрахованому як середня хронологічна);

д) коефіцієнт рентабельності капіталу, використовуваного в операційній діяльності підприємства ($R_{код}$). Цей показник дає уявлення про рівень генерування прибутку всім капіталом, використовуваним підприємством в операційній діяльності. Його визначають за формулою:

$$R_{код} = \frac{ЧП_{pn}}{\overline{ООК + ОбК}}$$

де $\overline{ЧП_{pn}}$ — сума чистого прибутку підприємства від реалізації продукції (операційної діяльності) в розглядуваному періоді;

$\overline{ООК}$ — середня сума використовуваного операційного основного капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

$\overline{ОбК}$ — середня сума використовуваного оборотного капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

е) коефіцієнт рентабельності капіталу, використовуваного в інвестиційній діяльності підприємства ($R_{кід}$). Він характеризує прибутковість використання капіталу в інвестиційному процесі. Розрахунок цього показника здійснюють за формулою:

$$R_{кід} = \frac{ЧП_I}{K_I}$$

де $\overline{ЧП_I}$ — сума чистого прибутку, отримана від всіх видів інвестиційної діяльності підприємства в даному періоді;

K_I — середня сума капіталу підприємства, використовуваного в інвестиційному процесі в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

Коефіцієнти рентабельності можуть бути розраховані також за окремими видами активів підприємства, окремими формами залученого ним капіталу, окремими об'єктами реального і фінансового інвестування.

5. Коефіцієнти оцінювання капіталовіддачі характеризують продуктивність (продукт капіталу) окремих видів і всієї сукупності капіталу,

здіяного в операційній діяльності підприємства. Для проведення такої оцінки використовують такі основні показники:

а) коефіцієнт загальної капіталовіддачі (KK). Він характеризує обсяг виробленої (реалізованої) продукції, що припадає на одиницю капіталу, використовуваного в операційному процесі. Розрахунок цього показника здійснюють за формулою:

$$KK = \frac{Q}{\overline{ООК} + \overline{ОбК}}$$

де Q — вироблена (реалізована) продукція в даному періоді;

$\overline{ООК}$ — середня сума використовуваного операційного основного капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

$\overline{ОбК}$ — середня сума використовуваного оборотного капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

б) коефіцієнт капіталовіддачі власного капіталу (KK_{BK}). Він характеризує обсяг виробленої (реалізованої) продукції, що припадає на одиницю власного капіталу, задіяного в операційній діяльності підприємства. Для розрахунку цього показника використовують формулу:

$$KK_{BK} = \frac{Q}{BK}$$

де Q — вироблена (реалізована) продукція в даному періоді;

BK — середня сума власного капіталу підприємства, задіяного в його операційній діяльності в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

в) коефіцієнт капіталовіддачі операційного основного капіталу ($KK_{ООК}$). Він характеризує обсяг реалізованої (виробленої) продукції, що припадає на одиницю основного капіталу, використовуваного у виробничій діяльності підприємства. При розрахунку цього показника використовують формулу:

$$KK_{ООК} = \frac{Q}{\overline{ООК}}$$

де Q — вироблена (реалізована) продукція в даному періоді;

$\overline{ООК}$ — середня сума використовуваного операційного основного капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

г) коефіцієнт капіталовіддачі оборотного капіталу ($KK_{ОбК}$). Він характеризує обсяг реалізованої (виробленої) продукції, що припадає на одиницю оборотного капіталу підприємства. Розраховують за формулою:

$$KK_{ОбК} = \frac{Q}{\overline{ОбК}}$$

де Q — вироблена (реалізована) продукція в даному періоді;

$\overline{ОбК}$ — середня сума використовуваного оборотного капіталу підприємства в даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

Тема 5. ПЛАНУВАННЯ ПРОЦЕСІВ ФІНАНСУВАННЯ В КОМПАНІЇ

Основні питання теми:

1. Характеристика процесу планування капіталу підприємства.
2. Система прогнозування розвитку капіталу.
3. Система тактичного планування розвитку капіталу.
4. Система оперативного планування розвитку капіталу.

1. Характеристика процесу планування капіталу підприємства

Основу механізму управління капіталом підприємства складає його планування.

Планування капіталу представляє собою процес розробки системи планів і планових показників по забезпеченню ефективного його формування і використання в майбутньому періоді.

Планування капіталу покликане забезпечити вирішення таких **основних завдань**:

1. Забезпечити спрямованість всіх планових показників на реалізацію стратегічних цілей формування і використання капіталу (ФВК) підприємства.
2. Забезпечити реалізацію виявлених у ході аналізу резервів підвищення ефективності ФВК підприємства і зростання за рахунок цього його ринкової вартості.
3. Визначити потребу в необхідному обсязі капіталу для майбутнього розвитку підприємства і оптимізувати джерела його формування.
4. Визначити напрями найбільш ефективного використання капіталу в майбутньому періоді і оптимізувати його розподіл за критерієм максимізації ринкової вартості підприємства.
5. Оптимізувати внутрішні пропорції формування капіталу підприємства з метою забезпечення його фінансової стійкості та платоспроможності в процесі майбутнього розвитку.

Планування капіталу підприємства базується на використанні трьох **основних його систем**:

1. Перспективного планування ФВК підприємства (охоплює період до 3 років).
2. Поточного планування ФВК підприємства (горизонт планування – 1 рік).

3. Оперативного планування ФВК підприємства (період планування – місяць, квартал).

Усі системи внутріфірмового планування капіталу взаємозв'язані і реалізують у певній послідовності. На початковому етапі здійснюють перспективне планування капіталу, яке покликане реалізувати стратегічні цілі розвитку підприємства, а також визначити завдання і параметри відповідного поточного планування. Поточне планування капіталу, формуючи планові завдання розвитку підприємства в рамках майбутнього року, створює основу для розробки і доведення до виконавців оперативних бюджетів, платіжних календарів (та інших форм оперативних планових завдань) за всіма основними питаннями ФВК.

2. Система прогнозування розвитку капіталу

Перспективне планування капіталу підприємства полягає в розробці **прогнозу основних показників ФВК підприємства на довгостроковий період.**

В умовах сучасної економічної нестабільності країни цей план бажано розробляти в декількох варіантах — „оптимістичному“, „реалістичному“, „песимістичному“.

Довгостроковий план за найважливішими напрямками ФВК підприємства складають, як правило, на майбутні три роки з розбиттям по окремих роках прогнозованого періоду. ***Основними показниками*** цього плану є:

- прогнозована сума капіталу підприємства;
- прогнозована структура капіталу (співвідношення власного і позикового його видів);
- прогнозований обсяг реального інвестування підприємства;
- прогнозовані сума чистого прибутку підприємства і показник рентабельності власного капіталу;
- прогнозоване співвідношення розподілу чистого прибутку підприємства на споживання і накопичення (відповідно до вибраної дивідендної політики підприємства);
- прогнозована сума чистого грошового потоку підприємства.

У процесі прогнозування основних показників перспективного плану ФВК підприємства використовують такі ***основні методи***:

1. ***Метод кореляційного моделювання.*** Часто використовують прогнозування суми капіталу підприємства (в цілому і окремих його елементів), а також деяких інших показників залежно від зміни обсягу реалізації продукції.

2. ***Метод оптимізаційного моделювання.*** Використовують в плануванні капіталу підприємства при прогнозуванні його структури, чистого прибутку і деяких інших показників.

3. ***Метод багатфакторного економіко-математичного моделювання.*** Широко використовують різні моделі стійкого зростання підприємства, що визначають об'єми його фінансування залежно від темпу зростання реалізації продукції (або в зворотній постановці) та інші.

4. *Розрахунково-аналітичний метод* передбачає прямий розрахунок значень прогнозованих показників на основі використання відповідних норм і нормативів. У плануванні капіталу цей метод використовують при прогнозуванні чистого грошового потоку (при раніше спрогнозованій сумі чистого прибутку підприємства).

5. *Економіко-статистичний метод*. Досліджують закономірності динаміки конкретного показника (визначають лінію його тренду) і поширюють темпи цієї динаміки на прогнозований період.

У процесі прогнозування основних показників перспективного плану ФВК підприємства можуть застосовувати й інші методи (метод експертних прогнозних оцінок, балансовий і т. ін.).

3. Система поточного планування розвитку капіталу

Система поточного планування капіталу підприємства базується на розробленому перспективному плані. Поточні плани дозволяють визначити на майбутній період всі джерела фінансування розвитку підприємства, сформувати структуру його доходів і витрат, забезпечити постійну платоспроможність підприємства, зумовити структуру його капіталу на кінець планового періоду.

Поточні плани ФВК розробляють на майбутній рік з розбиттям по кварталах.

Вихідними показниками і передумовами для розробки таких поточних планів підприємства є:

- прогнозовані показники перспективного плану ФВК підприємства;
- плановані обсяги виробництва і реалізації продукції та інші економічні показники операційної діяльності підприємства;
- розроблені на підприємстві норми і нормативи витрат окремих ресурсів;
- ставки податкових платежів;
- середні ставки кредитного і депозитного відсотків на фінансовому ринку;
- результати фінансового аналізу ФВК підприємства за попередній рік.

Якщо економічну ситуацію в країні і кон'юнктуру товарного і фінансового ринків на майбутній рік прогнозують як нестабільні, поточні плани ФВК підприємства за основними показниками бажано розробляти в декількох варіантах — від „оптимістичного" до „песимістичного".

У процесі розробки окремих показників ФВК підприємства використовують переважно такі *методи*:

- техніко-економічних розрахунків;
- балансовий;
- економіко-математичного моделювання.

Основними видами поточних планів, які містять показники ФВК

підприємства, є:

1) *план доходів і витрат по операційній діяльності*. Його складають на початковому етапі поточного планування. Метою його розробки є визначення суми чистого прибутку від виробничо-комерційної (операційної) діяльності підприємства, яка служить головною базою формування системи показників *рентабельності капіталу*, використовуваного в цьому виді діяльності. Також цей план містить показники обсягу реалізації продукції, які використовують при плануванні *капіталовіддачі* і *періоду обігу капіталу*.

У процесі розробки цього плану потрібно забезпечити чіткий взаємозв'язок планованих показників доходів від реалізації, витрат, податкових платежів, балансового і чистого прибутку підприємства.

2) *план доходів і витрат по інвестиційній діяльності* відображає основні аспекти фінансового забезпечення цієї діяльності.

Метою його розробки є визначення обсягу потреб у фінансових ресурсах для реалізації намічених інвестиційних програм, а також можливих надходжень цих ресурсів у процесі здійснення інвестиційної діяльності (доходів від реалізації майна в процесі його заміни, інвестиційного прибутку й т. ін.).

Показники цього плану відображають загальний обсяг капіталу, використовуваного в інвестиційному процесі підприємства, і дають можливість спланувати показники *рентабельності його використання (рентабельності інвестицій)*.

3) *план надходжень і витрат грошових коштів* відображає у вартісній формі рух капіталу в майбутньому періоді. З позицій використання капіталу метою розробки цього плану є оптимізація його обороту і синхронізація обсягів його надходжень і вибуття в часі.

4) *балансовий план* відображає результати розрахунків загального обсягу капіталу підприємства, його розподіл в розрізі основного і оборотного капіталу, а також власного і позикового. При розробці балансового плану використовують укрупнену (агреговану) схему статей балансу підприємства.

Показники балансового плану (у поєднанні з показниками інших вище розглянутих видів поточних планів) дозволяють визначити прогнозовані *рентабельність капіталу, його оборотність, капіталовіддачу*.

4. Система оперативного планування розвитку капіталу

Система оперативного планування капіталу полягає в розробці комплексу планових завдань щодо забезпечення основних напрямів ФВК. Головною формою такого планового завдання є бюджет.

Бюджет є оперативним фінансовим планом, який охоплює період до одного року (як правило, майбутній квартал або місяць), відображає витрати і надходження коштів у процесі здійснення конкретних видів господарської діяльності.

Він деталізує показники поточних планів і є головним плановим

документом, що доводиться до „центрів відповідальності” всіх типів.

Розробка планових бюджетів на підприємстві характеризується терміном „бюджетування”.

Виходячи з планових показників, встановлених на рік у процесі поточного планування ФВК, заздалегідь (до настання планового періоду) розробляють систему квартальних бюджетів (на майбутній квартал), а в рамках квартальних бюджетів — систему місячних бюджетів (на кожен майбутній місяць). Процес такого бюджетування гарантує безперервність функціонування системи оперативного планування ФВК підприємства, сприяє здійсненню постійного контролю результатів цієї діяльності.

Бюджети, які використовують у процесі оперативного планування капіталу, **класифікують за ознаками**.

1. **За сферою діяльності підприємства** виділяють бюджети операційної, інвестиційної і фінансової діяльності. Ці бюджети розробляють, деталізуючи відповідні поточні фінансові плани по підприємству в цілому на майбутній квартал або місяць.

2. **За видами витрат** планові бюджети поділяють на поточний і капітальний.

- *Поточний бюджет* конкретизує план доходів і витрат підприємства по операційній діяльності. Він складається з двох розділів: 1) поточні витрати (це витрати виробництва (обігу) по даному виду операційної діяльності); 2) доходи від поточної (операційної) господарської діяльності..

- *Капітальний бюджет* є формою доведення до конкретних виконавців результатів поточного плану капітальних вкладень, нового будівництва, що розробляється на етапі здійснення, реконструкції і модернізації основних засобів, придбання нових видів устаткування та нематеріальних активів і т. ін. Він складається з двох розділів: 1) капітальні витрати (витрати на придбання необоротних активів); 2) джерела надходження засобів (інвестиційних ресурсів).

3. **За методами розробки** розрізняють стабільний і гнучкий бюджети.

- *Стабільний бюджет* не змінюється від зміни обсягів діяльності підприємства — наприклад, бюджет витрат по забезпеченню охорони підприємства.

- *Гнучкий бюджет* передбачає встановлення планованих поточних або капітальних витрат не в сумах, що твердо фіксуються, а у вигляді нормативу витрат, „прив'язаних” до відповідних показників діяльності. Щодо операційної діяльності таким показником може виступати обсяг випуску або реалізації продукції. Щодо реальних інвестиційних проектів таким показником може бути обсяг будівельно-монтажних робіт.

Особливою формою бюджету виступає *платіжний календар*, який розробляють за окремими видами планованого руху капіталу (платіжний календар по обслуговуванню боргу, податковий платіжний календар, платіжний календар по розрахунках з постачальниками, і т. ін.) і по підприємству в цілому (в цьому випадку він деталізує поточний фінансовий

план надходжень і витрат грошових коштів).

Платіжний календар складають зазвичай на майбутній місяць (з розбиттям по днях, тижнях і декадах). Він складається з наступних двох розділів: а) графік витрачання грошових коштів (або графік майбутніх платежів); б) графік надходжень грошових коштів.

Впровадження в практику розглянутих систем і методів планування формування і використання капіталу підприємства дозволяє підвищити ефективність цього процесу, забезпечити його цілеспрямованість.

Тема 6. ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ У ПРОЦЕСІ СТВОРЕННЯ ТА РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВА

Основні питання теми:

- 1. Визначення загальної потреби в капіталі створюваного підприємства.**
- 2. Власний капітал підприємства в процесі його розвитку: складові, джерела, етапи управління.**
- 3. Механізми управління формуванням власних фінансових ресурсів: модель „витрати-випуск-прибуток”.**
- 4. Дивідендна політика.**
- 5. Амортизаційна політика.**
- 6. Емісійна політика.**
- 7. Склад позикового капіталу підприємства і механізм його залучення на кредитному ринку. Визначення граничного обсягу залучення позикових засобів.**
- 8. Управління залученням банківського кредиту.**
- 9. Управління фінансовим лізингом.**
- 10. Управління облігаційною позикою.**
- 11. Управління залученням товарного (комерційного) кредиту.**
- 12. Управління внутрішньою кредиторською заборгованістю.**

1. Визначення загальної потреби в капіталі створюваного підприємства

Основним цілями формування капіталу створюваного підприємства є:

- 1) залучення достатнього його обсягу для фінансування придбання необхідних активів;**
- 2) оптимізація його структури з позицій забезпечення умов подальшого ефективного використання.**

Оптимізація загальної потреби в капіталі створюваного

підприємства є процесом розрахунку реально необхідного обсягу фінансових ресурсів, які можуть бути ефективно використаними на початковій стадії життєвого циклу підприємства .

Оптимізації потреби в капіталі створюваного підприємства досягають різними методами, основними з яких є:

1. Балансовий метод оптимізації загальної потреби в капіталі ґрунтується на визначенні необхідної суми активів, які дозволять новому підприємству розпочати господарську діяльність. Цей метод розрахунків виходить з **балансового алгоритму: загальна сума активів створюваного підприємства дорівнює загальній сумі капіталу, що інвестується в нього.**

Розрахунок потреби в активах новостворюваного підприємства здійснюють в розрізі наступних їх видів:

- основних засобів;
- нематеріальних активів;
- запасів товарно-матеріальних цінностей;
- грошових активів;
- інших видів активів.

У процесі розрахунків спочатку визначають показники мінімального і максимального варіантів потреби в активах, а потім в рамках цих її меж формують необхідну суму. Максимальний варіант потреби в активах можна використати згодом на першій стадії розширення підприємства.

При визначенні мінімально необхідної загальної суми активів нового підприємства слід враховувати вимоги чинного законодавства до формування статутного капіталу підприємств різних сфер діяльності (банків, страхових компаній, інвестиційних фондів і компаній і т. ін.) і організаційно-правових форм (акціонерних товариств, товариств з обмеженою відповідальністю). Загальна сума формованих активів для цих підприємств не може бути нижчою за мінімальний розмір їх статутного капіталу, визначеного законодавством.

Таким чином, *розрахунок потреби в капіталі створюваного підприємства балансовим методом дозволяє :*

- з одного боку, визначити діапазон формування цієї потреби в межах від мінімальної до максимальної (з відповідним встановленням оптимального її обсягу в цьому діапазоні);
- з іншого, — визначити співвідношення основного і оборотного капіталу на цій стадії життєвого циклу підприємства.

2. Метод аналогій заснований на встановленні обсягу використовуваного капіталу на підприємствах-аналогах. Підприємство-аналог підбирається з врахуванням його галузевої приналежності, регіону розміщення, розміру, використовуваної технології, початкової стадії життєвого циклу і низки інших чинників.

Недоліки цього методу оптимізації загальної потреби в капіталі – певна складність його використання через недостатні можливості адекватного підбору підприємств-аналогів за всіма вагомими параметрами нового

підприємства, які формують обсяг необхідного капіталу.

3. Метод питомої капіталомісткості є найбільш простим, проте дозволяє отримати найменш точний результат розрахунків. Ґрунтується на використанні показника „капіталомісткість продукції”, який дає уявлення про те, який розмір капіталу використовується з розрахунку на одиницю виробленої (або реалізованої) продукції. Його розраховують в розрізі галузей і підгалузей економіки шляхом ділення загальної суми використовуваного капіталу (власного і позикового) на загальний обсяг виробленої (реалізованої) продукції. При цьому загальну суму використовуваного капіталу визначають як середню в даному періоді.

Використання даного методу розрахунку загальної потреби в капіталі для створення нового підприємства здійснюється лише на попередніх етапах до розробки бізнес-плану. Цей метод дає лише приблизну оцінку потреби в капіталі, оскільки показник середньогалузевої капіталоемності продукції істотно коливається в розрізі підприємств під впливом окремих чинників. Основними з таких чинників є: а) розмір підприємства; б) стадія життєвого циклу підприємства; в) прогресивність використовуваної технології; г) прогресивність використовуваного устаткування; д) міра фізичного зношення устаткування; е) рівень використання виробничої потужності підприємства і низка інших. Тому точнішу оцінку потреби в капіталі для створення нового підприємства при використанні цього методу розрахунку можна отримати в тому випадку, якщо для обчислення буде застосований показник капіталомісткості продукції на діючих підприємствах-аналогах (з врахуванням вищеперелічених чинників).

Розрахунок загальної потреби в капіталі новостворюваного підприємства на основі показника капіталомісткості продукції здійснюють за формулою:

$$S_k = K_{пр} * Q + C_0$$

де S_k — загальна сума капіталу, потрібна для створення нового підприємства;

$K_{пр}$ — капіталоемності продукції (середньогалузева або аналогова);

Q — планований середньорічний обсяг виробництва продукції;

C_0 — передстартові витрати й інші одноразові витрати капіталу, пов'язані зі створенням нового підприємства.

Перевагою цього методу оптимізації загальної потреби в капіталі створюваного підприємства є те, що він автоматично задає показники капіталовіддачі підприємства на стадії його формування.

Схеми фінансування новостворюваного бізнесу

При формуванні структури капіталу створюваного підприємства розглядають зазвичай дві основні схеми його фінансування (див. рис. 5.1):

I. Повне самофінансування передбачає формування капіталу створюваного підприємства винятково за рахунок власних його видів, які відповідають організаційно-правовим формам нового бізнесу (індивідуального капіталу, пайового, акціонерного). Така схема фінансування, що характеризується в зарубіжній практиці терміном „фінансування без левериджу" [unlevered], характерна лише для першого етапу життєвого циклу

підприємства, коли його доступ до позикових джерел капіталу утруднений.



Рис. 6.1. Схеми фінансування нового бізнесу, використовувані при формуванні структури капіталу створюваного підприємства

II. Змішане фінансування передбачає формування капіталу створюваного підприємства за рахунок як власних, так і позикових його видів, які залучають у різних пропорціях. На початковому етапі функціонування підприємства частка власного капіталу (частка самофінансування нового бізнесу) зазвичай істотно перевершує частку позикового капіталу (частку кредитного його фінансування).

Вибір схеми фінансування нового бізнесу нерозривно пов'язаний з врахуванням особливостей використання власного і позикового капіталу.

