

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Запорізький національний технічний університет

Конспект лекцій з дисципліни «Фінансовий менеджмент» для здобувачів вищої освіти за освітнім ступенем «магістр» денної та заочної форм навчання спеціальностей 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» Частина II

2018

Конспект лекцій з дисципліни «Фінансовий менеджмент» для здобувачів вищої освіти за освітнім ступенем «магістр» денної та заочної форм навчання спеціальностей 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» Частина II / Укл.І.Є.Андрющенко, – Запоріжжя: ЗНТУ, 2018.- 82с.

Укладач: д.е.н., професор Андрющенко І.Є,

Рецензент: перший проректор, д.е.н., професор
В. Г. Прушківський

Відповідальний за випуск: к.е.н., доцент С.В. Шарова

Затверджено
на засіданні кафедри
“Фінанси, банківська справа
та страхування ”
Протокол № 1
від 27.08.2018р.

Рекомендовано
до видання НМК
факультету Економіки
та управління
Протокол № 17
від 10.10. 2018 р.

ЗМІСТ

<i>Тема 6. Управління активами</i>	82
<i>Тема 7. Вартість і оптимізація структури капіталу</i>	112
<i>Тема 8. Управління інвестиціями</i>	137
<i>Література</i>	159

Тема 6. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

6.1. Завдання управління активами підприємства

Класифікація активів за різними ознаками представлена на рис. 6.1



Рисунок 6.1 – Класифікація активів

До активів відносять всі види майна підприємства, що належать йому на праві власності й використовуються для здійснення статутної діяльності.

Характеризуючи активи як об'єкт фінансового управління, необхідно відзначити особливості їх окремих складових. Так, необоротні активи є найменш мобільною частиною майна, основна відмінність якої полягає у багаторазовому використанні в процесі господарської діяльності та частковій амортизації протягом кожного операційного циклу. У процесі формування й управління необоротними активами необхідно усвідомлювати їх плюси і мінуси порівняно з оборотними активами.

До оборотних активів підприємства відносять ті види майнових цінностей, які повністю споживаються за один виробничий цикл. Та частина оборотного капіталу, яка постійно перебуває у сфері виробництва, називається оборотними фондами. До складу оборотних фондів відносять: виробничі запаси, незавершене виробництво, напівфабрикати власного виробництва, витрати майбутніх періодів.

Друга частина оборотного капіталу перебуває у сфері обігу і відповідно називається фондами обігу (готова продукція на складі, відвантажені товари, грошові кошти, дебіторська заборгованість, поточні фінансові інвестиції та інші оборотні активи). Залежно від рівня контролю за процесом формування і використання оборотні активи підприємства можуть бути: нормовані (всі оборотні виробничі фонди, а також та частина фондів обігу, що представлена залишками нереалізованої продукції на складі); ненормовані (всі інші елементи фондів обігу, крім залишків нереалізованої продукції). Нормовані оборотні кошти є об'єктом фінансового планування і обов'язково відображаються у бізнес-планах та поточних бюджетах підприємства. Ненормовані оборотні кошти, як правило, не плануються.

При управлінні оборотними активами необхідно комплексно оцінювати їх позитивні та негативні сторони порівняно з необоротними активами.

Основне завдання управління необоротними активами полягає у забезпеченні своєчасного оновлення основних виробничих фондів та високої ефективності їх використання. Можливості

оперативного управління необоротними активами незначні.

І, навпаки, політика управління оборотними активами відзначається значною маневреністю, можливістю активного впливу на їх розмір, склад, структуру, оборотність, ліквідність та прибутковість. Відповідно, в процесі управління оборотними активами вирішується набагато більше коло завдань фінансового менеджменту. До основних завдань управління оборотними активами належать:

1. Забезпечення безперебійності виробничого процесу. Для реалізації цього завдання необхідно сформувати окремі види активів відповідно до обсягів господарської діяльності підприємства і тривалості його операційного та фінансового циклів. Схематично рух коштів протягом операційного та фінансового циклів проілюстровані на рис. 6.2.