Власний капітал характеризується наступними основними **позитивними особливостями**:

1. *Простою залучення*, оскільки управлінські рішення, пов'язані із збільшенням власного капіталу (особливо за рахунок внутрішніх джерел його формування) приймають власники і менеджери підприємства без необхідності здобуття згоди інших господарюючих суб'єктів.

2. *Вищою здатністю генерувати прибуток у всіх сферах діяльності*, оскільки при його використанні не потрібна сплата позикового відсотка у всіх його формах.

3. *Забезпеченням фінансової стійкості* розвитку підприємства, його платоспроможності в довгостроковому періоді, а відповідно і зниженням ризику банкрутства.

У той же час йому властиві такі **недоліки**:

1. *Обмеженість обсягу залучення*, а отже і можливостей істотного розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства в періоди сприятливої кон'юнктури ринку на окремих етапах його життєвого циклу.

2. *Висока вартість порівняно з альтернативними позиковими джерелами* формування капіталу.

3. *Невикористана можливість приросту коефіцієнта рентабельності власного капіталу за рахунок залучення позикових ресурсів.*

Таким чином, підприємство, що використовує лише власний капітал, має найвищу фінансову стійкість (його коефіцієнт автономії дорівнює одиниці), але обмежує темпи свого розвитку (оскільки не може забезпечити формування необхідного додаткового обсягу активів у періоди сприятливої кон'юнктури ринку) і не використовує фінансові можливості зростання прибутку на вкладений капітал.

Позиковий капітал характеризується такими **позитивними особливостями:**

1. *Доволі широкими можливостями залучення, особливо при високому кредитному рейтингу підприємства, наявності застави або гарантії поручителя.*

2. *Забезпеченням зростання фінансового потенціалу підприємства за необхідності істотного розширення його активів і збільшення темпів росту обсягу його господарської діяльності.*

3. *Нижчою вартістю порівняно з власним капіталом за рахунок виникнення „податкового ефекту” (вилучення витрат по його обслуговуванню з бази оподаткування при сплаті податку на прибуток).*

4. *Здатністю генерувати приріст фінансової рентабельності (рентабельності власного капіталу).*

У той же час використання позикового капіталу має наступні **недоліки:**

1. Позиковий капітал *генерує найбільш небезпечні несистематичні фінансові ризики* в діяльності підприємства — *ризик зниження фінансової стійкості і втрати платоспроможності*. Рівень цих ризиків зростає пропорційно зростанню питомої ваги позикового капіталу.

2. *Активи, сформовані за рахунок позикового капіталу, генерують меншу (за інших рівних умов) норму прибутку, який знижується на суму виплачуваного позикового відсотка (відсотка за банківський кредит; лізингової ставки; купонного відсотка за облігаціями; і т. ін.).*

3. *Висока залежність вартості позикового капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку.*

4. *Складність процедури залучення.*

Таким чином, підприємство, що використовує позиковий капітал, має вищий фінансовий потенціал свого розвитку (за рахунок формування додаткового обсягу активів) і можливості приросту рентабельності власного капіталу, проте більшою мірою генерує ризик зниження фінансової стійкості і загрозу банкрутства (які зростають у міру збільшення питомої ваги позикових засобів в загальній сумі використовуваного капіталу).

Джерела фінансування новостворюваного бізнесу

З врахуванням вибраної схеми фінансування формують систему джерел залучення капіталу на підприємство. На першому етапі життєвого циклу підприємств склад цих джерел обмежений. Основні з них наведено на рис. 5.2.

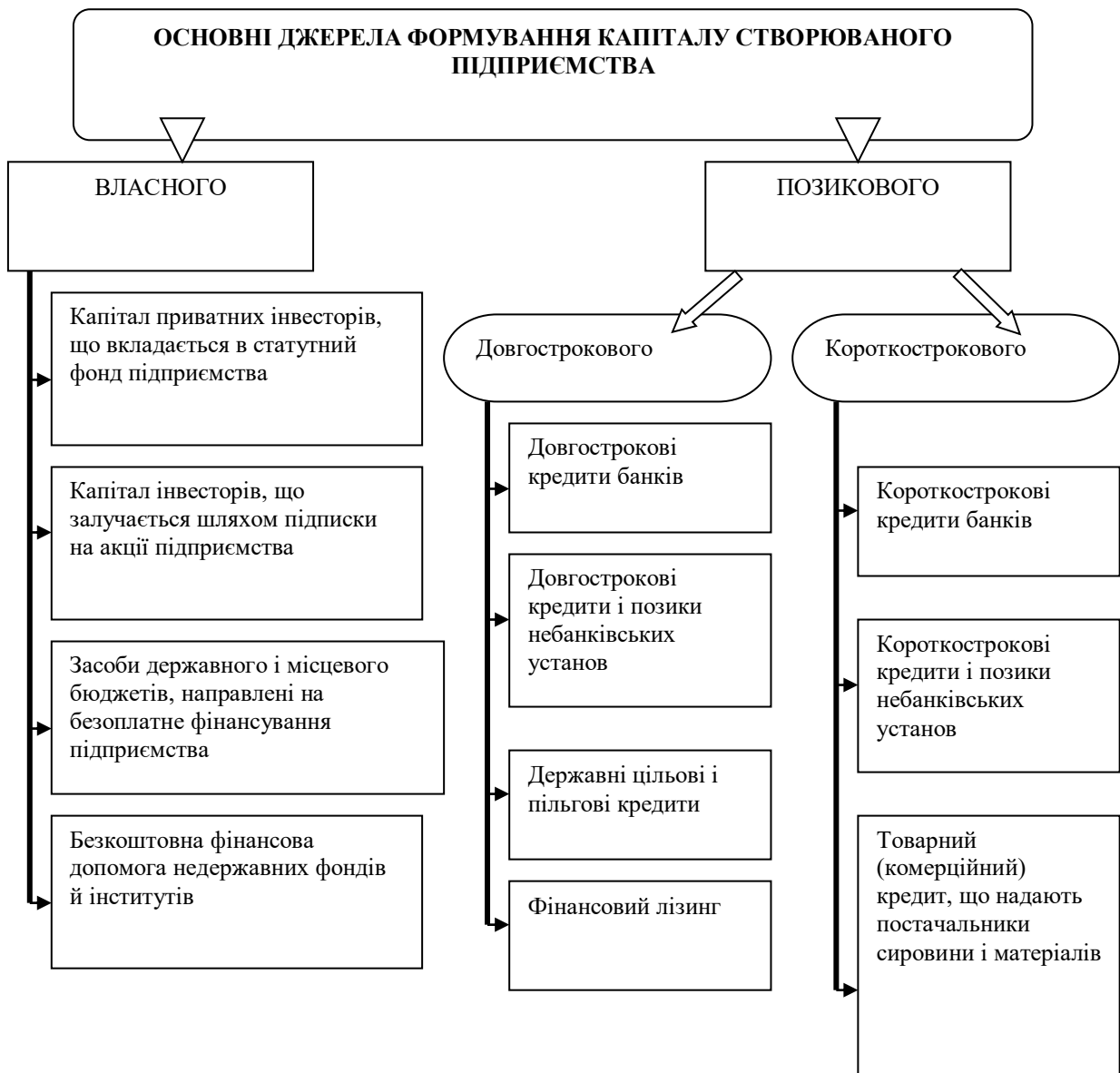


Рис. 6.2. Характеристика основних джерел формування капіталу створюваного підприємства

Основні чинники, що впливають на вибір схеми фінансування і конкретних джерел формування капіталу створюваного підприємства:

1. Організаційно-правова форма створюваного підприємства. Цей чинник визначає *способи залучення* власного капіталу. Або шляхом безпосереднього його вкладення інвесторами до статутного фонду створюваного підприємства (ТзОВ), або його залучення шляхом відкритої або закритої підписки на його акції (ВАТ, ЗАТ).

2. Галузеві особливості операційної діяльності підприємства. Характер цих особливостей визначає структуру активів підприємства, їх ліквідність.

3. Розмір підприємства. Чим він менший, тим потреба в капіталі на стадії створення підприємства може бути задоволена за рахунок власних джерел і навпаки.

4. Вартість капіталу, що залучається з різних джерел.

5. Свобода вибору джерел фінансування. Не всі з джерел, розглянутих

на рис. 5.3, доступні для окремих створюваних підприємств. Тому часто спектр доступних джерел формування капіталу створюваного підприємства зводиться до єдиної альтернативи.

6. Кон'юнктура ринку капіталу. Залежно від стану цієї кон'юнктури зростає або знижується вартість позикового капіталу, що залучається з різних джерел. При істотному зростанні цієї вартості прогнозований диференціал фінансового левериджу може досягти негативного значення (за якого використання позикового капіталу приведе до збиткової операційної діяльності створюваного підприємства).

7. Рівень оподаткування прибутку. При низькій ставці податку на прибуток або використанні новим підприємством податкових пільг по прибутку, різниця у вартості власного і позикового формованого капіталу зменшується, бо зменшується податковий ефект від використання позикових засобів. У цих умовах перевагу слід надати формуванню капіталу створюваного підприємства за рахунок власних джерел. А за високої ставки оподаткування прибутку істотно підвищується ефективність залучення капіталу з позикових джерел.

8. Міра ризику, на яку погоджуються засновники при формуванні капіталу. Неприйняття високих рівнів ризику формує консервативний підхід засновників до фінансування створення нового підприємства. За цього підходу основу фінансування підприємства складає власний капітал. І навпаки, прагнення отримати в майбутньому високий прибуток на власний капітал, незважаючи на високий рівень ризику порушення фінансової стійкості створюваного підприємства, формує агресивний підхід до фінансування нового бізнесу, за якого позиковий капітал використовують у процесі створення підприємства в максимально можливому розмірі.

9. Заданий рівень концентрації власного капіталу для забезпечення необхідного фінансового контролю. Цей чинник визначає пропорції формування власного капіталу в акціонерному товаристві. Він характеризує пропорції в обсязі підписки на акції, які матимуть його засновники й інші інвестори (акціонери).

Врахування перерахованих чинників дозволяє цілеспрямовано обирати схему фінансування і структуру джерел залучення капіталу при створенні підприємства.

2. Власний капітал підприємства в процесі його розвитку: складові, джерела, етапи управління

На діючому підприємстві власний капітал може бути у таких формах:

1. Статутний фонд (статутний капітал). Він представляє початкову суму власного капіталу підприємства, інвестованого у формування активів при створенні підприємства. Його розмір визначає статут підприємства. Для підприємств окремих сфер діяльності і організаційно-правових форм (акціонерне товариство, товариство з обмеженою відповідальністю)

мінімальний розмір статутного фонду регулюють законодавчо.

2. Резервний фонд (резервний капітал). Він представляє собою зарезервовану частину власного капіталу підприємства, призначеного для внутрішнього страхування його господарської діяльності. Розмір цієї резервної частини капіталу визначають у засновницьких документах. Формування резервного капіталу здійснюють за рахунок прибутку підприємства.

3. Спеціальні (цільові) фінансові фонди. У їх складі виділяють: амортизаційний фонд, ремонтний фонд, фонд охорони праці, фонд спеціальних програм, фонд розвитку виробництва та ін. Порядок формування і використання цих фондів регулює статут та інші внутрішні документи підприємства.

4. Нерозподілений прибуток. Він характеризує частину прибутку підприємства, отриману в попередньому періоді і не використану на споживання власниками (акціонерами, пайовиками) і персоналом. Цю частину прибутку призначають для капіталізації, тобто. для реінвестування у розвиток підприємства. За своїм економічним змістом він є однією з форм резерву власних фінансових засобів підприємства, забезпечуючи його виробничий розвиток у наступному періоді.

5. Інші форми власного капіталу. До них відносять надходження (розрахунки) за майно (при здачі його в оренду), розрахунки з учасниками (по виплаті їм доходів у формі відсотків чи дивідендів) та деякі інші, які відображають у першому розділі пасиву балансу.

Основні цілі формування власного капіталу

Формування власного капіталу підприємства підпорядковане двом основним цілям:

1. Формуванню за рахунок власного капіталу необхідного обсягу необоротних активів. Суму власного капіталу підприємства, авансовану у різні види його необоротних активів (основні засоби; нематеріальні активи; незавершене будівництво; довгострокові фінансові інвестиції й ін.), характеризують терміном *власний основний капітал*.

Суму власного основного капіталу підприємства розраховують за формулою:

$$VK_{oc} = A_{но} - ПК_{д_но}$$

де VK_{oc} — власний основний капітал, сформований підприємством;

$A_{но}$ — активи необоротні підприємства;

$ПК_{д_но}$ — позиковий капітал довгостроковий, що використовується для фінансування необоротних активів підприємства.

2. Формуванню за рахунок власного капіталу певного обсягу оборотних активів. Суму власного капіталу, авансовану у різні види його оборотних активів (запаси сировини, матеріалів і напівфабрикатів; обсяг незавершеного виробництва; запаси готової продукції; поточну дебіторську заборгованість; грошові активи й ін.), характеризують терміном *власний оборотний капітал*.

Суму власного оборотного капіталу підприємства розраховують за

формулою:

$$BK_{об} = A_o - ПК_{д_о} - ПК_{к_о}$$

де $BK_{об}$ — власний капітал оборотний, сформований підприємством;

A_o — активи оборотні підприємства;

$ПК_{д_о}$ — позиковий капітал довгостроковий, який використовують для фінансування оборотних активів підприємства;

$ПК_{к_о}$ — позиковий капітал короткостроковий у фінансуванні оборотних активів підприємства.

Джерела формування власного капіталу підприємства

Управління власним капіталом пов'язане не лише із забезпеченням ефективного використання вже накопиченої його частини, але і з формуванням **власних фінансових ресурсів (ВФР)**, що забезпечують майбутній розвиток підприємства. В процесі управління формуванням власних фінансових ресурсів їх класифікують за джерелами формування (внутрішні джерела, зовнішні джерела).

У складі **внутрішніх джерел формування ВФР** основне місце належить **прибутку, що залишається у розпорядженні підприємства**, — він формує переважну частину його ВФР, забезпечує приріст власного капіталу, а відповідно і зростання ринкової вартості підприємства. Певну роль у складі внутрішніх джерел відіграють також **амортизаційні відрахування**, особливо на підприємствах з високою вартістю використовуваних власних основних засобів і нематеріальних активів; проте суму власного капіталу підприємства вони не збільшують, а лише є засобом його реінвестування. **Інші внутрішні джерела** не відіграють помітної ролі у формуванні ВФР підприємства.

У складі **зовнішніх джерел формування ВФР** основне місце належить залученню підприємством **додаткового пайового** (шляхом додаткових внесків засобів учасників) або **акціонерного капіталу** (шляхом додаткової емісії і реалізації акцій). Для окремих підприємств одним із зовнішніх джерел формування власних фінансових ресурсів може бути **безоплатна фінансова допомога** (як правило, таку допомогу надаються лише окремим державним підприємствам різного рівня). До числа **інших зовнішніх джерел формування** власних фінансових ресурсів входять **матеріальні і нематеріальні активи**, які безкоштовно передають підприємству, їх включають до складу його балансу.

Етапи управління формуванням власних фінансових ресурсів

Збільшення власного капіталу підприємства пов'язано в першу чергу з управлінням формуванням його ВФР. **Основним завданням цього управління є забезпечення необхідного рівня самофінансування розвитку господарської діяльності підприємства в майбутньому періоді.**

Управління формуванням власних фінансових ресурсів підприємства здійснюють за такими основними етапами:

Етап 1. Аналіз формування ВФР підприємства в попередньому періоді. Метою такого аналізу є виявлення потенціалу формування власних фінансових ресурсів і його відповідності темпам розвитку підприємства.

Етап 2. Визначення загальної потреби у ВФР. Цю потребу визначають за формулою:

$$S_{ВФР}^{заг} = \frac{S_K^{заг} * Y_{ВК}}{100} - BK_0 + П_{спож}$$

де $S_{ВФР}^{заг}$ — сума потрібних власних фінансових ресурсів підприємства в планованому періоді;

$S_K^{заг}$ — сума потрібного капіталу (власного і залученого) на кінець планового періоду;

$Y_{ВК}$ — планована питома вага власного капіталу в загальній його сумі;

BK_0 — сума власного капіталу на початок планового періоду;

$П_{спож}$ — сума прибутку, яку планують спрямувати на споживання в плановому періоді.

Розрахована загальна потреба охоплює необхідну суму власних фінансових ресурсів, які формують за рахунок як внутрішніх, так і зовнішніх джерел.

Етап 3. Оцінка вартості залучення власного капіталу з різних джерел.

Таку оцінку проводять в розрізі основних елементів власного капіталу, який формують за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел. Результати такої оцінки служать основою розробки управлінських рішень стосовно вибору альтернативних джерел формування ВФР, які забезпечують приріст власного капіталу підприємства.

Етап 4. Забезпечення максимального обсягу залучення ВФР за рахунок внутрішніх джерел. До того, як використовувати зовнішні джерела формування ВФР, потрібно реалізувати всі можливості їх формування за рахунок внутрішніх джерел. Оскільки основними внутрішніми джерелами формування ВФР підприємства є сума чистого прибутку і амортизаційних відрахувань, то в першу чергу слід передбачити можливості їх зростання за рахунок різних резервів.

При знаходженні резервів зростання ВФР за рахунок внутрішніх джерел слід використовувати максимізацію сукупної їх суми, тобто такий критерій:

$$ЧП + АВ = S_{ВФР}^{внутр} \rightarrow \max$$

де ЧП — планована сума чистого прибутку підприємства;

АВ — планована сума амортизаційних відрахувань;

$S_{ВФР}^{внутр}$ — сума власних фінансових ресурсів, які формують за рахунок цих внутрішніх джерел.

Етап 5. Забезпечення необхідного обсягу залучення ВФР із зовнішніх джерел. Обсяг залучення ВФР із зовнішніх джерел має забезпечити ту їх частину, яку не вдалося сформувати за рахунок внутрішніх джерел.

Потребу у ВФР із зовнішніх джерел розраховують за формулою:

$$S_{ВФР}^{зов} = S_{ВФР}^{заг} - S_{ВФР}^{внутр}$$

де $S_{ВФР}^{зов}$ — сума потрібних власних фінансових ресурсів з зовнішніх джерел;

$S_{ВФР}^{заг}$ — загальна потреба у власних фінансових ресурсах підприємства в плановому періоді;

$S_{ВФР}^{внутр}$ — сума власних фінансових ресурсів, яку планують залучити за рахунок внутрішніх

джерел.

Забезпечення задоволення потреби у ВФР за рахунок зовнішніх джерел планують за рахунок залучення додаткового пайового капіталу (власників або інших інвесторів), додаткової емісії акцій тощо (див. рис. 6.1).

Етап 6. Оптимізація співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування ВФР. Процес цієї оптимізації ґрунтується на таких *критеріях*:

а) *забезпечення мінімальної середньозваженої вартості залучення ВФР.* Перевагу надають можливостям формування ВФР з внутрішніх джерел. Щодо зовнішніх, то якщо вартість залучення ВФР з цих джерел істотно перевищує вартість залучення позикових засобів, то від такого формування власних ресурсів слід відмовитися;

б) *забезпечення збереження управління підприємством початковими його засновниками.* Справа в тім, що ріст додаткового пайового або акціонерного капіталу за рахунок сторонніх інвесторів може привести до втрати такого управління.

Ефективність і основні завдання формування власних фінансових ресурсів.

Ефективність розробленої політики формування ВФР оцінюють за допомогою **коефіцієнта самофінансування** розвитку підприємства в майбутньому періоді. Його рівень повинен відповідати поставленій меті.

Його розраховують за формулою:

$$k_{сф} = \frac{S_{ВФР}}{\Delta A + C_{ВФР}},$$

де $k_{сф}$ — коефіцієнт самофінансування майбутнього розвитку підприємства;

$S_{ВФР}$ — планований обсяг формування власних фінансових ресурсів;

ΔA — планований приріст активів підприємства;

$C_{ВФР}$ — планований обсяг витрачання власних фінансових ресурсів підприємства на цілі споживання.

Успішне формування власних фінансових ресурсів пов'язано з вирішенням наступних **основних завдань**:

- *забезпечення максимізації формування прибутку підприємства з врахуванням допустимого рівня фінансового ризику;*
- *формування ефективної політики розподілу прибутку (дивідендної політики) підприємства;*
- *формуванні на підприємстві ефективної амортизаційної політики;*
- *здійснення додаткової емісії акцій або залучення додаткового пайового капіталу.*

Розглянемо основні особливості і механізми управління формуванням власних фінансових ресурсів підприємства в розрізі поставлених завдань.

3. *Механізми управління формуванням власних фінансових ресурсів: модель „витрати-випуск-прибуток”*

Оснoву формування власних внутрішніх фінансових ресурсів підприємства складає балансовий прибуток. Він представляє собою суму таких видів прибутку підприємства:

- прибутку від реалізації продукції (або операційного прибутку);
- прибутку від реалізації майна;
- прибутку від позареалізаційних операцій.

Серед цих видів головну роль відіграє операційний прибуток, частка якого на сьогодні складає 90-95 % загальної суми балансового прибутку. Тому управління формуванням прибутку підприємства розглядають зазвичай як управління формуванням операційного прибутку.

Основною метою управління формуванням операційного прибутку є вияв основних факторів, які впливають на його обсяг, і пошук резервів збільшення його суми.

а) застосування взаємозв'язку витрат, обсягу реалізації і прибутку

Механізм управління формуванням операційного прибутку базується на тісному взаємозв'язку, що отримав назву „Витрати, обсяг реалізації, прибуток” [Cost-Volume-Profit-relationships; „CVP”], який дозволяє виділити роль окремих чинників у формуванні операційного прибутку і забезпечити ефективне управління цим процесом на підприємстві.

Механізм управління прибутком передбачає послідовне формування маржинального, валового і чистого прибутку підприємства.

- Розрахунок *маржинального операційного прибутку* підприємства здійснюють шляхом вирахування з чистого доходу від реалізації продукції (доходу без ПДВ, акцизів, та інших податків, що входять в ціну продукції) змінних операційних витрат.

- Розрахунок *валового операційного прибутку* підприємства здійснюють шляхом вирахування з чистого доходу від реалізації продукції як змінних, так і постійних витрат операційної діяльності.

- Розрахунок *чистого операційного прибутку* підприємства здійснюють шляхом вирахування з валового операційного прибутку податкових нарахувань на прибуток та інших обов'язкових платежів за рахунок прибутку.

У процесі управління формуванням операційного прибутку на основі системи „Взаємозв'язок витрат, обсягу реалізації і прибутку” підприємство вирішує такі завдання:

- 1. Визначення обсягу реалізації продукції, що забезпечує беззбиткову операційну діяльність протягом короткострокового періоду.** Для досягнення „точки беззбитковості” своєї операційної діяльності підприємство

повинне забезпечити такий обсяг реалізації продукції, при якому чистий дохід від продажу зрівняється з сумою витрат (постійних і змінних). Цю умову можна виразити наступною рівністю:

$$TR = FC + VC;$$

$$Q \cdot P = FC + AVC \cdot Q;$$

де TR – чистий дохід від продажу; Q – обсяг продажу (шт.), P – ціна продажу, FC – величина постійних (фіксованих) витрат, VC – величина змінних витрат, AVC – середні змінні витрати фірми.

З останнього рівняння отримаємо:

$$Q_{(шт.)} = \frac{FC}{P - AVC};$$

$$Q_{(грн.)} = \frac{FC \cdot P}{P - AVC} = \frac{FC}{\frac{P - AVC}{P}} = \frac{FC}{1 - \frac{AVC}{P}}.$$

Отже,

$$\text{Беззбитковий продаж в шт.} = \frac{\text{постійні витрати}}{\text{валова маржа на одиницю продукції}};$$

$$\text{Беззбитковий продаж в грн.} = \frac{\text{постійні витрати}}{\text{коефіцієнт валової маржі на одиницю продукції}}.$$

Коефіцієнт валової маржі можна визначити і так:

$$k = \frac{TR - VC}{TR}.$$

2. Визначення обсягу реалізації продукції, що забезпечує досягнення запланованої (цільової) суми валового операційного прибутку. Аналіз беззбитковості застосовується також для визначення обсягу виробництва і продажу, необхідних для отримання цільового прибутку. Припустимо, що фірма планує збільшити розміри операційного прибутку з нуля до Π . Тоді обсяг продажу в шт., необхідний для отримання зазначеного прибутку визначають за формулою:

$$Q_{(шт.)} = \frac{FC + \Pi}{P - AVC}.$$

3. Визначення обсягу реалізації продукції, що забезпечує беззбиткову операційну діяльність у довгостроковому періоді. Операційна діяльність у тривалому періоді порівняно з коротким періодом зазнає наступних основних змін:

а) із зростанням обсягу реалізації продукції періодично зростають постійні операційні витрати;

б) з насиченням ринку в результаті зростання обсягу реалізації продукції підприємство змушене знижувати рівень цін, що приводить до відповідного зменшення темпів зростання чистого операційного доходу;

в) за рахунок економнішого використання сировини і матеріалів, зростання продуктивності праці операційного персоналу, укрупнення партій сировини і відвантажуваної продукції поступово знижується рівень змінних операційних витрат на одиницю продукції.

Усі ці зміни через взаємозв'язок розглянутих чинників з операційним прибутком істотно впливають на формування його суми. При рості підприємства точка беззбитковості постійно змінює своє значення, тобто

вимагає набагато більшого обсягу реалізації порівняно з попереднім періодом

Довгостроковий період операційної діяльності підприємства можна розкласти на кілька коротких її періодів (з незмінними умовами), що дозволяє використовувати при розрахунках алгоритми, характерні для короткого періоду.

4. Визначення „запасу міцності” підприємства, тобто розміру можливого зниження обсягу реалізації продукції (у вартісному вираженні) при несприятливій кон'юктурі товарного ринку, який дозволяє йому здійснювати прибуткову операційну діяльність.

У вартісному вираженні запас міцності операційної діяльності підприємства розраховують за формулою:

$$ЗМ = Q_{пл} - Q_{беззб}$$

де ЗМ — вартісний обсяг реалізації продукції підприємства, що забезпечує „запас міцності” його операційної діяльності;

$Q_{пл}$ — вартісний обсяг реалізації продукції, що забезпечує формування планової (або фактично досягнутої) суми валового операційного прибутку підприємства;

$Q_{беззб}$ — вартісний обсяг реалізації продукції, що забезпечує досягнення точки беззбитковості операційної діяльності підприємства.

За необхідності межу безпеки (запас міцності) можна виразити і натуральним обсягом реалізації продукції. Для цього у попередній формулі слід застосувати операцію ділення на ціну реалізації продукції.

5. Визначення необхідного обсягу реалізації продукції, що забезпечує досягнення запланованого (цільового) чистого операційного прибутку.

Цей обсяг реалізації продукції можна розрахувати у вартісному вираженні за формулою:

$$Q_{(ум.)} = \frac{FC + ЧП + T}{P - AVC}$$

де Q - обсяг реалізації продукції, що забезпечує формування планової (цільової) суми чистого операційного прибутку підприємства;

ЧП — планова (цільова) сума чистого операційного прибутку підприємства;

FC — планова сума постійних операційних витрат;

T — планова сума податкових платежів за рахунок прибутку, обчислена виходячи з суми чистого операційного прибутку і ставки податку на прибуток методом зворотного перерахунку;

P — планова ціна одиниці продукції;

AVC — середні змінні операційні витрати.

6. Визначення можливого зростання суми валовою операційною прибутку при оптимізації співвідношення постійних і змінних операційних витрат. Алгоритм і графік, пов'язані з реалізацією цього завдання, детально розкрито при розгляді наступного питання „операційний леверидж”.

4. Дивідендна політика

Термін „дивідендна політика” пов'язаний з розподілом прибутку в акціонерних товариствах. Проте певні принципи і методи розподілу прибутку можна застосувати не лише до акціонерних товариств, але і до підприємств

будь-який іншої організаційно-правової форми діяльності

Тому в ширшому трактуванні під терміном „дивідендна політика” можна розуміти політику формування частки прибутку, виплачуваного власникові, відповідно до частки його вкладу в загальну суму власного капіталу підприємства.

Основною метою розробки дивідендної політики є встановлення необхідної пропорційності між поточним споживанням прибутку власниками і майбутнім його зростанням, яке б максимізувало ринкову вартість підприємства і забезпечувало стратегічний його розвиток.

Виходячи з цієї мети поняття дивідендної політики формулюють так:

Дивідендна політика є складовою частиною загальної політики управління прибутком, полягає в оптимізації пропорцій між його споживанням і капіталізацією з метою максимізації ринкової вартості підприємства.

Сучасна теорія управління капіталом розглядає три підходи до формування дивідендної політики — „консервативний”, „помірний” („компромісний”) і „агресивний”. Кожному з цих підходів відповідає певний тип дивідендної політики (табл. 6.1).

Таблиця 6.1

Основні типи дивідендної політики акціонерного товариства

Визначальний підхід до формування дивідендної політики	Варіанти використовуваних типів дивідендної політики
I. Консервативний підхід	1. Залишкова політика дивідендних виплат 2. Політика стабільного розміру дивідендних виплат
II. Помірний (компромісний) підхід	3. Політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди
III. Агресивний підхід	4. Політика стабільного рівня дивідендів 5. Політика постійного зростання розміру дивідендів

1. Залишкова політика дивідендних виплат передбачає, що фонд виплати дивідендів утворюється після того, як за рахунок прибутку задоволено потребу у формуванні власних фінансових ресурсів, що забезпечують повною мірою реалізацію інвестиційних можливостей підприємства. **Перевагою** політики цього типу є забезпечення високих темпів розвитку підприємства, підвищення його фінансової стійкості. **Недолік** же цієї політики полягає в нестабільності розмірів дивідендних виплат, повній непередбачуваності їх формованих розмірів у майбутньому періоді і навіть відмова від їх виплат в період високих інвестиційних можливостей, що негативно позначається на формуванні рівня ринкової ціни акцій. Таку дивідендну політику використовують зазвичай лише на ранніх стадіях життєвого циклу підприємства, пов'язаних з високим рівнем його інвестиційної активності.

2. Політика стабільного розміру дивідендних виплат передбачає виплату незмінної їх суми впродовж тривалого періоду (при високих темпах

інфляції сума дивідендних виплат коригується на індекс інфляції). *Перевагою* цієї політики є її надійність, яка створює відчуття упевненості в акціонерів у незмінності розміру поточного доходу незалежно від різних обставин, визначає стабільність котирування акцій на фондовому ринку. *Недоліком* цієї політики є її слабкий зв'язок з фінансовими результатами діяльності підприємства, у зв'язку з чим в періоди несприятливої кон'юнктури і низького розміру формованого прибутку інвестиційна діяльність може бути зведена до нуля. Для того, щоб уникнути цих негативних наслідків стабільний розмір дивідендних виплат встановлюють зазвичай на відносно низькому рівні, з огляду на що і відносять даний тип дивідендної політики до категорії консервативної, мінімізуючої ризик зниження фінансової стійкості підприємства через недостатні темпи приросту власного капіталу.

3. Політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди (або політика „екстра-дивіденду“) на думку багатьох є найбільш зваженим її типом. Її *перевагою* є стабільна гарантована виплата дивідендів в мінімально передбаченому розмірі (як у попередньому випадку) при високому зв'язку з фінансовими результатами діяльності підприємства, що дозволяє збільшувати розмір дивідендів у періоди сприятливої господарської кон'юнктури, не знижуючи при цьому рівень інвестиційної активності. Така дивідендна політика дає найбільший ефект на підприємствах з нестабільним в динаміці розміром формування прибутку. Основний *недолік* цієї політики полягає в тому, що при тривалій виплаті мінімальних розмірів дивідендів інвестиційна привабливість акцій компанії знижується і відповідно падає їх ринкова вартість.

4. Політика стабільного рівня дивідендів передбачає встановлення довгострокового нормативного коефіцієнта дивідендних виплат до суми прибутку (або нормативу розподілу прибутку на споживання і капіталізацію). *Перевагою* цієї політики є простота її формування і тісний зв'язок з розміром утворюваного прибутку. *Недоліком* є нестабільність розмірів дивідендних виплат на акцію, яка визначається нестабільністю суми формованого прибутку. Лише зрілі компанії із стабільним прибутком можуть дозволити собі здійснення дивідендної політики цього типу; якщо розмір прибутку істотно варіює в динаміці, ця політика генерує високу загрозу банкрутства.

5. Політика постійного зростання розміру дивідендів передбачає стабільне зростання рівня дивідендних виплат з розрахунку на одну акцію. Зростання дивідендів при здійсненні такої політики відбувається, як правило, в твердо встановленому відсотку приросту до їх розміру в попередньому періоді (на цьому принципі побудована „Модель Гордона“, що визначає ринкову вартість акцій таких компаній). *Перевагою* такої політики є забезпечення високої ринкової вартості акцій компанії і формування позитивного її іміджу у потенційних інвесторів при додаткових емісіях. *Недоліком* цієї політики є відсутність гнучкості в її проведенні і постійне зростання фінансової напруженості — якщо темп зростання коефіцієнта дивідендних виплат зростає (тобто якщо фонд дивідендних виплат зростає швидше, ніж сума прибутку), то інвестиційна активність підприємства скорочується, а коефіцієнти фінансової

стійкості знижуються (за інших рівних умов). Тому здійснення такої дивідендної політики можуть дозволити собі лише реально процвітаючі акціонерні компанії — якщо ж ця політика не підкріплена постійним зростанням прибутку компанії, то вона є вірною дорогою до її банкрутства.

Дивідендна політика акціонерного товариства формується за такими основними етапами (рис. 6.3).

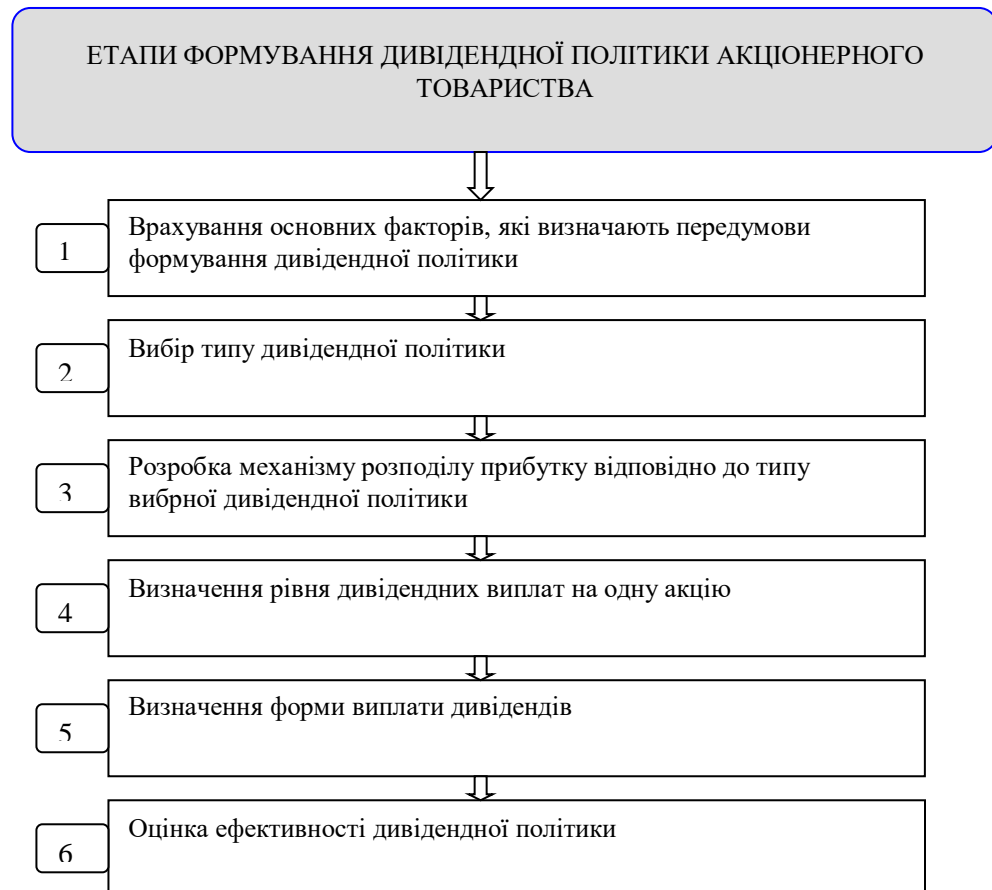


Рис. 6.3. Послідовність формування дивідендної політики акціонерного товариства

Визначення рівня дивідендних виплат на одну просту акцію здійснюють за формулою:

$$D_{a_n} = \frac{\Phi D - \Phi D_{a_{np}}}{N_{a_n}}$$

де D_{a_n} — дивіденд на одну акцію;

ΦD — фонд дивідендних виплат, сформований відповідно до вибраного типу дивідендної політики;

$\Phi D_{a_{np}}$ — фонд виплат дивідендів власникам привілейованих акцій;

N_{a_n} — кількість простих акцій, емітованих акціонерним товариством.

Вибір форм виплати дивідендів є важливим етапом формування дивідендної політики. Основними з таких форм є:

1. *Виплата дивідендів готівкою (чеками).* Це найбільш проста і найпоширеніша форма здійснення дивідендних виплат.

2. *Виплата дивідендів акціями.* Така форма передбачає надання акціонерам знову емітованих акцій на суму дивідендних виплат.

3. *Автоматичне реінвестування.* Ця форма виплати надає акціонерам право індивідуального вибору — отримати дивіденди готівкою, або реінвестувати їх в додаткові акції.

4. *Викуп акцій компанією.* Його розглядають як одну з форм реінвестування дивідендів, відповідно до якої на суму дивідендного фонду компанія скуповує на фондовому ринку частину акцій, що вільно обертаються.. Це дозволяє автоматично збільшувати розмір прибутку на одну акцію, що залишилася, і підвищувати коефіцієнт дивідендних виплат в майбутньому періоді.

Для оцінки ефективності дивідендної політики акціонерного товариства використовують такі показники:

а) *коефіцієнт дивідендних виплат:*

$$K_{дв} = \frac{\text{ФДВ}}{\text{ЧП}}, \text{ або } K_{дв} = \frac{D_a}{\text{ЧП}_a}$$

де $K_{дв}$ — коефіцієнт дивідендних виплат;

ФДВ — фонд дивідендних виплат, сформований відповідно до вибраного типу дивідендної політики;

ЧП — сума чистого прибутку акціонерного товариства;

D_a — сума дивідендів, що виплачуються на одну акцію;

ЧП_a — сума чистого прибутку на одну акцію.

б) *коефіцієнт співвідношення ціни і доходу по акції:*

$$K_{р-д} = \frac{P_a}{D_a}$$

де $K_{р-д}$ — коефіцієнт співвідношення ціни і доходу по акції;

P_a — ринкова ціна однієї акції;

D_a — сума дивідендів, виплачених на одну акцію.

При оцінці ефективності дивідендної політики можуть бути використані також показники динаміки ринкової вартості акцій.

5. Амортизаційна політика

Амортизаційна політика підприємства полягає в управлінні амортизаційними відрахуваннями з метою їх реінвестування у виробничу діяльність.

Формування амортизаційної політики підприємства здійснюють за основними етапами (рис. 6. 4).



Рис 6.4. Зміст основних етапів формування амортизаційної політики підприємства.

Оцінку ефективності амортизаційної політики роблять, порівнюючи грошовий потік (суми прибутку і амортизаційних відрахувань) за двох альтернатив:

- 1) прямолінійна;
- 2) прискорена амортизація

окремих активів, які амортизують (або всієї їх суми).

Розрахунок річного ефекту у формі додатковою грошового потоку можна доповнити розрахунком ефекту від використання цієї суми у формі короткострокових фінансових вкладень (якщо сума додатковою грошового потоку не реінвестується в основні фонди у цьому ж періоді).

6. Емісійна політика

Залучення власного капіталу із зовнішніх джерел шляхом додаткової емісії акцій є складним і дорогим процесом. Тому до даного джерела формування власних фінансових ресурсів слід прибгати лише в обмежених випадках.

Основною метою управління емісією акцій є залучення на фондовому ринку необхідного обсягу власних фінансових ресурсів в мінімально можливі терміни.

Процес управління емісією акцій будується за такими основними етапами (рис. 6.5).

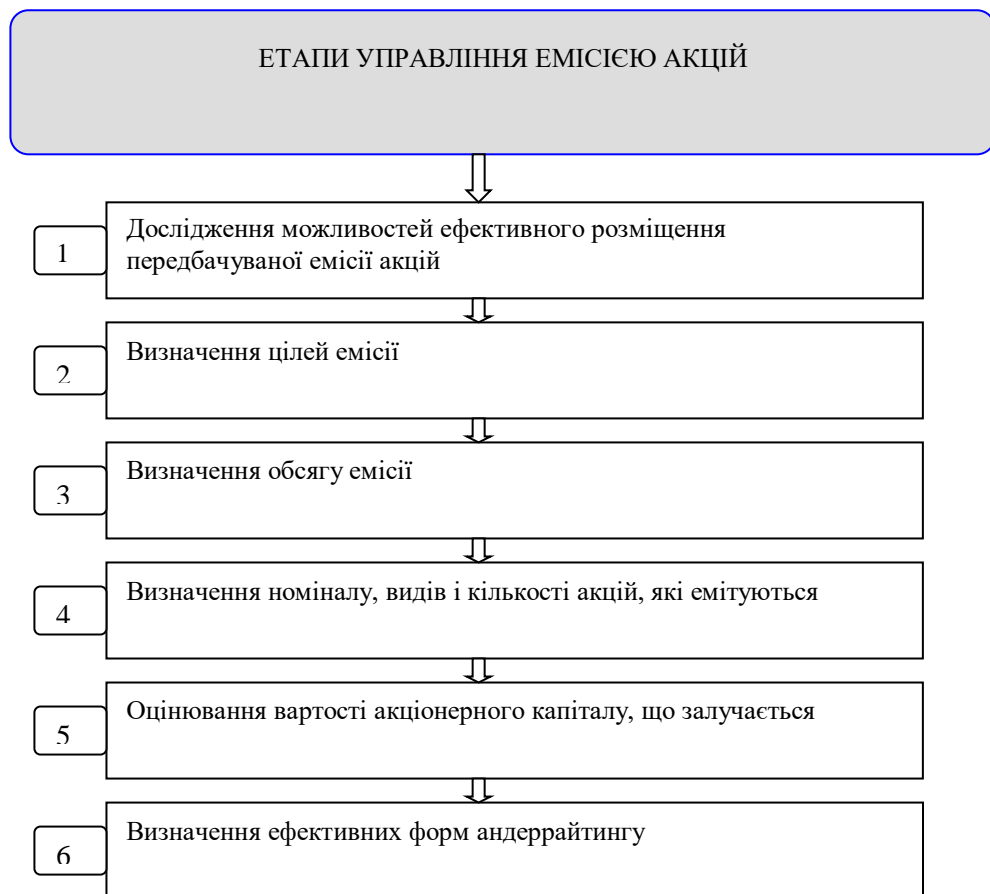


Рис 6.5. Основні етапи формування емісійної політики підприємства при збільшенні акціонерного капіталу

З врахуванням збільшеного обсягу власного капіталу підприємство (щоб не змінився коефіцієнт фінансового левериджу) має можливість відповідно збільшити обсяг позикових засобів, а отже і підвищити суму прибутку на вкладений власний капітал.

7. Склад позикового капіталу підприємства і механізм його залучення на кредитному ринку. Визначення граничного обсягу залучення позикових засобів.