Рисунок 6.2 - Рух коштів протягом операційного та фінансового циклів

Як видно з малюнків, фінансовий цикл відрізняється від операційного на час обертання кредиторської заборгованості поставальників сировини та інших виробничих ресурсів.

Чим менша тривалість фінансового циклу, тим менше

фінансових ресурсів потрібно для фінансування виробничих потреб підприємства (з урахуванням необхідності надання відстрочок платежів покупцям продукції для стимулювання збуту та можливості отримання відстрочок платежів з боку постачальників). Зменшити фінансовий цикл можна шляхом прискорення обороту виробничих запасів та дебіторської заборгованості і некритичного уповільнення оборотності кредиторської заборгованості підприємства постачальникам.

На тривалість фінансового циклу впливають такі чинники: тривалість виробничо-комерційного (або операційного) циклу підприємства та його окремих стадій; темпи зростання обсягів діяльності; рівень інфляції та необхідність створення страхових резервів виробничих запасів; сезонність виробництва, реалізації та постачання сировиною; стан кон'юнктури на ринку сировини та ринку готової продукції.

З погляду можливостей оперативного управління тривалістю фінансового циклу важливим є останній з перелічених чинників. Схематично характер впливу ринкової кон'юнктури на тривалість фінансового циклу і його окремих складових проілюстровано на рис. 6.3.



Рисунок 6.3 - Впливу ринкової кон'юнктури на тривалість фінансового циклу

Тобто, за високого попиту на сировину підприємству важко скористатися відстрочками платежів з боку постачальників, що призводить до зменшення часу оборотності кредиторської заборгованості та одночасного збільшення тривалості фінансового циклу. І, навпаки, у випадку, коли постачальники в умовах низького попиту на сировину змушені з метою стимулювання продажу активно надавати відстрочки платежів своїм клієнтам, у підприємства з'являється можливість некритично уповільнити кредиторську заборгованість і тим самим зменшити загальну потребу у власних фінансових ресурсах.

Характер впливу стану кон'юнктури на ринку готової продукції прямо протилежний. Так, в умовах високого попиту на продукцію підприємства немає необхідності пом'якшувати умови розрахунків з покупцями. У результаті зменшується тривалість оборотності дебіторської заборгованості і скорочується загальна тривалість фінансового циклу. І, навпаки, в умовах низького попиту на продукцію підприємство з метою активізації збуту вимушене широко надавати своїм покупцям комерційні кредити, що призводить до уповільнення руху дебіторської заборгованості і збільшення потреби у власних фінансових ресурсах.

Як показує зарубіжний та вітчизняний досвід, деякі малі підприємства, що в основному займаються операціями купівлі-продажу і мають невисоку частку доданої вартості у загальній ціні реалізованої продукції, за рахунок вдалого маневрування відстрочками платежів не лише покривають потреби у фінансуванні запасів і дебіторської заборгованості, а й мають додаткове джерело фінансування за рахунок комерційних кредитів постачальників. Прискорення оборотності загальної суми оборотних активів. Це завдання управління оборотними активами реалізовується шляхом збільшення частки активів з високою оборотністю і зменшення частки активів, що обертаються повільно.

До активів з високою оборотністю можна віднести: запаси сировини і матеріалів, за якими не створюються страхові резерви; запаси готової продукції, що користується значним попитом; грошові кошти, які постійно перебувають у платіжному обороті.

Активи з низькою оборотністю відповідно включають: сезонні запаси сировини і матеріалів; запаси готової продукції зі зниженим попитом; довгострокову та короткострокову дебіторську заборгованість; усі форми поточних фінансових інвестицій строком більше шести місяців; неліквідні фінансові інструменти.

Забезпечення ліквідності оборотних активів, достатньої для підтримки платоспроможності підприємства за поточними фінансовими зобов'язаннями. Це управлінське завдання реалізується за допомогою постійного контролю за розміром оборотних активів у грошовій, абсолютно ліквідній формі, а також шляхом забезпечення відповідної частини високоліквідних активів у вигляді поточних фінансових інвестицій та інших активів, які за необхідності можуть швидко трансформуватися у грошові кошти.