Позиковий капітал підприємства представляє обсяг його фінансових зобов'язань (загальну суму боргу). Фінансові зобов'язання розрізняють такі (рис. 6.6):

1. Довгострокові фінансові зобов'язання. Це зобов'язання, які виникають при позиці капіталу на термін понад 1 рік. Основними з цих зобов'язань є: 1) за довгостроковими кредитами банків та небанківських установ; 2) за податковим кредитом; 3) за емітованими облігаціями; 4) за фінансовою допомогою, наданою на поворотній основі; 5) за фінансовим

лізингом і т. ін.

2. Короткострокові фінансові зобов'язання. Виникають при позиці капіталу терміном до 1 року. До них відносять зобов'язання: 1) за короткостроковими кредитами банків та небанківських установ; 2) за товарами, роботами, послугами; за виданими векселями; 3) за отриманими авансами; 4) за розрахунками з бюджетом і не бюджетними фондами; 5) за оплатою праці; 6) за розрахунками з дочірніми підприємствами й т. ін.

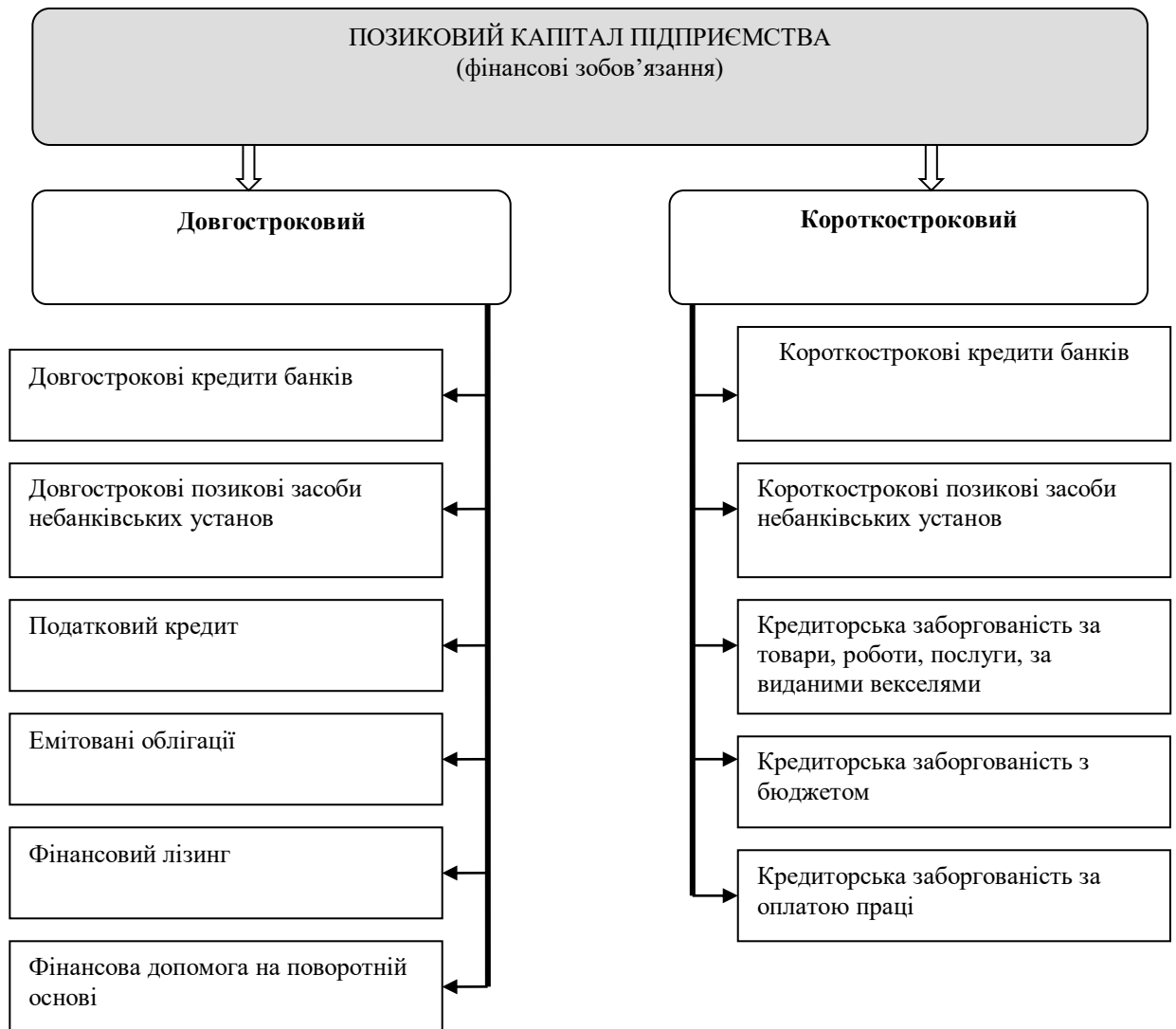


Рис. 6.6. Основні форми фінансових зобов'язань підприємства у складі позикового капіталу

Класифікація позикових засобів підприємства

Джерела і форми залучення підприємством позикових засобів дуже різноманітні. **Позикові засоби класифікують** за такими ознаками:

1. За цілями залучення:

- 1) для забезпечення відтворення необоротних активів;
- 2) для поповнення оборотних активів;

- 3) для задоволення інших господарських чи соціальних потреб.
- 2. За джерелами залучення:**
- 1) із зовнішніх джерел;
 - 2) з внутрішніх джерел.
- 3. За періодом залучення:**
- 1) на довгостроковий період (понад 1 рік);
 - 2) на короткостроковий період (до 1 року).
- 4. За формою залучення:**
- 1) у грошовій формі (банківський кредит);
 - 2) у формі обладнання (фінансовий лізинг);
 - 3) в товарній формі (товарний або комерційний кредит);
 - 4) в інших матеріальних чи нематеріальних формах.
- 5. За формою забезпечення:**
- 1) незабезпечені позикові засоби;
 - 2) забезпечені поручительством чи гарантією;
 - 3) забезпечені завдатком чи заставою.

З врахуванням класифікації позикових засобів використовують різні методи управління їх залученням.

Етапи управління залученням позикового капіталу

Управління залученням позикових засобів є цілеспрямованим процесом їх формування з різних джерел і в різних формах відповідно до потреб підприємства в позиковому капіталі на різних етапах його розвитку.

Процес управління залученням позикових засобів підприємством здійснюється за такими основними **етапами**.

Етап 1. Аналіз залучення і використання позикових засобів в попередньому періоді. Метою такого аналізу є виявлення обсягу, складу і форм залучення позикових засобів підприємством, а також оцінка ефективності їх використання.

Результати проведеного аналізу служать основою оцінки доцільності використання позикових засобів на підприємстві в обсягах і формах, які вже є.

Етап 2. Визначення цілей залучення позикових засобів у майбутньому періоді. Ці засоби залучає підприємство на строго цільовій основі, що є однією з умов подальшого ефективного їх використання.

Основними цілями залучення позикових засобів підприємствами є:

- а) *поповнення необхідного обсягу постійної частини оборотних активів;*
- б) *забезпечення формування змінної частини оборотних активів.* Яку б модель фінансування активів не використало підприємство, у всіх випадках змінну частину оборотних активів частково або повністю фінансують за рахунок позикових засобів;
- в) *формування обсягу інвестиційних ресурсів, якого не вистарчає для інвестиційної діяльності.*
- г) *забезпечення соціально-побутових потреб своїх працівників.* У цих

випадках позикові засоби залучають для видачі позик своїм працівникам на індивідуальне житлове будівництво, облаштування садових і городніх ділянок та на інші аналогічні цілі;

д) *інші потреби*. Принцип цільового залучення позикових засобів забезпечується і в цьому випадку, хоча таке їх залучення здійснюється зазвичай на короткі терміни і в невеликих обсягах.

Етап 3. Визначення граничного обсягу залучення позикових засобів. Максимальний обсяг цього залучення диктують дві основні умови:

а) *граничний ефект фінансового левериджу*. Оскільки обсяг власних фінансових ресурсів формують на попередньому етапі, то загальну величину власного капіталу можна визначити заздалегідь. Відповідно до неї розраховують коефіцієнт фінансового левериджу (коефіцієнт фінансування), за якого його ефект буде максимальним. Після чого обчислюють граничний обсяг позикових засобів, що забезпечує ефективне використання власного капіталу;

б) *забезпеченням достатньої фінансової стійкості підприємства*.

З врахуванням цих вимог підприємство встановлює ліміт використання позикових засобів у своїй господарській діяльності.

Етап 4. Оцінювання вартості залучення позикового капіталу з різних джерел. Результати такої оцінки служать основою розробки управлінських рішень відносно вибору альтернативних джерел залучення позикових засобів.

Етап 5. Визначення співвідношення обсягу позикових засобів, що залучаються на коротко- і довгостроковій основі. На довгостроковий період (понад 1 рік) позикові засоби залучають, як правило, для розширення обсягу власних основних засобів і формування потрібного обсягу інвестиційних ресурсів. На короткостроковий період позикові засоби залучають для всіх інших цілей їх використання.

Розрахунок необхідного розміру позикових засобів в рамках кожного періоду здійснюють в розрізі окремих цільових напрямів їх майбутнього використання.

Етап 6. Визначення форм залучення позикових засобів. Ці форми диференціюють у розрізі фінансового кредиту; товарного (комерційного) кредиту; інших форм.

Етап 7. Визначення складу основних кредиторів. Цей склад визначається формами залучення позикових засобів. Основними кредиторами підприємства є зазвичай його постійні постачальники, з якими встановлені тривалі комерційні зв'язки, а також комерційний банк, що здійснює його розрахунково-касове обслуговування

Етап 8. Формування ефективних умов залучення кредитів. До найважливіших з цих умов відносять: а) термін надання кредиту; б) ставка відсотка за кредит; в) умови сплати суми відсотка; г) умови сплати основної суми боргу; г) інші умови, пов'язані із залученням кредиту.

Етап 9. Забезпечення ефективного використання кредитів. Критерієм такої ефективності виступають показники оборотності і рентабельності позикового капіталу.

Етап 10. Забезпечення своєчасних розрахунків за отриманими

кредитами. Для цього за найбільш крупними кредитами можна заздалегідь резервувати спеціальний поворотний фонд. Платежі по обслуговуванню кредитів включають у платіжний календар і контролюють у процесі моніторингу поточної фінансової діяльності.

8. Управління залученням банківського кредиту

Під *банківським кредитом* розуміються грошові кошти, які надає банк у позику клієнтові для цільового використання на встановлений термін під певний відсоток.

Управління залученням банківського кредиту здійснюють за такими *основними етапами* (рис. 6.7.):



Рис. 6.7. Основні етапи управління залученням банківського кредиту

У процесі оцінки умов здійснення банківського кредитування в розрізі видів кредитів використовують спеціальний показник — „**грант-елемент**”, що дозволяє порівнювати вартість залучення фінансового кредиту на умовах окремих комерційних банків з середніми умовами на фінансовому ринку (відповідно на ринку грошей або ринку капіталу залежно від тривалості кредитного періоду). Розрахунок цього показника здійснюють за формулою:

$$GE = 100 - \sum_{t=1}^n \frac{S_{відс} + S_{аморт_осн_боргу}}{BK(1+r)^t} * 100 ,$$

де GE — показник грант-елементу, що характеризує розмір відхилень вартості конкретного фінансового кредиту на умовах, запропонованих комерційним банком, від середньоринкової вартості аналогічних кредитних інструментів, у відсотках;

$S_{відс}$ — сума сплачуваного відсотка в конкретному інтервалі (t) кредитного періоду;

$S_{аморт_осн_боргу}$ — сума амортизації основного боргу в конкретному інтервалі (t) кредитного періоду;

BK — загальна сума банківського кредиту, що залучається підприємством;

r — середня ставка відсотка за кредит, що склалася на фінансовому ринку за аналогічними кредитними інструментами, виражена десятковим дробом;

t — конкретний інтервал кредитного періоду, в якому здійснюється платіж засобів комерційному банку,

n — загальна тривалість кредитного періоду, виражена числом вхідних в нього інтервалів.

Оскільки грант-елемент порівнює відхилення вартості залучення конкретного кредиту від середньоринкової (виражене у відсотках до суми кредиту), його значення може бути як додатним, так і від'ємним. Ранжуючи значення грант-елементу можна оцінити рівень ефективності умов залучення підприємством банківського кредиту відповідно до пропозицій окремих комерційних банків.

„Вирівнювання” кредитних умов у процесі укладення кредитного договору здійснюють на основі показника „грант-елемент” і ефективної ставки відсотка на кредитному ринку.

Критерієм **ефективного використання банківського кредиту** виступають такі умови:

- кредитна ставка за короткостроковим банківським кредитом має бути нижчою рентабельності господарських операцій, для здійснення яких його залучають;

- кредитна ставка за довгостроковим банківським кредитом має бути нижчою коефіцієнта рентабельності активів, інакше ефект фінансового левериджу матиме негативне значення.

9. Управління фінансовим лізингом

Фінансовий лізинг (оренда) представляє собою господарську операцію, що передбачає придбання орендодавцем основних засобів з подальшою передачею їх в користування орендарю на термін, що не перевищує періоду їх повної амортизації з обов'язковою подальшою передачею права власності на ці основні засоби орендареві.

Фінансовий лізинг розглядають як один з видів фінансового кредиту. Основні засоби, передані у фінансовий лізинг, включають до складу основних засобів орендаря.

Кредитні аспекти фінансового лізингу

Кредитні аспекти фінансового лізингу полягають в наступному:

- 1. Фінансовий лізинг задовольняє потребу в найбільш дефіцитному**

вигляді позикового капіталу — довгостроковому кредиті.

2. Він забезпечує повний обсяг задоволення конкретної цільової потреби підприємства в позикових засобах.

3. Фінансовий лізинг автоматично формує повне забезпечення кредиту, що знижує вартість його залучення.

4. Він забезпечує покриття „податковим щитом” всього обсягу кредиту, що залучається. Лізингові платежі, які забезпечують амортизацію всієї суми основного боргу за кредитом, входять до складу витрат підприємства і зменшують відповідним чином суму оподаткування його прибутку. За банківським кредитом аналогічний „податковий щит” поширюється лише на платежі по обслуговуванню кредиту, а не на суму основного боргу по ньому. Крім того, певна система податкових пільг поширюється і на лізингодавця.

5. Забезпечує ширший діапазон форм платежів, пов'язаних з обслуговуванням боргу (передбачає можливість здійснення таких платежів, наприклад, у формі постачань продукції, виробленої за участю лізингованих активів).

6. Забезпечує велику гнучкість у термінах платежів, пов'язаних з обслуговуванням боргу.

7. Фінансовий лізинг характеризується простішою процедурою оформлення кредиту порівняно з банківською.

8. Фінансовий лізинг не вимагає формування на підприємстві фонду погашення основного боргу у зв'язку з поступовістю його амортизації. Це звільняє підприємство від необхідності вилучати власні фінансові ресурси на формування фонду погашення.

Перераховані кредитні аспекти фінансового лізингу визначають його як доволі привабливий кредитний інструмент у процесі залучення підприємством позикового капіталу для забезпечення свого економічного розвитку.

Види фінансового лізингу

Класифікують види фінансового лізингу за такими основними ознаками:

1. За складом учасників лізингової операції:

- **прямий лізинг.** Характеризує лізингову операцію, яка здійснюється між лізингодавцем і лізингоотримувачем без посередників;
- **непрямий лізинг.** Передача майна лізингоотримувачу здійснюється через посередників.

2. За країною приналежності учасників лізингової операції:

- **внутрішній лізинг.** Всі учасники якої є резидентами даної країни;
- **зовнішній (міжнародний) лізинг.** Лізингові операції здійснюють учасники з різних країн.

3. За об'єктом лізингу:

- **лізинг рухомого майна.**
- **лізинг нерухомого майна.**

4. За формами лізингових платежів:

- **грошовий лізинг.** Платежі за лізинговою угодою роблять виключно у грошовій формі.

- *компенсаційний лізинг*. Передбачає можливість здійснення лізингових платежів підприємством у формі постачань продукції (товарів, послуг).
- *змішаний лізинг*. Поєднують платежі за лізинговою угодою як у грошовій, так і в товарній формі (чи формі зустрічних послуг).

5. За характером фінансування об'єкту лізингу:

- *індивідуальний лізинг*. Лізингодавець повністю фінансує виробництво або купівлю майна, що передається в оренду.
- *роздільний лізинг*. Лізингодавець придбає об'єкт оренди частково за рахунок власного капіталу, а частково — за рахунок позикового.

Етапи управління фінансовим лізингом

Основною метою управління фінансовим лізингом з позицій залучення підприємством позикового капіталу є мінімізація потоку платежів по обслуговуванню кожної лізингової операції.

Процес управління фінансовим лізингом на підприємстві здійснюють за такими основними етапами (рис. 6.8):

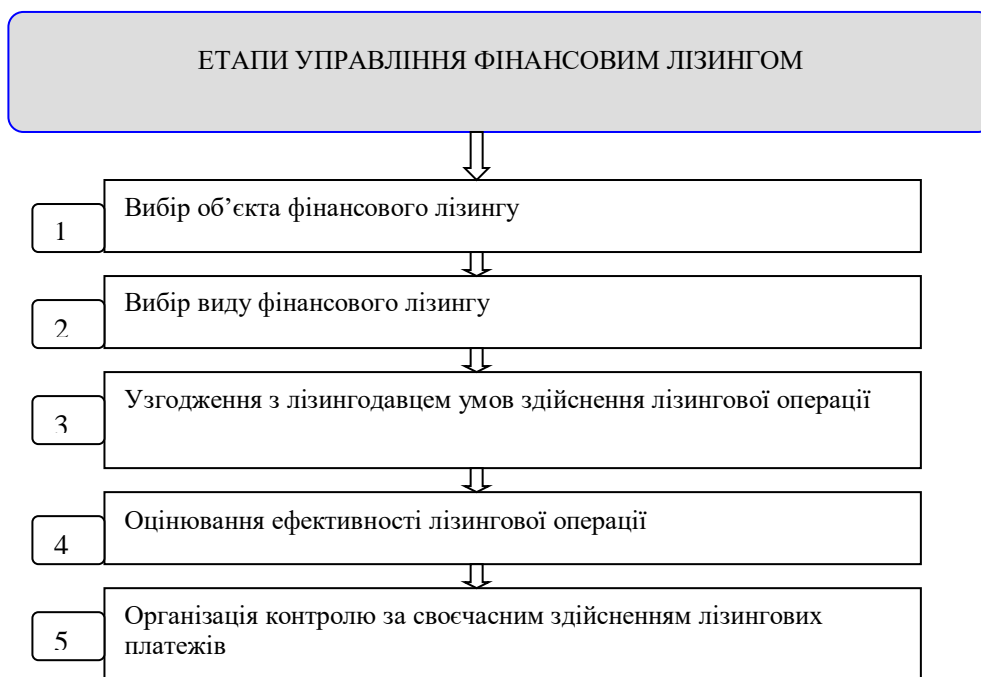


Рис. 6. 8. Основні етапи управління фінансовим лізингом на підприємстві

Оцінювання ефективності лізингової операції роблять на основі порівняння сумарних потоків платежів при різних формах фінансування активів.

Ефективність грошових потоків (потоків платежів) порівнюють у теперішній вартості за такими основними варіантами рішень: придбання активів у власність за рахунок власних фінансових ресурсів; придбання активів у власність за рахунок довгострокового банківського кредиту; лізинг активів.

- Основу грошового потоку придбання активу у власність *за рахунок власних фінансових ресурсів* складають витрати на його купівлю, тобто ринкова ціна активу. Ці витрати здійснюють при купівлі активу і тому не потребують

приведення до теперішньої вартості.

• Основу грошового потоку придбання активу у власність *за рахунок довгострокового банківського кредиту* складають сума відсотка за користування кредитом і загальна його сума, що підлягає поверненню при погашенні. Розрахунок загальної суми цього грошового потоку в теперішній вартості здійснюють за формулою:

$$PV_{БК} = \sum_{t=1}^n \frac{S_{\%} (1-T)}{(1+r)^t} + \frac{S_{БК}}{(1+r)^n},$$

де $PV_{БК}$ — теперішня вартість грошового потоку по довгостроковому банківському кредиту;

$S_{\%}$ — сума сплачуваного відсотка за кредит відповідно до річної його ставки;

$S_{БК}$ — сума отриманого кредиту, яка підлягає погашенню в кінці кредитного періоду;

T — ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

r — річна ставка відсотка за довгостроковий кредит, виражена десятковим дробом;

n — кількість інтервалів, за якими здійснюють розрахунок процентних платежів в загальному обумовленому періоді часу.

• Основу грошового потоку *лізингу (оренди) активу* складають авансовий лізинговий платіж (якщо він обумовлений умовами лізингової угоди) і регулярні лізингові платежі (орендна плата) за використання активу. Розрахунок загальної суми цього грошового потоку в теперішній вартості здійснюють за формулою:

$$PV_{Л} = АП_{Л} + \sum_{t=1}^n \frac{S_{ЛП} (1-T)}{(1+r)^t},$$

де $PV_{Л}$ — теперішня вартість грошового потоку по лізингу активу;

$АП_{Л}$ — авансовий лізинговий платіж, передбачений умовами лізингової угоди;

$S_{ЛП}$ — регулярний річний лізинговий платіж за використання орендованого активу;

T — ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

r — середньорічна ставка позикового відсотка на ринку капіталу (середня ставка відсотка за довгостроковим кредитом), виражена десятковим дробом;

n — кількість інтервалів, за якими здійснюють розрахунок процентних платежів у загальному обумовленому періоді часу.

У наведених формулах грошових потоків передбачено, що вартість активу повністю списується в кінці терміну його використання. Якщо ж після передбаченого терміну використання активу він має ліквідаційну вартість, то прогнозовану її суму (у теперішній вартості) слід відняти з грошового потоку. Розрахунок цієї суми ліквідаційної вартості здійснюють за формулою:

$$PV_{ЛВ} = \frac{ЛВ}{(1+r)^n}$$

де $PV_{ЛВ}$ — теперішня вартість додатково грошового потоку за рахунок реалізації активу за ліквідаційною вартістю (після передбаченого терміну його використання);

$ЛВ$ — прогнозована ліквідаційна вартість активу (після передбаченого терміну його використання);

r — середньорічна ставка позикового відсотка на ринку капіталу (середня ставка відсотка за довгостроковим кредитом), виражена десятковим дробом;

n — кількість інтервалів, за якими здійснюють розрахунок процентних платежів.

10. Управління облігаційною позикою

Емісію власних облігацій як джерело позикового капіталу можуть відповідно до нашого законодавства використовувати підприємства, створені у формі акціонерних й інших видів господарських товариств.

Засоби від розміщення облігацій підприємство спрямовує, як правило, на цілі фінансування свого стратегічного розвитку.

Як кредитний інструмент облігаційна позика має певні переваги і недоліки.

Переваги:

а) емісія облігацій не веде до втрати контролю над управлінням підприємством (як, наприклад, за випуску акцій);

б) облігації можуть бути випущені при відносно невисоких фінансових зобов'язаннях за відсотками (порівняно зі ставками відсотка за банківський кредит або дивідендами по акціях), оскільки вони забезпечуються майном підприємства і мають пріоритет у задоволенні претензій по них у випадку банкрутства підприємства;

в) облігації мають більші можливості розповсюдження, ніж акції підприємства, через менший рівень їх ризику для інвесторів.

Недоліки:

а) облігації неможна випускати для формування статутного фонду і покриття збитків (тоді як банківський або комерційний кредит можна використати для подолання негативних наслідків фінансової діяльності підприємства);

б) емісія облігацій пов'язана з істотними витратами фінансових коштів і вимагає тривалого часу. У зв'язку з високим рівнем витрат по випуску і розміщенню облігацій, їх емісія виправдана лише на велику суму, що можуть собі дозволити лише крупні підприємства;

в) рівень фінансової відповідальності підприємства за своєчасну виплату відсотків і суми основного боргу (при погашенні облігацій) дуже високий, оскільки стягнення цих сум при істотному простроченні платежів реалізується через механізм банкрутства;

г) після випуску облігацій внаслідок зміни кон'юнктури фінансового ринку середня ставка позикового відсотка може стати значно нижчою, ніж встановлений відсоток виплат по облігації. В цьому випадку додатковий прибуток отримає не підприємство, а інвестори. Підприємство ж при цьому нестиме підвищені (порівняно з середньоринковими) витрати по обслуговуванню свого боргу

Класифікація облігацій

Облігації, які емітує підприємство, можуть мати різні види.

Класифікують облігації за такими основними ***ознаками***:

1. За особливостями реєстрації і обігу:

- іменні;
- облігації на пред'явника.

2. За формами виплати доходів:

- процентні;
- дисконтні.

3. За терміном погашення:

- короткострокові (до 1 року);
- довгострокові (понад 1 рік).

4. За можливістю дострокового викупу:

- відзивні;
- безвідзивні.

Етапи управління облігаційною позикою

З врахуванням потреб підприємства в позиковому капіталі і розглянутій класифікації облігацій будують процес управління облігаційною позикою.

Основною метою управління емісією облігацій підприємства є забезпечення залучення необхідного обсягу позикових засобів шляхом випуску і розміщення на первинному фондовому ринку цінних паперів цього виду.

Управління облігаційною позикою здійснюють на підприємстві за такими основними етапами (рис. 6.9).



Рис. 6.9. Основні етапи управління облігаційною позикою підприємства

11. Управління залученням товарного (комерційного) кредиту

Товарний (комерційний) кредит, що надається підприємствам у формі відстрочення платежу за поставлені їм сировину, матеріали або товари, набуває все більшого поширення в сучасній комерційній і фінансовій практиці. Він має низку *переваг* порівняно з іншими джерелами формування позикового капіталу. Зокрема, такі:

1. Товарний (комерційний) кредит є найбільш маневреною формою фінансування за рахунок позикового капіталу найменш ліквідної частини оборотних активів — виробничих запасів товарно-матеріальних цінностей.

2. Він дозволяє автоматично згладжувати сезонну потребу в інших формах залучення позикових засобів, оскільки велика частина цієї потреби пов'язана з сезонними особливостями формування запасів сировини.

3. Цей вид кредитування не розглядає поставлені сировину, матеріали і товари як майнову заставу підприємства, дозволяючи йому вільно розпоряджатися наданими в кредит матеріальними цінностями.

4. У цьому виді кредиту зацікавлено не лише підприємство-позичальник, але і його постачальники, тому що він дозволяє їм збільшувати обсяг реалізації продукції і формувати додатковий прибуток. Тому товарний (комерційний) кредит в сучасній господарській практиці надається не лише „першокласним позичальникам”, але і підприємствам, що зазнають певних фінансових труднощів.

5. Залучення товарного (комерційного) кредиту дозволяє скорочувати загальний період фінансового циклу підприємства, знижуючи тим самим потребу у фінансових коштах, використовуваних для формування оборотних активів. Це визначається тим, що цей вид фінансових зобов'язань підприємства складає переважну частку його кредиторської заборгованості. Між періодом обороту кредиторської заборгованості підприємства за товарними операціями і періодом його фінансового циклу існує зворотна залежність.

7. Він характеризується найбільш простим механізмом оформлення порівняно з іншими видами кредиту, які залучає підприємство.

У той же час, як кредитний інструмент товарний (комерційний) кредит має і певні *недоліки*, основними з яких є:

1. Цільове використання цього виду кредиту носить дуже вузький характер — він дозволяє задовольняти потребу підприємства в позиковому капіталі лише для фінансування виробничих запасів у складі оборотних активів. Прямої участі в інших цільових видах фінансування цей вид кредиту не бере.

2. Цей вид кредиту носить дуже обмежений характер у часі. Період його надання (не рахуючи вимушених форм його пролонгації) обмежується, як правило, декількома місяцями.

3. Порівняно з іншими кредитними інструментами він несе в собі підвищений кредитний ризик, оскільки за своєю суттю є незабезпеченим видом кредиту. Відповідно для підприємства, що залучає цей кредит, він несе в собі додаткову загрозу банкрутства при погіршенні кон'юнктури ринку реалізації

продукції.

У сучасній практиці виділяють наступні основні **види товарного (комерційного) кредиту** :

1. *Товарний кредит з відстроченням платежу за умовами контракту.*

Це найбільш поширений на даний час вид товарного кредиту, який обумовлюється умовами контракту на постачання товарів і не вимагає спеціальних документів на його оформлення.

2. *Товарний кредит з оформленням заборгованості векселем.*

3. *Товарний кредит по відкритому рахунку.* Він використовується в господарських відносинах підприємства з його постійними постачальниками при багаторазових постачаннях заздалегідь погодженої номенклатури продукції дрібними партіями. В цьому випадку постачальник відносить вартість відвантажених товарів на дебет рахунку, відкритого підприємству, яке погашає свою заборгованість в обумовлені контрактом терміни (зазвичай раз на місяць).

4. *Товарний кредит у формі консигнації.* Він є видом зовнішньоекономічної комісійної операції, при якій постачальник (консигнант) відвантажує товари на склад торговельного підприємства з дорученням реалізувати його. Розрахунки з консигнантом здійснюють лише після того, як поставлений товар реалізовано. Консигнацію розглядають як один з видів товарного (комерційного) кредиту, який носить для підприємства найбезпечніший характер.

Мета використання товарного (комерційного) кредиту – максимальне задоволення потреби у фінансуванні за його рахунок виробничих запасів сировини і матеріалів (у торгівлі — запасів товарів) і зниження загальної вартості залучення позикового капіталу.

Ця мета визначає зміст управління залученням товарного (комерційного) кредиту.

Управління залученням товарного (комерційного) кредиту здійснюють за такими основними етапами (рис. 6.10):

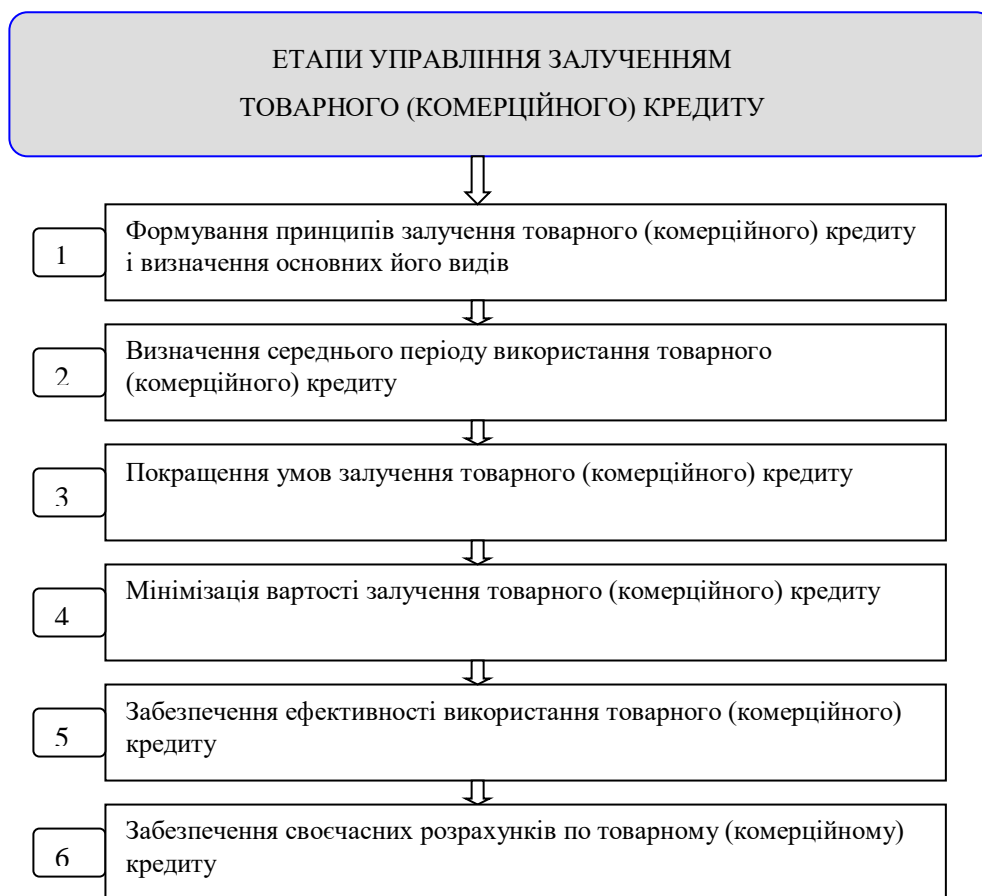


Рис. 6.10. Основні етапи управління залученням товарного (комерційного)

Визначення середнього періоду використання товарного (комерційного) кредиту роблять шляхом розрахунку середнього періоду заборгованості за комерційним кредитом за ряд попередніх періодів. Для цього використовують формулу:

$$\overline{TЗ_{KK}} = \frac{S_3}{Q_0} ;$$

де $\overline{TЗ_{KK}}$ — середній період заборгованості по товарному (комерційному) кредиту, в днях;

S_3 — середня сума залишку заборгованості по товарному (комерційному) кредиту в даному періоді;

Q_0 — одноденний обсяг реалізації продукції за собівартістю.

Розглядають динаміку цього показника за ряд попередніх періодів і коригують його на плановий період, враховуючи розроблені принципи залучення товарного (комерційного) кредиту.

Мінімізують вартість залучення кожного комерційного кредиту відповідно до алгоритмів його оцінки, розглянутих у темі 3. Механізм управління вартістю товарного (комерційного) кредиту ґрунтується на співвідношенні показників розміру цінової знижки при здійсненні готівкового платежу за продукцію (в межах встановленого розрахункового терміну) і періоду надання цього кредиту. Цей механізм мінімізації вартості залучення товарного (комерційного) кредиту можна представити формулою:

$$\frac{ЦЗ}{1 - ЦЗ} * \frac{360}{ТВ} * 100\% \rightarrow \min ,$$

де ЦЗ —цінова знижка при здійсненні готівкового платежу за продукцію, виражена десятковим дробом;

ТВ — термін відстрочення платежу відповідно до умов товарного (комерційного) кредиту, в днях.

З наведеної формули можна зробити висновок, що мінімізація вартості товарного (комерційного) кредиту залежить від:

а) величини цінової знижки— чим вона менша, тим відповідно меншою (за інших рівних умов) буде вартість залучення товарного (комерційного) кредиту на підприємство;

б) періодом надання відстрочення платежу — чим більший цей період, тим відповідно меншою (за інших рівних умов) буде вартість залучення товарного (комерційного) кредиту на підприємство.

Мінімізуючи вартість залучення товарного (комерційного) кредиту, керуються критерієм — за жодним товарним кредитом вартість залучення не повинна перевищувати рівень ставки відсотка за короткостроковий банківський кредит з аналогічним періодом (інакше вигіднішим виявиться залучення банківського кредиту для розрахунку з постачальником).

Критерієм **ефективного використання товарного (комерційного) кредиту** виступає різниця між середнім періодом використання товарного кредиту і середнім періодом обертання запасів товарно-матеріальних цінностей, які він обслуговує. Чим вище позитивне значення цієї різниці, тим ефективніше використання підприємством комерційного кредиту. Регулювальником рівня ефективності в цьому випадку виступають збільшення середнього періоду використання комерційного кредиту або зменшення середнього періоду обороту сформованих за його рахунок запасів товарно-матеріальних цінностей.

Важливо забезпечувати своєчасність розрахунків по товарному (комерційному) кредиту. При перевищенні середнього періоду використання товарного кредиту над середнім періодом обороту запасів товарно-матеріальних цінностей фінансові проблеми забезпечення таких розрахунків зазвичай не виникають. Інакше для розрахунків мають бути залучені додаткові джерела грошових активів (для крупних кредитів у цьому випадку формують спеціальний грошовий фонд). Розрахунки за комерційним кредитом включають у платіжний календар і контролюють у процесі моніторингу поточної фінансової діяльності.

12. Управління внутрішньою кредиторською заборгованістю

Поточні зобов'язання за розрахунками (внутрішня кредиторська заборгованість (ВКЗ)) характеризують найбільш короткостроковий вид використовуваних підприємством позикових засобів, що формуються ним з внутрішніх джерел.

Як форма позикового капіталу ВКЗ характеризується такими *основними особливостями*:

1. ВКЗ є для підприємства безкоштовним джерелом використовуваних позикових засобів. Як безкоштовне джерело формування капіталу вона забезпечує зниження вартості не лише позикової його частини, але і всієї вартості капіталу підприємства. Чим вища в загальній сумі використовуваного підприємством капіталу частка ВКЗ, тим відповідно нижча (за інших рівних умов) середньозважена вартість його капіталу.

2. Розмір ВКЗ, виражений у днях обороту, робить вплив на тривалість фінансового циклу підприємства. Він впливає певною мірою на необхідний обсяг засобів для фінансування оборотних активів. Чим більший відносний розмір ВКЗ, тим менший обсяг засобів (за інших рівних умов) підприємству необхідно залучати для поточного фінансування своєї господарської діяльності.

Основними видами ВКЗ на підприємстві є:

- 1) за розрахунками з бюджетом;
- 2) за позабюджетними платежами;
- 3) по страхуванню;
- 4) з оплати праці;
- 5) з учасниками;
- 6) за внутрішніми розрахунками;
- 7) інші.

Основною метою управління внутрішньою кредиторською заборгованістю підприємства є забезпечення своєчасного нарахування і виплати засобів, що входять до її складу.

З врахуванням розглянутої мети управління ВКЗ підприємства будують за такими основними етапами.

Етап 1. Аналіз ВКЗ підприємства в попередньому періоді. Основною метою такого аналізу є виявлення потенціалу формування позикових фінансових коштів підприємства за рахунок цього джерела.

Етап 2. Визначення складу ВКЗ підприємства в майбутньому періоді. У процесі цього етапу встановлюють перелік конкретних видів поточних зобов'язань за розрахунками підприємства з врахуванням нового виду господарських операцій (наприклад, особистого страхування персоналу), нового виду діяльності, нових внутрішніх (дочірніх) структур підприємства, нового виду обов'язкових платежів і т. ін.

Етап 3. Встановлення періодичності виплат за окремими видами ВКЗ. На цьому етапі для кожного виду внутрішньої кредиторської заборгованості встановлюють середній період нарахування засобів від моменту початку цих нарахувань до здійснення їх виплат.

Етап 4. Прогнозування середньої суми платежів, що нараховуються, за окремими видами ВКЗ.

Етап 5. Прогнозування середньої суми і розміру приросту ВКЗ по підприємству загалом.

Середня сума ВКЗ по підприємству в цілому визначають шляхом підсумовування прогнозованого середнього їх розміру за окремими видами цих зобов'язань.

Приріст ВКЗ в майбутньому періоді по підприємству в цілому визначають як різницю прогнозованої середньої суми ВКЗ і фактичної суми ВКЗ в аналогічному попередньому періоді.

Етап 6. Оцінка ефекту приросту ВКЗ підприємства в майбутньому періоді. Цей ефект полягає у скороченні потреби підприємства в залученні кредиту і витрат, пов'язаних з його обслуговуванням. Розрахунок цього ефекту здійснюють за формулою:

$$E_{\Delta BKZ} = \frac{\Delta BKZ_n * \%PK}{100}$$

де $E_{\Delta BKZ}$ — ефект від приросту середньої суми ВКЗ підприємства в майбутньому періоді;
 ΔBKZ_n — прогнозований приріст середньої суми ВКЗ по підприємству в цілому,
%PK — середньорічна ставка відсотка за короткостроковий кредит, що залучається підприємством.

Етап 7. Забезпечення контролю за своєчасністю нарахування і виплати засобів в розрізі окремих видів ВКЗ. Нарахування цих засобів контролює бухгалтерія за результатами здійснення окремих господарських операцій підприємства. Виплату цих засобів включають в платіжний календар і контролюють у процесі моніторингу поточної фінансової діяльності підприємства.

З врахуванням прогнозованого приросту ВКЗ на підприємстві формують загальну структуру позикових засобів, які залучають з різних джерел.

Тема 7. УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Основні питання теми:

1. Сутність і класифікація ризиків формування капіталу підприємства.
 2. Принципи управління ризиками формування капіталу.
 3. Розробка і реалізація політики управління ризиками формування капіталу підприємства
 4. Механізми нейтралізації ризиків формування капіталу.
-
-

1. Сутність і класифікація ризиків формування капіталу підприємства

Ризики, пов'язані з формуванням капіталу, складають досить значну частину сукупного портфеля фінансових ризиків підприємства. Їх рівень зростає з розширенням обсягу і диверсифікацією господарської діяльності підприємства, які викликають необхідність залучення все більшої суми капіталу з різних джерел. Зростання рівня цього ризику пов'язаний також з появою нових технологій та інструментів формування капіталу підприємства.

Ризики формування капіталу роблять серйозний вплив на багато аспектів господарської діяльності підприємства, однак найбільш значуще їх вплив проявляється у двох напрямках:

1. Рівень ризиків формування капіталу визначально впливає на рівень майбутньої дохідності подальшого використання капіталу – ці два показники (ризик і дохідність) є тісно взаємозв'язані і представляють собою систему "прибутковість-ризик" у сукупній системі функціонування капіталу підприємства.

2. Рівень ризиків формування капіталу є основним фактором генерування прямої загрози банкрутства підприємства, оскільки можливі втрати капіталу, пов'язані з цими ризиками, у фінансовому відношенні є найбільш відчутними.

Ризику формування капіталу підприємства притаманні такі *основні характеристики*:

1. Економічна природа. Ризик формування капіталу проявляється у сфері економічної діяльності підприємства, прямо пов'язаний з її прибутковістю та економічними втратами в процесі майбутньої господарської діяльності підприємства.

2. Об'єктивність прояву.

3. Імовірність реалізації.
4. Невизначеність наслідків.
5. Очікувана несприятливість наслідків.
6. Варіабельність рівня.
7. Суб'єктивність оцінки.

Ризики формування капіталу підприємства характеризуються великим різноманіттям і з метою здійснення ефективного управління ними класифікуються за такими основними ознаками:

1. За видами. На сучасному етапі до числа основних видів ризиків формування капіталу підприємства належать наступні:

- Ризик незбалансованості обсягу сформованого капіталу з передбаченим обсягом господарської діяльності підприємства.

- Ризик зниження фінансової стійкості (або ризик порушення рівноваги економічного розвитку) підприємства.

- Ризик неплатоспроможності (або ризик незбалансованої ліквідності форм залучення та авансування капіталу) підприємства.

- Інфляційний ризик.

- Процентний ризик.

- Валютний ризик.

- Податковий ризик.

- Інші види ризиків. Група інших ризиків формування капіталу досить широка, але за ймовірністю виникнення або рівнем фінансових втрат вона не настільки значуща для підприємств, як розглянуті вище, До них відносяться так звані "форс-мажорні ризики" (пов'язані з неможливістю здійснення партнерами фінансових операцій з формування капіталу підприємства за укладеними контрактами в силу об'єктивних для них причин); ризики несвоєчасної реалізації фінансових операцій по залученню капіталу; емісійні ризики; криміногенні ризики, пов'язані з формуванням фіктивного капіталу, та інші.

2. За характером об'єкта виділяють наступні групи ризиків формування капіталу:

- Ризик окремої фінансової операції, пов'язаної з формуванням капіталу.

- Ризик формування капіталу підприємства в цілому.

3. За комплексністю прояву виділяють наступні групи ризиків формування капіталу:

- Простий ризик. Він характеризує окремий вид ризику формування капіталу, який не розчленовується на окремі його підвиди. Прикладом простого ризику формування капіталу є ризик інфляційний.

- Складний ризик. Він характеризує вид ризику формування капіталу, який складається з комплексу окремих розглянутих його підвидів.

4. За джерелами виникнення виділяють наступні групи ризиків формування капіталу:

• Зовнішній, систематичний або ринковий ризик (всі терміни визначають цей ризик як незалежний від діяльності підприємства).