Забезпечення підвищення рентабельності оборотних активів. Реалізувати це управлінське завдання можна шляхом своєчасного використання тимчасово вільних залишків грошових активів для формування ефективного портфеля поточних фінансових інвестицій, що можуть принести підприємству прямий дохід у формі процентів або дивідендів, розміщення коштів на депозит, відкриття контокорентних рахунків у банку. З метою максимізації прибутковості оборотних активів необхідно оптимально поєднувати активи, що дають прямий дохід, і ті активи, які такого доходу не приносять.

Мінімізація ризиків і втрат, пов'язаних з формуванням і використанням оборотних активів. Всі види оборотних активів тією чи іншою мірою пов'язані з ризиком втрати. Так, грошовим активам в основному властивий ризик інфляційних втрат; поточним фінансовим інвестиціям — ризик втрати частини доходу у зв'язку з несприятливою кон'юктурою фінансового ринку, а також ризик інфляційних втрат; дебіторській заборгованості — ризик неповернення або несвоєчасного повернення, а також ризик інфляційних втрат; запасам товарно-матеріальних цінностей — ризик втрати від форс-мажору і природного убутку та ін. Тому політика управління оборотними активами має бути направлена на мінімізацію ризику їх втрат на підприємстві, особливо в умовах дії інфляційних факторів.

Крім того, необхідно враховувати ризики формування

оборотних активів та їх можливі негативні наслідки: недостатність грошових коштів може призвести до перебоїв у виробничому процесі, невиконання зобов'язань, втрат можливого прибутку; недостатність виробничих запасів спричинює перебої у виробництві, зайві витрати, недоотримання реалізаційного доходу; наявність зайвих оборотних активів спричинює зайві витрати на фінансування, іммобілізацію фінансових ресурсів, недоотримання частини доходу і прибутку.

6.2. Тактика формування оборотних активів та стратегії їх фінансування

Тактичні рішення управління оборотними активами пов'язані з оптимізацією величини оборотних активів і полягають у виборі відповідної політики управління запасами, грошовими коштами, дебіторською заборгованістю.

Розрізняють дві тактики вибору величини оборотних активів залежно від їх співвідношення з обсягами реалізації: обмежуючу тактику; гнучку тактику.

При використанні обмежуючої тактики підтримується обсяг оборотних активів на мінімально можливому рівні, тобто підприємство не створює додаткових резервів, підтримує сувору дисципліну розрахунків з постачальниками. Така тактика зменшує витрати на обслуговування оборотних активів, мінімізує ризик втрат при використанні оборотних коштів. Але за цієї моделі підприємство має обмежені можливості збільшення прибутків за рахунок розширення обсягів діяльності, не може швидко реагувати на зміни ринкової кон'юнктури. При цьому збільшується ризик, пов'язаний із формуванням оборотних коштів. Що ж до ліквідності, то якщо підприємство має невеликий обсяг поточних зобов'язань і намагається якомога швидше зменшити зайві запаси та безнадійну дебіторську заборгованість, ця політика може підтримувати необхідний рівень ліквідності. Але при значних розмірах поточних зобов'язань і обмежених обсягах оборотних активів ліквідність підприємства буде низькою.

Гнучка тактика полягає у забезпеченні високого рівня співвідношення між поточними активами й обсягом реалізації, тобто

підприємство збільшує такі статті балансу, які забезпечують можливість збільшення обсягів виробництва при відповідній зміні кон'юнктури ринку і дають змогу стимулювати обсяг продажу за рахунок надання відстрочки платежів. До таких статей можна віднести: грошові кошти, цінні папери, страхові й резервні запаси. У результаті ліквідність підприємства (за умови формування переважної частини його оборотних коштів на довгостроковій основі) збільшується. Проте ця політика є затратною і управління оборотними активами має будуватись на виборі між затратами, пов'язаними зі збільшенням оборотних активів, і вигодами від збільшення оборотних активів.

Стратегії фінансування оборотних активів залежать від покладених у їх основу принципів фінансування змінної частини. При цьому постійна частина оборотних активів визначається на рівні мінімальної потреби в оборотних активах у досліджуваному періоді. Змінна частина — різницею між фактичною і мінімальною потребою в оборотних активах.

Та частина оборотних активів, яка фінансується за рахунок власного і довгострокового позикового капіталу, називається чистим оборотним (робочим) капіталом.

Чистий оборотний капітал = Оборотні активи - Поточні зобов'язання.

Чим більший чистий оборотний капітал, тим менший ризик втрати ліквідності. Залежно від вибору фінансовим менеджером джерел покриття змінної частини оборотних активів, виділяють чотири стратегії фінансування оборотних активів:

1. Ідеальна стратегія — поточні активи фінансуються за рахунок поточних зобов'язань. Схематичне статичне зображення цієї моделі представлено на рис. 6.4.

З позиції ліквідності ця модель є найбільш ризикованою, оскільки у випадку одночасного пред'явлення кредиторами всіх зобов'язань підприємство буде змушене розпродавати частину своїх основних засобів.

Оборотні активи	Поточні зобов'язання
Необоротні активи	Довгострокові зобов'язання
	Власний капітал



Довгострокові пасиви (капітал) = Необоротні активи



Чистий оборотний капітал = 0

Рисунок 6.4 – Ідеальна стратегія

2. Агресивна стратегія полягає у фінансуванні на довгостроковій основі необоротних активів і постійної частини оборотних активів. Змінна частина оборотних активів повністю покривається за рахунок короткострокової заборгованості (рис. 6.5).



Довгострокові пасиви (капітал) = Необоротні активи + Постійна частина оборотних активів



Чистий оборотний капітал = Постійна частина оборотних активів

Рисунок 6.5 – Агресивна стратегія

Ризик, пов'язаний з агресивною стратегією, високий. Таку стратегію може дозволити собі лише підприємство, яке не має проблем з поновленням короткострокових кредитів або з отриманням комерційних кредитів від постачальників.

3. Консервативна стратегія полягає у фінансуванні майже всіх активів за рахунок довгострокових джерел (рис. 6.6).



Довгострокові пасиви (капітал) = Необоротні активи + Оборотні активи

Рисунок 6.6 – Консервативна стратегія

Як правило, консервативна стратегія застосовується на початкових стадіях існування підприємства за умови достатньої величини капіталу власників підприємства і доступності довгострокових кредитів для інвестиційного фінансування.

4. Компромісна стратегія полягає у фінансуванні необоротних активів, постійної частини оборотних активів і приблизно половини змінної частини оборотних активів за рахунок довгострокових джерел. Інша частина оборотних активів фінансується на короткостроковій основі (рис. 6.7).

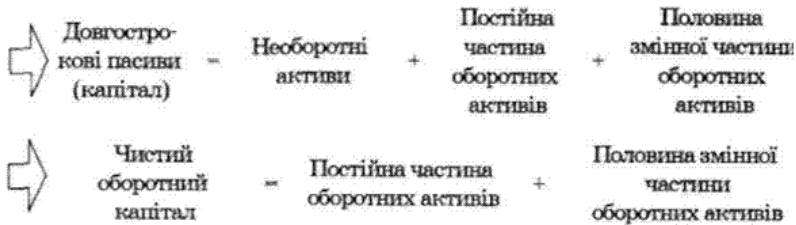


Рисунок 6.7 – Компромісна стратегія

Модель є найбільш реальною, проте в окремі періоди підприємство може мати зайві оборотні активи, що зменшує їх прибутковість.

6.3. Фінансове управління товарно-матеріальними запасами

Для безперебійного здійснення статутної діяльності підприємство повинно мати достатній розмір запасів сировини та матеріалів, готової продукції, товарів для торгівлі тощо. З урахуванням специфіки виробничого циклу та особливостей організації матеріально-технічного забезпечення на підприємстві потрібно підтримувати раціональний транспортний, підготовчий, поточний та страховий запаси за всією номенклатурою товарно-матеріальних цінностей.

У сучасних умовах підприємствам жорстко не нав'язуються нормативи формування оборотних коштів, і вони можуть утримувати на своєму балансі стільки запасів, скільки витримають їх фінансові

джерела. Разом із тим, незважаючи на дерегуляцію процесу формування оборотних активів, зростає роль економічного обґрунтування необхідних розмірів товарно-матеріальних запасів.