• Внутрішній, несистематичний або специфічний ризик.

5. За характером прояву у часі виділяють дві групи ризиків формування капіталу:

• Постійний ризик.

• Тимчасовий ризик.

6. За рівнем фінансових втрат ризику формування капіталу поділяються на такі групи:

• Допустимий ризик.

• Катастрофічний ризик.

7. За можливістю передбачення ризику формування капіталу поділяються на такі групи:

• Прогнозований ризик.

• непрогнозований ризик.

8. За можливістю страхування ризику формування капіталу також поділяються на дві групи:

• Ризики, які страхують.

• Ризики, які не страхують.

2. Принципи управління ризиками формування капіталу

1. Усвідомленість прийняття ризиків.

2. Керованість прийнятими ризиками. нейтралізуватися індивідуально.

3. Незалежність управління окремими ризиками.

4. Порівнянність рівня прийнятих ризиків з рівнем дохідності фінансових операцій.

5. Порівнянність рівня прийнятих ризиків з фінансовими можливостями підприємства.

6. Економічність управління ризиками.

7. Врахування фактору часу в управлінні ризиками.

8. Врахування стратегії формування капіталу підприємства в процесі управління ризиками.

9. Врахування можливості передачі ризиків.

3. Розробка і реалізація політики управління ризиками формування капіталу підприємства

З урахуванням розглянутих принципів підприємство розробляє спеціальну політику управління ризиками формування його капіталу.

Розробка і реалізація політики управління ризиками формування капіталу передбачає здійснення наступних основних заходів:

1. Ідентифікація окремих видів ризиків, пов'язаних з формуванням капіталу підприємства.

2. Оцінка широти і достовірності інформації, необхідної для визначення рівня окремих ризиків.

3. Вибір і використання відповідних методів оцінки ймовірності настання ризикової події за окремими видами ризиків. Методичний інструментарій оцінки рівня ризиків формування капіталу є досить широким і включає в себе різноманітні економіко-статистичні, експертні, аналогові методи здійснення такої оцінки.

- Економіко-статистичні методи становлять основу проведення оцінки рівня ризику формування капіталу. До числа основних розрахункових показників такої оцінки відносять:

а) Рівень ризику. Його визначають як добуток розміру можливих фінансових втрат при реалізації даного ризику на ймовірність ризику.

б) Дисперсія. Вона характеризує ступінь коливання досліджуваного показника (наприклад, вартості залучення капіталу) по відношенню до його середньої величини.

в) Середньоквадратичне (стандартне) відхилення. Цей показник є одним з найбільш поширених при оцінці рівня індивідуального ризику, так само як і дисперсія визначає ступінь коливання очікуваного результату і побудований на її основі.

г) Коефіцієнт варіації. Він дозволяє визначити рівень ризику, якщо показники середнього очікуваного результату від здійснення фінансових операцій різняться між собою.

- Експертні методи оцінки рівня ризику формування капіталу застосовуються в тому випадку, якщо на підприємстві відсутні необхідні інформативні дані для здійснення розрахунків економіко-статистичними методами. Ці методи базуються на опитуванні кваліфікованих фахівців (страхових, фінансових, інвестиційних менеджерів відповідних спеціалізованих організацій) з подальшою математичною обробкою результатів цього опитування.

- Аналогові методи оцінки рівня ризику формування капіталу визначають його по окремих найбільш масових фінансових операціях підприємства в цій галузі. При цьому для порівняння може бути використаний як власний, так і зовнішній досвід здійснення таких фінансових операцій.

Вибір конкретних методів оцінки з розглянутого їх арсеналу визначається наступними основними факторами:

- видом ризику формування капіталу;
- повнотою і достовірністю інформаційної бази, сформованої для оцінки рівня ймовірності різних ризиків;

- рівнем кваліфікації фінансових менеджерів (ризик-менеджерів), які здійснюють оцінку; ступенем їх підготовленості до використання сучасного математичного і статистичного апарату проведення такої оцінки;

- технічної та програмної оснащеністю фінансових менеджерів (ризик-менеджерів); можливістю використання сучасних комп'ютерних технологій проведення такої оцінки;

- можливістю залучення до оцінки складних видів ризиків кваліфікованих експертів.

4. Визначення розміру можливих фінансових втрат при настанні ризикової події за окремими видами ризиків.

5. Дослідження факторів, що впливають на рівень ризиків формування капіталу підприємства.

6. Встановлення гранично допустимого рівня ризиків

7. Визначення напрямків нейтралізації негативних наслідків окремих ризиків формування капіталу.

8. Вибір і використання внутрішніх механізмів нейтралізації негативних наслідків окремих видів ризиків.

9. Вибір форм і видів страхування ("передачі") окремих ризиків формування капіталу підприємства.

10. Оцінка результативності нейтралізації і організація моніторингу ризиків формування капіталу підприємства.

4. Механізми нейтралізації ризиків формування капіталу.

У системі методів управління ризиками формування капіталу підприємства основна роль належить внутрішнім механізмам їх нейтралізації.

Внутрішні механізми нейтралізації ризиків формування капіталу представляють собою систему методів мінімізації їх негативних наслідків.

Основним об'єктом використання внутрішніх механізмів нейтралізації є, як правило, всі допустимі ризики, значна частина ризиків критичної групи, а також нестрахуємі катастрофічні ризики, якщо вони приймаються підприємством в силу об'єктивної необхідності. В сучасних умовах внутрішні механізми нейтралізації охоплюють переважну частину ризиків формування капіталу підприємства.

Система внутрішніх механізмів нейтралізації ризиків формування капіталу передбачає використання наступних основних методів.

1. Уникнення ризику.

2. Лімітування концентрації ризику.

3. Хеджування.

4. Диверсифікація.

5. Розподіл ризиків.

6. Самострахування (внутрішнє страхування).

7. Інші методи внутрішньої нейтралізації ризиків формування капіталу. До числа основних з таких методів, використовуваних підприємством, можуть бути віднесені:

- отримання від контрагентів певних гарантій.
- скорочення переліку форс-мажорних обставин в контрактах з контрагентами.
- забезпечення компенсації можливих фінансових втрат по ризикам за рахунок передбачуваної системи штрафних санкцій.

СТРАХУВАННЯ РИЗИКІВ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ

Найбільш складні та небезпечні за своїми фінансовими наслідками ризики формування капіталу, що не піддаються нейтралізації за рахунок внутрішніх механізмів, підлягають страхуванню.

Страхування ризиків формування капіталу – це захист майнових інтересів підприємства при настанні страхової події спеціальними страховими компаніями (страховиками) за рахунок грошових фондів, формованих ними шляхом одержання від страхувальників страхових премій (страхових внесків).

У процесі страхування підприємству забезпечується страховий захист за всіма основними видами його ризиків – як систематичних, так і несистематичних. При цьому обсяг відшкодування негативних наслідків ризиків страховиками не обмежується - він визначається реальною вартістю об'єкта страхування (розміром страхової його оцінки), страхової суми і розміром страхової премії.

Вдаючись до послуг страховиків, підприємство повинне в першу чергу визначити об'єкт страхування – ті види ризиків формування капіталу, за якими воно має намір забезпечити зовнішній страховий захист. Склад таких фінансових ризиків визначається низкою умов, основними з яких є

1. Страхуємість ризиків.
2. Обов'язковість страхування ризиків.
3. Наявність у підприємства страхового інтересу. Розрізняють повний і частковий страховий інтерес підприємств - страхувальників ризиків.

- Повний страховий інтерес підприємства визначає його потреба у відшкодуванні страховиком повного обсягу фінансових втрат, понесених при настанні страхової події. Іншими словами, повний страховий інтерес відображає необхідність забезпечення страховиком повного страхового захисту з даного виду ризику.

- Частковий страховий інтерес підприємства визначає його потреба у відшкодуванні страховиком лише певної частки фінансових втрат, понесених при настанні страхової події.

4. Неможливість повністю заповнити фінансові втрати за ризиком за рахунок власних фінансових ресурсів.

5. Високий ступінь ймовірності виникнення ризику.

6. Непрогнозованість і нерегульованість ризику в рамках підприємства.

Тема 8. УПРАВЛІННЯ ВИКОРИСТАННЯМ ОСНОВНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Основні питання теми:

1. Зміст операційної діяльності і склад операційного капіталу підприємства.
2. Етапи процесу управління використанням капіталу в операційній діяльності підприємства.
3. Ціль і послідовність управління використанням основного капіталу.
4. Управління оновленням складу необоротних активів, які формують за рахунок операційного капіталу

1. Зміст операційної діяльності і склад операційного капіталу підприємства

Операційна діяльність — це основний вид діяльності підприємства, з метою здійснення якої воно створене.

Основу операційної діяльності більшості підприємстві складає виробничо-комерційна і торгівельна діяльність. Окрім операційної підприємство займається ще інвестиційною і фінансовою діяльністю.

Операційна діяльність підприємства характеризується наступними **основними особливостями:**

1. Вона є головним компонентом усієї господарської діяльності підприємства, основною метою його функціонування.
2. Операційна діяльність носить пріоритетний характер по відношенню до інвестиційної, фінансової та інших видів діяльності підприємства.
3. Інтенсивність розвитку операційної діяльності є основним параметром, що характеризує поступальний економічний розвиток підприємства по окремих стадіях його життєвого циклу.
4. Господарські операції, що входять до складу операційної діяльності підприємства, носять найрегулярніший характер.
5. Операційна діяльність підприємства орієнтована в основному на товарний ринок, тоді як формування необхідного до використання капіталу здійснюється переважно на фінансовому ринку.

6. Здійснення операційної діяльності пов'язане з капіталом вже інвестованим в неї. Інвестований в цю діяльність капітал набуває форми операційних активів підприємства. Від складу цих активів, їх збалансованості, потенційної продуктивності, швидкості обороту і інших характеристик значною мірою залежить здатність підприємства генерувати форми ефекту використання капіталу, в першу чергу, операційний прибуток.

Тому одним з найважливіших чинників забезпечення високого рівня ефективності використання капіталу, задіяного в операційній діяльності підприємства, є ефективне управління його операційними активами.

7. У процесі операційної діяльності споживається значний обсяг живої праці, на відміну від інвестиційної і фінансової діяльності, де витрати цієї праці неістотні. Це створює широкі можливості використання взаємозамінюваності таких виробничих чинників, як капітал і праця в операційному процесі підприємства.

8. Операційній діяльності властиві, разом із загальними, і специфічні види ризиків, що об'єднуються поняттям комерційний ризик. Тому рівень операційної прибутку, що генерується використовуваним капіталом при різних альтернативних варіантах його використання, повинен обов'язково співвідноситися з рівнем комерційного ризику.

Розглянуті особливості здійснення операційної діяльності підприємства потрібно обов'язково враховувати при управлінні використанням капіталу в операційному процесі.

Склад операційного капіталу підприємства. Капітал, використовуваний в операційній діяльності підприємства, поділяють на *два основні види* — *операційний основний капітал* і *оборотний капітал*.

Такий склад операційного капіталу обумовлено характером формованих ним активів, які залежно від особливостей участі в операційному процесі поділяють на *необоротні операційні активи* і *оборотні активи* підприємства.

Враховуючи, що процес використання капіталу і активів в операційній діяльності підприємства носить паралельний і взаємообумовлений характер, розглянемо склад видів операційних активів, що формуються за рахунок основного і оборотного капіталу.

Таблиця 8.1

**Склад основних видів і елементів операційних активів,
що формуються за рахунок капіталу, використовуваного
в операційній діяльності підприємства**

Види операційного капіталу підприємства	Активи формовані за рахунок операційного капіталу підприємства	
	Групи операційних активів	Основні види операційних активів
Основний капітал	Необоротні операційні активи	1. Виробничі основні засоби

		2. Нематеріальні активи, обслуговуючі операційний процес
Оборотний капітал	Оборотні операційні активи	1. Запаси товарно-матеріальних цінностей
		2. Поточна дебіторська заборгованість
		3. Грошові активи
		4. Інші види оборотних операційних активів

У складі необоротних операційних активів, що формуються за рахунок основного капіталу, виділяють:

1. Виробничі основні засоби.

До них відносяться ті, що належать підприємству засоби праці, використовувані в операційному процесі більш за один рік, мінімальна вартість яких встановлена законодавством. Вони функціонують у формі виробничих будівель, приміщень, машин, механізмів, устаткування і деяких інших видів активів, визначуваних галузевою специфікою операційної діяльності підприємства.

2. Нематеріальні активи, обслуговуючі операційний процес.

До них відносять придбані підприємством права користування товарними знаками, зразками промислової продукції, патентами, ліцензіями, „ноу-хау" і іншими аналогічними майновими правами, що забезпечують технологію здійснення операційного процесу.

У складі оборотних активів, що формуються за рахунок оборотного капіталу, виділяють:

1. Запаси товарно-матеріальних цінностей (матеріальні оборотні операційні активи).
2. Поточна дебіторська заборгованість (розрахунки з дебіторами).
3. Грошові активи.
4. Інші види оборотних активів.

2. Етапи процесу управління використанням капіталу в операційній діяльності підприємства

Це управління здійснюють послідовно за такими *основними етапами*:

1. Аналіз використання капіталу в операційному процесі в попередньому періоді
2. Визначення майбутньої потреби в операційному капіталі підприємства
3. Оптимізація складу використовуваного операційного капіталу в розрізі його видів
4. Визначення цільових показників ефективності використання операційного капіталу
5. Забезпечення максимального залучення до операційного процесу всього наявного потенціалу операційного капіталу
6. Забезпечення умов прискорення обігу капіталу, використовуваного в операційному процесі
7. Забезпечення мінімізації втрат вартості операційного капіталу в процесі його використання
8. Вибір форм облікової політики по віддзеркаленню вартості

операційного капіталу

Для оцінки результатів *оптимізації співвідношення основного і оборотного операційного капіталу* використовуються показник — коефіцієнт маневрування операційного капіталу, який розраховують як відношення суми використаного оборотного операційного капіталу підприємства до загального обсягу використання капіталу в операційному процесі підприємства.

Щодо визначення *цільових показників ефективності використання операційного капіталу*, то. основу формування таких показників складає цільова сума операційного прибутку підприємства в плановому періоді, зіставлена з окремими видами операційного капіталу і його середньою сумою в цілому.

Прискорення обігу капіталу на розмір прибутку визначається тим, що підвищення швидкості обігу капіталу приводить до пропорційного зростання (за інших рівних умов) суми операційного прибутку, що генерується цим капіталом:

$$\frac{\text{Сума операційної прибутку}}{\text{Сума операційного капіталу}} = \text{Коефіцієнт рентабельності реалізації продукції} \times \text{Коефіцієнт оборотності операційного капіталу}$$

Прискорення обігу операційного капіталу веде до скорочення потреби в ньому, що дозволяє підвищити ефективність його використання за інших рівних умов.

Розроблену на підприємстві загальну політику управління операційним капіталом конкретизують потім в розрізі основного і оборотного його видів.

3. Ціль і послідовність управління використанням основного капіталу

Процес управління використанням операційного основного капіталу будується з врахуванням особливостей його обороту. Спочатку авансований у необоротні активи основний капітал у міру подальшого обороту в операційному процесі підприємства функціонує в **двох основних формах**:

- у формі реальних функціонуючих необоротних операційних активів (основних засобів і нематеріальних активів), відображених за залишковою вартістю;
- у формі накопиченої суми амортизації (зносу) використовуваних в операційному процесі необоротних активів.

З врахуванням перерахованих форм використання операційного основного капіталу формується і система **цілей** його використання:

1. Забезпечення високої віддачі від використання необоротних активів.
2. Забезпечення своєчасного і ефективного оновлення необоротних активів.

Розглянута система цілей складає основу спрямованості всього процесу управління використанням операційного основного капіталу підприємства, яке здійснюється за такими основними етапами:

Етап 1. Оцінка обсягу використання операційного основного

капіталу підприємства в різних його формах. У процесі такої оцінки використовують такі основні показники:

- *Коефіцієнт зносу основних засобів.* Його розраховують як відношення суми зносу основних засобів підприємства на певну дату до початкової вартості основних засобів підприємства на певну дату.

- *Коефіцієнт придатності основних засобів.* Його розраховують як відношення залишкової вартості основних засобів підприємства на певну дату до початкової вартості основних засобів підприємства на певну дату.

- *Коефіцієнт амортизації нематеріальних активів.* Його розраховують як відношення суми амортизації нематеріальних активів підприємства на певну дату до початкової вартості нематеріальних активів підприємства на певну дату.

- *Коефіцієнт придатності нематеріальних активів.* Його розраховують як відношення залишкової вартості нематеріальних активів підприємства на певну дату до їх початкової вартості.

- *Зведений коефіцієнт придатності операційних необоротних активів.* Його розраховують як відношення суми всіх використовуваних підприємством операційних необоротних активів за залишковою вартістю на певну дату до суми всіх використовуваних підприємством операційних необоротних активів за початковою вартістю на певну дату.

Результати проведеної оцінки дозволяють встановити реальний склад використовуваного операційного основного капіталу по формах його функціонування і охарактеризувати використовувані необоротні активи підприємства за їх зношуванням (амортизацією).

Етап 2. Аналіз використання операційного основного капіталу в попередньому періоді. Цей аналіз проводять з метою вивчення динаміки загального його обсягу і складу в розрізі форм функціонування і видів необоротних активів, ефективності використання і інтенсивності оновлення цих активів.

Етап 3. Оптимізація обсягу і складу операційного основного капіталу.

Таку оптимізацію здійснюють з врахуванням виявлених у процесі аналізу можливих резервів підвищення виробничого використання операційних необоротних активів у майбутньому періоді. До основних з таких резервів відносять: підвищення продуктивного використання операційних необоротних активів учасі (за рахунок приросту коефіцієнтів змінності і безперервності їх роботи) і підвищення продуктивного використання операційних необоротних активів за потужністю (за рахунок зростання продуктивності окремих їх видів у межах передбаченої технічної потужності). У процесі оптимізації загального обсягу операційних необоротних активів з їх складу виключають ті їх види, які не беруть участі у виробничому процесі з різних причин.

Принципова формула для визначення необхідного загального обсягу операційних необоротних активів (операційного основного капіталу) підприємства в майбутньому періоді має наступний вигляд:

$$ОНА = (ОНА_{к} - ОНА_{кп}) \times (1 + \Delta KB_{ч}) \times (1 + \Delta KB_{пот}) \times (1 + \Delta Q),$$

де

ОНА – загальна потреба підприємства в операційних необоротних активах у майбутньому періоді;
ОНАк – операційні необоротні активи (їх вартість) на кінець звітного періоду;
ОНАкп – операційні необоротні активи підприємства, що безпосередньо не беруть участі у виробничому процесі, на кінець звітного періоду;
ΔКч – планований приріст коефіцієнта використання операційних необоротних активів у часі;
ΔКВпот – планований приріст коефіцієнта використання операційних необоротних активів за потужністю;
ΔQ – планований темп приросту обсягу реалізації продукції, виражений десятковим дробом.

За вказаною формулою можна розрахувати також необхідний обсяг операційних необоротних активів у розрізі окремих їх видів і елементів, що дозволяє оптимізувати їх вартісний склад в рамках загальної потреби.

При визначенні на основі викладеної формули потрібного обсягу операційного основного капіталу враховується передбачуваний обсяг його функціонування у формі накопиченої амортизації (зносу).

Етап 4. Забезпечення високої віддачі (ефекту) використання необоротних активів, сформованих за рахунок операційного капіталу. Таке забезпечення полягає в розробці системи заходів, направлених на підвищення коефіцієнтів рентабельності і виробничої віддачі операційних необоротних активів.

Зростання ефективності використання операційних необоротних активів дозволяє скоротити потребу в них (за рахунок механізму підвищення коефіцієнтів їх використання в часі і за потужністю), оскільки між цими двома показниками існує зворотна залежність. Отже, заходи щодо забезпечення підвищення ефективності використання операційних необоротних активів можна розглядати як заходи щодо скорочення потреби в обсязі їх фінансування і підвищення темпів економічного розвитку підприємства за рахунок раціональнішого використання власних фінансових ресурсів.

Етап 5. Забезпечення своєчасного оновлення необоротних активів, що формуються за рахунок операційного капіталу підприємства. З цією метою на підприємстві визначають необхідний рівень інтенсивності оновлення окремих груп операційних необоротних активів; розраховуються загальний обсяг активів, що підлягають оновленню в майбутньому періоді; встановлюють основні форми і вартість оновлення різних груп активів.

4. Управління оновленням складу необоротних активів, які формують за рахунок операційного капіталу

Послідовність розробки і прийняття управлінських рішень для забезпечення відновлення операційних необоротних активів підприємства характеризується такими основними етапами:

Етап 1. Формування необхідного рівня інтенсивності оновлення окремих груп операційних необоротних активів підприємства. Інтенсивність оновлення операційних необоротних активів визначається двома основними чинниками — їх фізичним і моральним зносом.

З врахуванням вибраного методу амортизації підприємство формує систему норм амортизації окремих груп операційних необоротних активів, що характеризують необхідний рівень інтенсивності їх оновлення.

Етап 2. Визначення необхідного обсягу оновлення операційних необоротних активів у майбутньому періоді. Оновлення операційних необоротних активів підприємства може здійснюватися на простій або розширеній основі, відображаючи процес простого або розширеного їх відтворення.

Просте відтворення операційних необоротних активів здійснюють у міру фізичного і морального їх зносу в межах суми накопиченої амортизації (засобів амортизаційного фонду). Необхідний обсяг оновлення операційних необоротних активів у процесі простого їх відтворення визначають за формулою:

$$\text{ОНА}_{\text{прос}} = \text{ОНА}_{\text{ф}} + \text{ОНА}_{\text{м}},$$

де $\text{ОНА}_{\text{прос}}$ – необхідний обсяг відновлення операційних необоротних активів підприємства у процесі простого їх відтворення;

$\text{ОНА}_{\text{ф}}$ – операційні необоротні активи (за первісною або відновною вартістю), що вибувають у зв'язку з фізичним їх зносом;

$\text{ОНА}_{\text{м}}$ – операційні необоротні активи (за первісною або відновною вартістю), що вибувають у зв'язку з моральним їх зносом.

Розширене відтворення операційних необоротних активів здійснюється з урахуванням необхідності формування нових їх видів не тільки за рахунок амортизаційного фонду, але і за рахунок інших фінансових джерел (прибутку, довгострокових фінансових кредитів тощо). Необхідний обсяг відновлення операційних необоротних активів у процесі розширеного їх відтворення визначають за такою формулою:

$$\text{ОНА}_{\text{розш.}} = \text{ОНА}_{\text{пл}} - \text{ОНА}_{\text{ф}_k_{\text{зв}}} + \text{ОНА}_{\text{ф}_{\text{виб}}_{\text{пл}}} + \text{ОНА}_{\text{м}_{\text{виб}}_{\text{пл}}},$$

де

$\text{ОНА}_{\text{розш.}}$ – необхідний обсяг відновлення операційних необоротних активів підприємства у процесі розширеного їх відтворення;

$\text{ОНА}_{\text{пл}}$ – загальна потреба підприємства в операційних необоротних активах у майбутньому періоді;

$\text{ОНА}_{\text{ф}_k_{\text{зв}}}$ – фактична наявність операційних необоротних активів підприємства на кінець звітнього (початок наступного) періоду;

$\text{ОНА}_{\text{ф}_{\text{виб}}_{\text{пл}}}$ – операційні необоротні активи, що вибувають у наступному періоді у зв'язку з фізичним їх зносом;

$\text{ОНА}_{\text{м}_{\text{виб}}_{\text{пл}}}$ – вартість операційних необоротних активів, що вибувають у наступному періоді у зв'язку з моральним їх зносом.

За розглянутими розрахунковими алгоритмами необхідний обсяг оновлення операційних необоротних активів може бути визначений не лише в цілому по підприємству, але і в розрізі окремих їх груп.

Етап 3. Вибір найбільш ефективних форм оновлення окремих груп операційних необоротних активів. Конкретні форми оновлення окремих груп операційних активів визначаються з врахуванням характеру наміченого їх відтворення.

• **Оновлення** операційних необоротних активів у процесі простого їх відтворення може здійснюватися в наступних **основних формах**:

• *поточного ремонту*. Він є процесом часткового відновлення функціональних властивостей і вартості основних засобів у процесі їх оновлення;

• *капітального ремонту*. Він є процесом повного (або досить високої частини) відновлення основних засобів і часткової заміни окремих їх елементів. На суму проведеного капітального ремонту зменшується знос основних засобів

і тим самим збільшується їх залишкова вартість;

- *придбання нових видів операційних необоротних активів з метою заміни використовуваних аналогів в межах сум накопиченої амортизації (для нематеріальних активів це основна форма простого їх відтворення).*

- *Оновлення операційних необоротних активів у процесі розширеного їх відтворення може здійснюватися у формі їх реконструкції, модернізації і інших.*

Вибір конкретних форм оновлення окремих груп операційних необоротних активів здійснюють за критерієм їх ефективності.

Етап 4. Визначення вартості оновлення окремих груп операційних необоротних активів в розрізі різних його форм. Методи визначення вартості оновлення операційних необоротних активів диференціюються в розрізі окремих форм цього оновлення.

- *Вартість оновлення операційних необоротних активів, здійснюваного шляхом поточного або капітального їх ремонту, визначають на основі розробки планового бюджету (кошторису витрат) їх проведення. При підрядному способі здійснення ремонтних робіт основу розробки планового його бюджету складають тарифи на послуги підрядчика, а при господарському способі — витрати підприємства калькуюють за окремими їх елементами.*

- *Вартість оновлення операційних необоротних активів шляхом придбання нових їх аналогів включає як ринкову вартість відповідних видів активів, так і витрати по їх доставці і установці.*

- *Вартість оновлення операційних необоротних активів в процесі розширеного їх відтворення визначають у процесі розробки бізнес-плану реального інвестиційного проекту.*

Підсумкові результати розглянутих вище управлінських рішень дозволяють сформулювати загальну потребу в оновленні операційних необоротних активів підприємства в розрізі окремих їх видів і різних форм майбутнього оновлення.

Фінансування відновлення операційних необоротних активів зводиться до двох варіантів. Перший ґрунтується на тому, що весь обсяг відновлення даних активів фінансується за рахунок власного капіталу. Другий базується на змішаному фінансуванні відновлення операційних необоротних активів за рахунок власного і довгострокового позикового капіталу.

Вибір відповідного варіанта фінансування відновлення операційних необоротних активів по підприємству в цілому здійснюється з урахуванням таких основних факторів:

- достатності власних фінансових ресурсів для забезпечення економічного розвитку підприємства в майбутньому періоді;

- вартості довгострокового фінансового кредиту порівняно з рівнем прибутку, що генерується відновленими видами операційних необоротних активів;

- досягнутого співвідношення використання власного і позикового капіталу, що визначає рівень фінансової стійкості підприємства;

- доступності довгострокового фінансового кредиту для підприємства.

Одним з найбільш складних завдань у процесі фінансування відновлення окремих видів операційних необоротних активів є вибір альтернативного варіанта – придбання цих активів у власність або їх оренда. У сучасних умовах орендні (лізингові) операції можуть здійснюватися підприємством у формі оперативного фінансового, поворотного й інших форм лізингу (оренди) необоротних активів.

Тема 10. УПРАВЛІННЯ ВИКОРИСТАННЯМ ОБОРОТНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Основні питання теми:

- 1. Послідовність процесу управління використанням оборотного капіталу.**
- 2. Управління використанням оборотного капіталу, авансованого в запаси товарно-матеріальних цінностей.**
- 3. Управління використанням оборотного капіталу, авансованого в поточну дебіторську заборгованість.**
- 4. Управління вільними грошовими засобами в складі оборотного капіталу.**

1. Послідовність процесу управління використанням оборотного капіталу

Управління оборотним капіталом підприємства здійснюють за такими основними етапами:

1. Аналіз оборотного капіталу підприємства в попередньому періоді.
2. Вибір політики формування оборотного капіталу підприємства.
3. Оптимізація обсягу оборотного капіталу.
4. Оптимізація співвідношення постійної і змінної частин оборотного капіталу.
5. Забезпечення необхідної ліквідності активів, сформованих за рахунок оборотного капіталу.
6. Забезпечення необхідної рентабельності оборотного капіталу.

2. Управління використанням оборотного капіталу, авансованого в запаси товарно-матеріальних цінностей

Ефективне управління запасами дозволяє понизити тривалість виробничого і всього операційного циклу, зменшити поточні витрати на їх

зберігання, вивільнити з поточного господарського обороту частину оборотного капіталу, реінвестуючи його в інші активи.

Управління запасами охоплює ряд послідовно виконуваних *etapiv* робіт, основними з яких є:

1. Аналіз запасів товарно-матеріальних цінностей в попередньому періоді.
2. Визначення цілей формування запасів.
3. Оптимізація розміру основних груп поточних запасів.
4. Оптимізація загальної суми запасів товарно-матеріальних цінностей, що включаються до складу оборотних активів.
5. Забезпечення високої оборотності і ефективних форм руху запасів.
6. Обґрунтування облікової політики запасів.
7. Побудова ефективних систем контролю за рухом запасів на підприємстві

У процесі управління запасами мають бути заздалегідь передбачені заходи по прискоренню залучення їх в безпосередній операційний процес (виробництво або реалізацію). Це забезпечує вивільнення частини фінансових ресурсів, а також зниження розміру втрат товарно-матеріальних цінностей у процесі їх зберігання.

3. Управління використанням оборотного капіталу, авансованого в поточну дебіторську заборгованість.

Політика підприємства по відношенню до покупців продукції здійснюється за такими основними етапами:

1. Аналіз поточної дебіторської заборгованості підприємства в попередньому періоді.
2. Вибір типу кредитної політики підприємства по відношенню до покупців продукції.
3. Визначення можливої суми оборотного капіталу, що направляється в дебіторську заборгованість по товарному (комерційному) і споживчому кредиту.
4. Формування системи кредитних умов.
5. Формування стандартів оцінки покупців і диференціація умов надання кредиту.
6. Формування процедури інкасації поточної дебіторської заборгованості.
7. Забезпечення використання на підприємстві сучасних форм рефінансування поточної дебіторської заборгованості.
8. Побудова ефективних систем контролю за рухом і своєчасною інкасацією поточної дебіторської заборгованості.

4. Управління вільними грошовими засобами в складі оборотного капіталу.

З врахуванням ролі грошових активів в забезпеченні платоспроможності підприємства організовують процес управління ними. *Основні етапи* цього процесу:

1. Аналіз грошових активів підприємства в попередньому періоді.

2. Оптимізація середнього залишку грошових активів підприємства.
3. Диференціація середнього залишку грошових активів в розрізі національної і іноземної валюти.
4. Вибір ефективних форм регулювання середнього залишку грошових активів.
5. Забезпечення рентабельного використання тимчасове вільного залишку грошових активів.
6. Побудова ефективних систем контролю за грошовими активами підприємства.

Тема 11. УПРАВЛІННЯ ВИКОРИСТАННЯМ КАПІТАЛУ В ІНВЕСТИЦІЙНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Основні питання теми:

- 1. Особливості інвестиційної діяльності й види інвестицій підприємства.**
 - 2. Розробка загальної інвестиційної політики підприємства.**
 - 3. Фактори, які визначають співвідношення напрямків інвестування.**
 - 4. Особливості і форми здійснення реальних інвестицій підприємства.**
 - 5. Основні етапи управління реальними інвестиціями підприємства.**
 - 6. Класифікація інвестиційних проектів підприємства.**
 - 7. Оцінювання ефективності використання капіталу в реальних інвестиційних проектах.**
 - 8. Особливості і форми здійснення фінансових інвестицій.**
 - 9. Етапи управління використанням капіталу в процесі фінансового інвестування.**
 - 10. Оцінювання вартості окремих фінансових інструментів інвестування.**
-
-

1. Особливості інвестиційної діяльності й види інвестицій підприємства

Інвестиції є вкладеннями капіталу у всіх його формах з метою забезпечення його зростання в майбутньому періоді, здобуття поточного доходу або вирішення соціальних завдань.

Здійснення інвестицій характеризує інвестиційну діяльність підприємства, яка є одним з важливих об'єктів управління використанням його капіталу.

Інвестиційна діяльність підприємства є цілеспрямовано здійснюваним процесом пошуку необхідних інвестиційних ресурсів, вибору ефективних об'єктів (інструментів) інвестування, формування збалансованої за вибраними параметрами інвестиційної програми (інвестиційного портфеля) і забезпечення її реалізації.

Інвестиційна діяльність підприємства характеризується наступними основними особливостями:

1. Вона є головною формою забезпечення зростання операційної діяльності підприємства і по відношенню до її цілей і завдань носить підлеглий характер.

2. Форми і методи інвестиційної діяльності набагато меншою мірою залежать від галузевих особливостей підприємства, чим його операційна діяльність.

3. Обсяги інвестиційної діяльності підприємства характеризуються істотною нерівномірністю в окремі періоди.)

4. Інвестиційний прибуток підприємства (а також інші форми ефекту інвестицій) в процесі його інвестиційної діяльності формується зазвичай із значним „лагом запізнювання“.

5. Інвестиційна діяльність формує особливий самостійний вид грошових потоків підприємства, які істотно різняться в окремі періоди за своєю спрямованістю.

6. Інвестиційній діяльності підприємства властиві специфічні види ризиків, які об'єднуються поняттям „інвестиційний ризик“.

7. Найважливішим вимірником обсягу інвестиційної діяльності, який характеризує темпи економічного розвитку підприємства, виступає показник його чистих інвестицій. *Чисті інвестиції* є сумою валових інвестицій, зменшеною на суму амортизаційних відрахувань у певному періоді:

$$ЧІ = ВІ - АВ;$$

де ЧІ — сума чистих інвестицій підприємства в певному періоді;

ВІ — сума валових інвестицій підприємства в даному періоді;

АВ — сума амортизаційних відрахувань підприємства в даному періоді.

Динаміка показника чистих інвестицій відображає характер економічного розвитку підприємства, потенціал формування його прибутку.

Різноманіття форм і видів інвестицій, здійснюваних підприємством в

процесі своєї інвестиційної діяльності, вимагає певної їх класифікації. В процесі управління використанням капіталу інвестиції підприємства класифікують так (рис. 11.1).

КЛАСИФІКАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙ ПІДПРИЄМСТВА	
За об'єктами вкладення капіталу	Реальні інвестиції Фінансові інвестиції
За характером участі в інвестиційному процесі	Прямі інвестиції Непрямі інвестиції
За відтворювальною спрямованістю	Валові інвестиції Реноваційні інвестиції Чисті інвестиції
За ступенем залежності від доходів	Похідні інвестиції Автономні інвестиції
Стосовно підприємства-інвестора	Внутрішні інвестиції Зовнішні інвестиції
За періодом здійснення	Короткострокові інвестиції Довгострокові інвестиції
За сумісністю здійснення	Незалежні інвестиції Взаємозалежні інвестиції Взаємовиключні інвестиції
За рівнем прибутковості	Високодохідні інвестиції Середньодохідні інвестиції Низькодохідні інвестиції Безприбуткові інвестиції
За рівнем інвестиційного ризику	Безризикові інвестиції Низькоризикові інвестиції Середньоризикові інвестиції Високоризикові інвестиції
За рівнем ліквідності	Високоліквідні інвестиції Середньоліквідні інвестиції Низьколіквідні інвестиції Неліквідні інвестиції
За формами власності капіталу, що інвестується	Приватні інвестиції Державні інвестиції Змішані інвестиції
За характером використання капіталу в інвестиційному процесі	Первинні інвестиції Реінвестиції Дезінвестиції
За регіональними джерелами залучення капіталу	Вітчизняні інвестиції Іноземні інвестиції

За регіональною спрямованістю капіталу, що інвестується
За галузевою спрямованістю

Інвестиції на внутрішньому ринку Інвестиції на міжнародному ринку
Інвестиції в розрізі галузей і сфер діяльності відповідно до їх класифікатора

Рис. 11.1. Класифікація інвестицій підприємства за основними ознаками.

2. Розробка загальної інвестиційної політики підприємства

Розробка загальної інвестиційної політики підприємства охоплює наступні основні етапи.

1. Аналіз інвестиційної діяльності підприємства в попередньому періоді.
2. Дослідження і врахування умов зовнішнього інвестиційного середовища і кон'юнктури інвестиційного ринку.
3. Врахування стратегічних цілей розвитку підприємства, що забезпечуються його майбутньою інвестиційною діяльністю.

Характер диференціації цілей інвестиційної діяльності підприємства залежно від конкретних стадій його життєвого циклу ілюструють дані табл. 10.1.

Таблиця 11.1

Диференціація стратегічних цілей інвестиційної діяльності в залежності від стадій життєвого циклу підприємства

Стадії життєвого циклу підприємства	Основні стратегічні цілі інвестиційній діяльності
ДИТИНСТВО"	<ul style="list-style-type: none"> • забезпечення високих темпів реального інвестування; • забезпечення беззбиткової інвестиційної діяльності;
„ЮНІСТЬ"	<ul style="list-style-type: none"> • розширення об'ємів реального інвестування; • диверсифікація напрямів реального інвестування; • забезпечення мінімальної норми поточною інвестиційному прибутку.

„РАННЯ ЗРІЛІСТЬ"	<ul style="list-style-type: none"> • забезпечення виходу на „критичну масу інвестицій"; • диверсифікація форм реального інвестування; • формування портфеля фінансових інвестицій; • забезпечення необхідних темпів приросту капіталу, що інвестується.
„ОСТАТОЧНА ЗРІЛІСТЬ"	<ul style="list-style-type: none"> • підтримка „критичної маси інвестицій"; • широка диверсифікація форм реального і фінансового інвестування; • забезпечення середньої норми інвестиційного доходу • розвиток реальних інвестицій, переслідуючих неекономічні цілі.
„СТАРІННЯ"	<ul style="list-style-type: none"> • забезпечення своєчасної реновації активів, що амортизуються; • „стискування" портфеля фінансових інвестицій з метою підвищення рівня його прибутковості; • дезінвестування капіталу з низькорентабельних інвестиційних об'єктів із забезпеченням мінімальних його втрат; • реінвестування капіталу з метою підтримки необхідного об'єму операційної діяльності.

4. Вибір політики формування інвестиційних ресурсів підприємства. В процесі реалізації цього етапу розробки загальної інвестиційної політики підприємства прогнозується потенційна можливість формування інвестиційних ресурсів за рахунок власних фінансових джерел (з врахуванням передбачуваного розподілу загальної суми фінансових ресурсів в розрізі окремих напрямів діяльності підприємства). Крім того, з врахуванням досягнутої стратегічної фінансової позиції і прогнозованої ситуації на ринку капіталу визначається можливість і доцільність залучення для інвестиційної діяльності позикових фінансових коштів.

5. Обґрунтування типу інвестиційної політики за цілями вкладення капіталу з врахуванням ризикових переваг.

6. Формування інвестиційної політики підприємства за основними напрямками інвестування.

7. Формування інвестиційної політики підприємства в галузевому розрізі. Визначення галузевої спрямованості інвестиційній діяльності є найбільш складним завданням розробки інвестиційної політики. Вона вимагає послідовного підходу до прогнозування інвестиційної діяльності у відповідності до загальної корпоративної стратегії розвитку підприємства.

8. Формування інвестиційної політики підприємства в регіональному розрізі.

9. Взаємоузгодження основних напрямів інвестиційної політики підприємства. В процесі цього етапу забезпечується узгодженість окремих напрямів інвестиційної політики підприємства за обсягами, термінами реалізації й іншими параметрами.

3. Фактори, які визначають співвідношення напрямків інвестування

Оптимізація співвідношення об'ємів реального і фінансового інвестування базується на врахуванні низки об'єктивних зовнішніх і внутрішніх чинників, основними з яких є :

1. *Функціональна спрямованість діяльності підприємства.* Вона істотно впливає на співвідношення напрямів реального і фінансового інвестування. Підприємства — інституційні інвестори здійснюють свою інвестиційну діяльність переважно на ринку цінних паперів. Отже, основним напрямом їх довгостроковій інвестиційній діяльності буде інвестування в акції, облігації, ощадні сертифікати й інші фондові інструменти. Питома вага реального інвестування в таких підприємств може коливатися лише в межах, дозволених законодавством для кожної з цих груп інвесторів.

У той же час на тих підприємствах, що здійснюють виробничу діяльність, переважним напрямом інвестування будуть реальні вкладення (у формі капітальних вкладень, купівлі об'єктів приватизації і т. ін.). Саме цей напрям інвестування дозволяє таким підприємствам розвиватися найбільш високими темпами, освоювати нові види продукції, проникати на нові товарні і регіональні ринки. Фінансові інвестиції таких підприємств пов'язані, як правило, з короткостроковими вкладеннями тимчасово вільних грошових коштів або здійснюються з метою встановлення контролю (впливу) за діяльністю окремих фірм (підприємств-партнерів; підприємств-конкурентів і т. ін.).

2. *Стадія життєвого циклу підприємства* визначає потреби і можливості здійснення різних напрямів інвестування. Так, на стадіях „дитинства" і „юності" переважна частка здійснюваних підприємством інвестицій має

реальну форму; на стадії „ранньої зрілості” цей напрям інвестицій також переважає; лише на стадії „остаточної зрілості” підприємства можуть дозволити собі істотне розширення питомої ваги фінансових інвестицій.

3. *Розміри підприємства* впливають на співвідношення напрямів реального і фінансового інвестування опосередковано через можливий обсяг формування інвестиційних ресурсів. У невеликих і середніх підприємств, вільний доступ яких до позикових фінансових ресурсів обмежений, є певні складнощі у формуванні „критичної маси інвестицій”, що забезпечує рентабельний розвиток операційної діяльності. У зв'язку з цим, інвестиційна діяльність невеликих і середніх виробничих підприємств сконцентрована переважно на реальному інвестуванні, оскільки для здійснення фінансових інвестицій у них відсутні відповідні ресурси. В той же час в великих підприємств рівень фінансової гнучкості (доступ до зовнішніх джерел фінансування) вищий, що дає їм можливість здійснювати фінансове інвестування в ширших масштабах.

4. *Характер стратегічних змін операційній діяльності* визначає різну циклічність формування і використання інвестиційних ресурсів, а відповідно і форми їх задіяння в інвестиційному процесі. У сучасній літературі виділяються дві принципові характеристики стратегічних змін в операційній діяльності підприємства — поступові і переривисті зміни. Поступові стратегічні зміни характеризуються внутрішньою логікою динаміки операційної діяльності і пов'язані з відносно незначними об'ємами її нарощування в розрізі окремих інтервалів стратегічного періоду. Переривисті стратегічні зміни характеризуються істотними відхиленнями обсягів операційної діяльності від традиційного вектору зростання і здійснюються стрибкоподібно.

При поступових стратегічних змінах операційній діяльності формовані підприємством інвестиційні ресурси споживаються, як правило, в рамках кожного з інтервалів стратегічного періоду на потреби реального інвестування. У цих умовах фінансове інвестування носить короткостроковий характер використання тимчасово вільних інвестиційних ресурсів і здійснюється в невеликих обсягах. При переривистих стратегічних змінах в операційній діяльності у підприємств накопичується досить значний обсяг тимчасово не використовуваних інвестиційних ресурсів, який може бути задіяний в процесі фінансового інвестування, — як коротко-, так і довгострокового.

5. *Прогнозована ставка відсотка на фінансовому ринку* робить вплив на співвідношення напрямів реального і фінансового інвестування підприємства через механізм формування норми чистого інвестиційного прибутку. У реальному інвестуванні зростання ставки відсотка викликає відповідне зниження норми чистого інвестиційного прибутку, оскільки за інших рівних умов збільшує вартість інвестиційних ресурсів, що залучаються. У фінансовому інвестуванні спостерігається протилежна тенденція — із зростанням ставки відсотка норма чистого інвестиційного прибутку по більшості фінансових інструментів зростає.

6. *Прогнозований темп інфляції* впливає на співвідношення напрямів реального і фінансового інвестування підприємства у зв'язку з різним рівнем

протиінфляційного захисту об'єктів (інструментів) інвестування. Реальні інвестиції мають високий рівень протиінфляційного захисту, оскільки ціни на об'єкти реального інвестування зростають зазвичай пропорційно темпу інфляції. В той же час рівень протиінфляційного захисту більшості фінансових інструментів інвестування дуже слабкий — в процесі інфляції знецінюється не лише розмір очікуваного інвестиційного прибутку, але і вартість самих інструментів інвестування, що підлягають подальшому погашенню. Відповідно, прогнозоване зростання темпів інфляції викликатиме підвищення частки реального інвестування, тоді як прогнозоване зниження темпів інфляції викличе активізацію фінансового інвестування підприємства.

Альтернативність майбутнього вибору напрямів реального і фінансового інвестування на окремих етапах майбутнього періоду може визначатися соціальними, екологічними, іміджевими та іншими інституційними чинниками.

З врахуванням цих чинників у процесі формування інвестиційної політики співвідношення різних напрямів інвестування диференціюється за окремими інтервалами майбутнього періоду.

4. Особливості і форми здійснення реальних інвестицій підприємства

Основу інвестиційної діяльності підприємства складає реальне інвестування. Здійснення реальних інвестицій характеризується рядом **особливостей**, основними з яких є.

1. Реальне інвестування є головною формою реалізації стратегії економічного розвитку підприємства.

2. Реальне інвестування знаходиться в тісному взаємозв'язку з операційною діяльністю підприємства.

3. Реальні інвестиції забезпечують, як правило, вищий рівень рентабельності порівняно з фінансовими інвестиціями.

4. Реалізовані реальні інвестиції забезпечують підприємству стійкий чистий грошовий потік.

5. Реальні інвестиції схильні до високого рівня ризику морального старіння.

6. Реальні інвестиції мають високу міру протиінфляційного захисту.

7. Реальні інвестиції є найменш ліквідними.

Реальні інвестиції здійснюються підприємствами у різних **формах**, основними з яких є:

1. Придбання цілісних майнових комплексів.

2. Нове будівництво.

3. Перепрофілювання. Воно є інвестиційною операцією, що забезпечує повну зміну технології виробничого процесу для випуску нової продукції.

4. Реконструкція. Вона є інвестиційною операцією, пов'язаною з істотним перетворенням всього виробничого процесу на основі сучасних науково-технічних досягнень.

5. Модернізація.

6. Оновлення окремих видів устаткування.

7. Інноваційне інвестування в нематеріальні активи.
8. Інвестування приросту запасів матеріальних оборотних активів.

5. Основні етапи управління реальними інвестиціями підприємства

Загальний процес управління реальними інвестиціями підприємства здійснюється в розрізі наступних **основних етапів**:

1. Аналіз стану реального інвестування в попередньому періоді.
2. Визначення загального обсягу реального інвестування в майбутньому періоді.
3. Визначення форм реального інвестування.
4. Розробка (підбір) інвестиційних проектів, відповідних цілям і формам реального інвестування.
5. Оцінка ефективності окремих інвестиційних проектів з врахуванням чинника ризику.
6. Формування програми реальних інвестицій підприємства.
7. Забезпечення реалізації окремих інвестиційних проектів і інвестиційної програми в цілому.
8. Забезпечення постійного моніторингу і контролю реалізації інвестиційних проектів і інвестиційної програми.

6. Класифікація інвестиційних проектів підприємства

КЛАСИФІКАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ ПІДПРИЄМСТВА
За функціональною спрямованістю
<ul style="list-style-type: none"> • Інвестиційні проекти реновації • Інвестиційні проекти розвитку • Інвестиційні проекти санації
За цілями інвестування
<ul style="list-style-type: none"> • Інвестиційні проекти, що забезпечують приріст обсягу випуску продукції • Інвестиційні проекти, що забезпечують розширення (оновлення) асортименту продукції • Інвестиційні проекти, що забезпечують підвищення якості продукції • Інвестиційні проекти, що забезпечують зниження собівартості продукції • Інвестиційні проекти, що забезпечують вирішення соціальних, екологічних і інших завдань
За сумісністю реалізації

<ul style="list-style-type: none"> • Інвестиційні проекти, незалежні від реалізації інших проектів підприємства • Інвестиційні проекти, залежні від реалізації інших проектів підприємства • Інвестиційні проекти, що виключають реалізацію інших проектів
За термінами реалізації
<ul style="list-style-type: none"> • Короткострокові інвестиційні проекти • Середньострокові інвестиційні проекти • Довгострокові інвестиційні проекти
За обсягом необхідних інвестиційних ресурсів
<ul style="list-style-type: none"> • Невеликі інвестиційні проекти • Середні інвестиційні проекти • Крупні інвестиційні проекти
За передбачуваними джерелами фінансування
<ul style="list-style-type: none"> • Інвестиційні проекти, що фінансуються за рахунок внутрішніх джерел • Інвестиційні проекти, що фінансуються за рахунок акціонування (первинній або додатковій емісії акцій) • Інвестиційні проекти, що фінансуються за рахунок кредиту • Інвестиційні проекти із змішаними формами фінансування

Рис 11.2. Класифікація інвестиційних проектів підприємства за основними ознаками.

7. Оцінювання ефективності використання капіталу в реальних інвестиційних проектах

У системі управління реальними інвестиціями оцінка ефективності інвестиційних проектів є одним з найбільш відповідальних етапів. Від того, наскільки об'єктивно і всесторонньо проведена ця оцінка, залежать терміни повернення вкладеного капіталу, варіанти альтернативного його використання, потік операційної прибутку підприємства в майбутньому періоді, що додатково генерується.

Показники оцінки ефективності поділяють на дві основні групи — дисконтні і статичні (бухгалтерські).

Показники оцінки ефективності реальних інвестиційних проектів, засновані на дисконтних методах розрахунку передбачають обов'язкове дисконтування інвестиційних витрат і доходів за окремими інтервалами даного періоду. В той же час показники оцінки, засновані на статичних (бухгалтерських) методах розрахунку, передбачають використання в розрахунках бухгалтерських даних про інвестиційні витрати і доходи без їх дисконтування в часі. Розподіл розглянутої системи показників оцінки

ефективності реальних інвестиційних проектів за цією ознакою наведено у табл. 10. 2

Таблиця 11.2

Групування основних показників оцінки ефективності реальних інвестиційних проектів за використовуваними методами розрахунку

<i>Визначені на основі дисконтних методів розрахунку</i>	<i>Визначені на основі статичних методів розрахунку</i>
Чистий приведений дохід	Індекс (коефіцієнт) рентабельності
Індекс (коефіцієнт) прибутковості	Період окупності недисконтований
Період окупності дисконтований	
Внутрішня ставка прибутковості	

У сучасній інвестиційній практиці показники оцінки ефективності реальних проектів, засновані на використанні дисконтних методів розрахунку, є переважаючими. Вони обов'язково повинні розраховуватися по всіх середніх і крупних реальних інвестиційних проектах, реалізація яких носить довгостроковий характер. Показники, засновані на використанні статичних методів розрахунку, застосовуються, як правило, для оцінки ефективності невеликих короткострокових реальних інвестиційних проектів.

Коефіцієнт рентабельності. Можливі різні модифікації розрахунку цього показника. Переважно його обчислюють як співвідношення середньорічного прибутку в період експлуатації об'єкта інвестування до загального обсягу інвестиційних затрат. Подаємо й інші назви цього показника: норма прибутку на капітал, рентабельність інвестицій, Return on Investments (ROI).

Науковці виділяють низку недоліків названого показника. Перший з них полягає в тому, що цей показник не враховує фактор часу. Другий недолік полягає в тому, що як основне джерело повернення інвесторові вкладеного капіталу беруть лише прибуток. Водночас у ринкових умовах також і амортизацію розцінюють як спосіб повернення вкладеного інвестором капіталу.

Період окупності інвестицій (недисконтований) (інші назви: термін окупності, Payback Period (PP)) – термін, за який доходи (прибутки) від інвестицій покривають суму інвестицій. Його розраховують як обернений показник до коефіцієнта рентабельності. Критерій PP має ті самі недоліки. До того ж він не враховує надходження, що виникають після завершення терміну

окупності проекту. Тому при використанні одного критерію РР як інструменту для прийняття рішень фактично відкидають проекти, розраховані на тривалий термін окупності, а беруть до уваги ті, які забезпечують швидке повернення вкладених коштів, навіть якщо результати будуть незначні і недовготривалі.

Метод чистого дисконтованого доходу полягає у визначенні інтегрального ефекту від інвестицій, який розраховують як різницю дисконтованих грошових потоків надходжень і виплат, що виникають у процесі реалізації проекту за весь період. У зарубіжній економічній літературі відповідний показник має назву Net Present Value (*NPV*) – чиста теперішня вартість. Обчислення слід здійснювати так:

$$NPV = PV - IC, \text{ або } NPV = \sum_{t=1}^n \frac{S_t}{(1+k)^t} - IC,$$

де *PV* – загальна величина дисконтованих грошових надходжень від експлуатації проекту;
S_t – грошові надходження у *t*-му періоді;
n – кількість періодів (років, кварталів чи місяців) прогнозованої життєдіяльності проекту;
k – ставка дисконтування;
IC – початкові інвестиційні витрати.

Якщо за розрахунками *NPV* > 0, проект вважають прийнятним.

Зауважимо, що у ролі норми дисконту потрібно брати або бар'єрну ставку, або мінімальний прийнятний прибуток на капітал.

Якщо проект не є разовою інвестицією і передбачають інвестування протягом кількох періодів (років), то дисконтувати треба також інвестиційні витрати.

Таким чином, показник чистого дисконтованого доходу дає грошовий вираз абсолютної віддачі від інвестицій. Він відображає прогнозну оцінку зміни економічного потенціалу підприємства у разі прийняття проекту, який було розглянуто.

Перший з відносних показників, який тісно пов'язаний з чистим дисконтованим доходом і за суттю є його результатом, – **індекс дохідності** (Profitability index – *PI*), котрий розраховують як відношення дисконтованої вартості потоку доходів до величини інвестицій, що забезпечують цей потік:

$$PI = \sum_{t=1}^n \frac{S_t}{(1+k)^t} : IC, \text{ або } PI = \sum_{t=1}^n \frac{S_t}{(1+k)^t} : \sum_{t=1}^m \frac{IC_t}{(1+i)^t}.$$

Цей показник характеризує рівень доходів на одиницю витрат. При виборі різних проектів з однаковим чистим дисконтованим доходом необхідно враховувати максимальне значення індексу дохідності цих проектів.

Отже, індекс дохідності тісно пов'язаний з чистим дисконтованим доходом. Результати оцінювання ефективності інвестицій за показниками *PI* та *NPV* перебувають у прямій залежності: при зростанні значення *NPV* зростає

також значення PI , і навпаки. При нульовому значенні NPV значення PI завжди дорівнює одиниці. Таким чином, якщо $NPV > 0$, то $PI > 1$ і проект вважають ефективним. При $PI < 1$ (тоді $NPV < 0$) проект вважають неефективним.

Важливе місце в оцінюванні ефективності інвестицій відводять методу розрахунку **внутрішньої норми дохідності** (Internal Rate of Return – IRR).

IRR – така норма дисконту, при якій чистий дисконтований дохід дорівнює нулю, тобто величина дисконтованих доходів дорівнює дисконтованим інвестиційним витратам. Математично визначити внутрішню норму дохідності IRR можна з такого рівняння :

$$\sum_{t=1}^n \frac{S_t - IC_t}{(1 - IRR)^t} = 0.$$

Розрахунок NPV інвестиційного проекту дає відповідь на запитання, чи є він ефективним, чи ні при деякій заданій нормі дисконту k , тоді як IRR проекту визначають у процесі розрахунку і потім порівнюють з граничною нормою доходу на вкладений капітал. Інвестиційний проект вважають економічно вигідним, якщо внутрішня ставка дохідності перевищує мінімальний рівень дохідності, встановлений для визначеного проекту ($IRR > r$), а при порівнянні кількох альтернативних проектів ліпшим є проект з найбільшим значенням внутрішньої норми дохідності. Окрім цього, показник IRR показує таку максимально допустиму ставку позичкового відсотка, за якої кредитування проекту можна здійснювати без збитків.

Дисконтований термін окупності інвестицій (Discounted Payback Period – DPP) враховує часовий аспект вартості грошей. Суть методу дисконтованого терміну окупності полягає у визначенні моменту, коли дисконтовані грошові потоки, що генеруються проектом, зрівняються з дисконтованими грошовими потоками інвестиційних витрат. Цей момент можна визначити шляхом прямого підрахунку за кількістю років, протягом яких інвестицію буде погашено кумулятивним доходом :

$$DPP = \min n, \text{ при якому } \sum_{t=1}^n \frac{S_t}{(1 + k)^t} \geq IC,$$

де IC – сумарні інвестиційні витрати (дисконтовані).

При оцінюванні інвестиційних проектів цей показник можна використовувати подвійно: проект приймають, якщо він окупує себе протягом встановленого терміну служби (критерій перший); проект приймають тільки тоді, коли термін окупності не перевищує встановленого ліміту (критерій другий).

8. Особливості і форми здійснення фінансових інвестицій

Здійснення фінансових інвестицій характеризується рядом **особливостей**,

основними з яких є

1. Фінансові інвестиції є незалежним видом господарської діяльності для підприємств реального сектора економіки.

2. Фінансові інвестиції є основним засобом здійснення підприємством зовнішнього інвестування.

3. У системі сукупних інвестиційних потреб підприємств реального сектора економіки фінансові інвестиції формують інвестиційні потреби другого рівня (другої черги). Вони здійснюються такими підприємствами зазвичай після того, як задоволені його потреби в реальному інвестуванні капіталу. У зв'язку з цією особливістю фінансові інвестиції, як правило, не здійснюються на таких ранніх стадіях життєвого циклу підприємства, як „народження”, „дитинство” і „юність”. Можливість досить обширного задоволення потреби у фінансових інвестиціях з'являється в підприємства, як правило, лише на стадії „рання зрілість”.

4. Стратегічні фінансові інвестиції підприємства дозволяють йому реалізувати окремі стратегічні цілі свого розвитку швидшою і дешевшою дорогою. Так, при галузевій або регіональній диверсифікації операційної діяльності, нарощуванні обсягів виробництва і реалізації продукції шляхом „захоплення” підприємств-конкурентів у своєму сегменті ринку і інших аналогічних випадках замість придбання цілісних майнових комплексів або будівництва нових об'єктів, підприємство шляхом відповідних форм фінансового інвестування може придбати контрольний пакет акцій суб'єктів господарювання, що цікавлять його.

5. Портфельні фінансові інвестиції використовуються підприємствами реального сектора економіки в основному в двох цілях: здобуття додаткового інвестиційного прибутку в процесі використання вільних грошових активів і їх протиінфляційного захисту.

6. Фінансові інвестиції надають підприємству найбільш широкий діапазон вибору інструментів інвестування за шкалою „прибутковість-ризик”.

7. Фінансові інвестиції надають підприємству досить широкий діапазон вибору інструментів інвестування і за шкалою „прибутковість-ліквідність”. Хоча порівняно з реальними інвестиціями вони характеризуються вищим рівнем ліквідності, цей рівень варіює в дуже широких межах.

8. Процес обґрунтування управлінських рішень, пов'язаних із здійсненням фінансових інвестицій, є простішим і менш трудомістким. Він не пов'язаний з істотними передінвестиційними витратами фінансових коштів, аналогічними підготовці реальних інвестиційних проектів; алгоритми оцінки ефективності фінансових інвестицій носять більш диференційований характер по відношенню до об'єктів інвестування, що підвищує надійність здійснення такої оцінки; реалізація прийнятих управлінських рішень у сфері фінансового інвестування займає мінімум часу.

9. Більш високе коливання кон'юнктури фінансового ринку порівняно з товарним визначає необхідність здійснення активнішого моніторингу в процесі фінансового інвестування.

Фінансове інвестування здійснюється підприємством в наступних **основних формах.**

1. Вкладення капіталу до статутних фондів спільних підприємств.

2. Вкладення капіталу в прибуткові види грошових інструментів.

3. Вкладення капіталу в прибуткові види фондових інструментів.

9. Етапи управління використанням капіталу в процесі фінансового інвестування

Процес управління фінансовими інвестиціями підприємства здійснюється за наступними основними етапами:

1. Аналіз стану фінансового інвестування в попередньому періоді.
2. Визначення обсягу фінансового інвестування в майбутньому періоді.
3. Вибір форм фінансового інвестування.
4. Оцінка інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів.
5. Формування портфеля фінансових інвестицій.

10. Оцінювання вартості окремих фінансових інструментів інвестування

Ефективність окремих фінансових інструментів інвестування, як і реальних інвестицій, визначається на основі зіставлення обсягу інвестиційних витрат, з одного боку, і сум поворотного грошового потоку за ними, з іншого.

Оцінка ефективності того або іншого фінансового інструменту інвестування зводиться до оцінки реальної його вартості, що забезпечує здобуття очікуваної норми інвестиційного прибутку по ньому. Принципова модель оцінки вартості фінансового інструменту інвестування має наступний вигляд:

$$C_{\text{фi}} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ВДП}}{(1 + \text{НП})^t};$$

де $C_{\text{фi}}$ — реальна вартість фінансового інструменту інвестування;

ВДП — очікуваний поворотний грошовий потік за період використання фінансового інструменту;

НП — очікувана норма прибутку по фінансовому інструменту, виражена десятковим дробом (формована інвестором самостійно з врахуванням рівня ризику);

n — число періодів формування поворотних потоків (по всіх їх формах)

Розглянемо основні моделі оцінки реальної вартості окремих видів фінансових інструментів на прикладі облігацій і акцій.

Моделі оцінки вартості облігацій побудовані на наступних вихідних показниках: а) номінал облігації; б) сума відсотка, що виплачується по облігації; у) очікувана норма валового інвестиційного прибутку (норма прибутковості) по облігації; г) кількість періодів до терміну погашення облігації.

Базисна модель оцінки вартості облігації [Basis Bond Valuation Model] або облігації з періодичною виплатою відсотків має наступний вигляд:

$$C_{\text{об}} = \sum_{t=1}^n \left(\frac{Po}{(1 + \text{НП})^t} \right) + \frac{Ho}{(1 + \text{НП})^n};$$

де $C_{\text{об}}$ — реальна вартість облігації з періодичною виплатою відсотків;

Po — сума відсотка, що виплачується в кожному періоді;

Ho — номінал облігації, що підлягає погашенню в кінці терміну її обертання;

НП — очікувана норма валового інвестиційного прибутку (прибутковості) по облігації, виражена десятковим дробом;

n — число періодів, що залишаються до терміну погашення облігації.

Моделі оцінки вартості акцій побудовані за наступними вихідними показниками, а) вид акції — привілейована або проста; б) сума дивідендів, передбачувана до отримання в конкретному періоді; у) очікувана курсова вартість акції в кінці періоду її реалізації; г) очікувана норма валового інвестиційного прибутку (норма прибутковості) по акціях; д) число періодів використання акції.

Модель оцінки вартості привілейованої акції заснована на тому, що ці акції дають право їх власникам на отримання регулярних дивідендних виплат у фіксованому розмірі. Вона має наступний вигляд:

$$Ca_{np} = \frac{D_{np}}{НП} ;$$

де Ca_{np} — реальна вартість привілейованої акції;

D_{np} — сума дивідендів, передбачена до виплати по привілейованій акції в майбутньому періоді;

$НП$ — очікувана норма валового інвестиційного прибутку (прибутковості) по привілейованій акції, виражена десятковим дробом.

Модель оцінки вартості простої акції, використовуваної протягом заздалегідь визначеного терміну, має наступний вигляд:

$$Ca_n = \sum_{t=1}^n \left(\frac{Da_t}{(1+НП)^t} \right) + \frac{KCa_n}{(1+НП)^n}$$

Ca_n — реальна вартість акції простої, використовуваної протягом заздалегідь визначеного терміну;

Da_t — сума дивідендів, передбачувана до здобуття в кожному n -ом періоді;

KCa_n — очікувана курсова вартість акції в кінці періоду її реалізації;

$НП$ — очікувана норма валового інвестиційного прибутку (прибутковості) по акціях, виражена десятковим дробом;

n — число періодів, включених в розрахунок.

Використана і рекомендована література:

1. Бланк И. А. *Управление капиталом: Учебный курс* / И.А. Бланк. – К.: „Эльга, Ника-Центр”, 2004. – 576 с. – С. 394-568.
2. *Оценка бизнеса: Учебник* / Под ред. проф. А.Г. Грязновой, проф. М.А. Федотовой. – М.: «Финансы и статистика». 2001. – 521 с. – С. 265-283.
3. *Управління корпоративними фінансами : Навчальний посібник* / Н. М. Деева, В. Я. Олійник, Т. Ф. Григораш [та ін.]. – К.: ЦУЛ, 2007. – 200 с. – С. 138-148.
4. Ромашова И. Б. *Управление денежным капиталом* / И. Б. Ромашова // *Финансы и кредит*. – 2004. – №7. – С.13-16.
5. Руденко А. М. *Управление капиталом организации в условиях рынка* / А. М. Руденко // *Финансы и кредит*. – 2007. – №43. – С.35-39.
6. Чесноков В.Л. *Фінансові інструменти. Навч. посібник* / В.Л. Чесноков. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 288 с.
7. Мицак О. В. *Фінансовий менеджмент : Навч. посіб.* / О. В. Мицак, І. Р. Чуй. – Львів : Магнолія-2006, 2007. – 216 с.