У процесі фінансового управління товарно-матеріальними запасами особливу увагу необхідно звернути на визначення: оптимального обсягу замовлення; моменту замовлення; раціонального способу закупівлі.

Оптимальним є такий розмір замовлення, який мінімізує сукупні витрати на обслуговування товарно-матеріальних запасів. Як видно з наведеної на рис. 6.8 класифікації, у складі сукупних витрат виділяють витрати на зберігання і витрати на замовлення товарно-матеріальних цінностей.



Рисунок 6.8 – Склад витрат на обслуговування ТМЗ

Як видно з графіка на рис. 6.9, тенденції зміни величини цих витрат залежно від обсягу разового замовлення неоднакові.

Так, якщо одночасно замовляти більшу кількість товарно-матеріальних цінностей, зменшиться кількість замовлень і, відповідно, меншою буде вартість їх виконання. Водночас, закупівля сировини і матеріалів більшими партіями призведе до збільшення розміру середнього запасу і, відповідно, зросте вартість його зберігання. Мета управління як раз і полягає у зменшенні вартості зберігання великих партій порівняно з вартістю розміщення більшої кількості замовлень за

рахунок визначення їх оптимального обсягу.

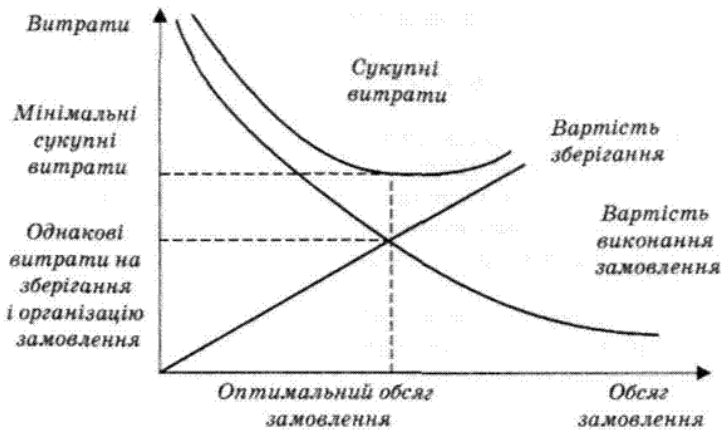


Рисунок 6.9 – Графік змін величини витрат

Оптимальний обсяг замовлення — це така замовлена кількість товарів, за якою сукупні витрати на організацію замовлення і зберігання запасів будуть мінімальними.

Для визначення оптимального обсягу замовлення (ОРЗ) застосовується модель Уілсона:

$$\text{ОРЗ} = \sqrt{\frac{2\Pi \cdot \text{Воз}}{\text{Вз}}}, \quad (6.1)$$

де Π — потреба у запасах за весь період (рік, квартал, місяць);
 Воз — витрати на організацію замовлення на всю партію товару; Вз — витрати на зберігання одиниці товару.

Для того щоб визначити період поновлення замовлення, необхідно знати, скільки часу минає з моменту його оформлення до фактичного виконання (тобто поставки замовленої партії). Цей період називається циклом замовлення. На практиці для визначення циклу замовлення потрібно зіставити тривалість виконання десяти останніх замовлень і вибрати найбільшу.

Спрощено момент повторного замовлення можна знайти шляхом перемноження циклу замовлення на щоденні (щотижневі) витрати запасів. Для матеріалів, деталей та допоміжних матеріалів моментом для повторного замовлення є той день, коли заявку відіслано постачальнику. Для запасів напівфабрикатів власного виробництва моментом поновлення замовлення буде той день, коли з урахуванням тривалості виробничого циклу необхідно замовляти виготовлення нової партії продукції.

Показник оптимального обсягу замовлення дає змогу визначати оптимальний момент для поновлення замовлення, що зводиться до встановлення строку між попередньою поставкою товарно-матеріальних цінностей і наступним замовленням.

Для визначення оптимального моменту для поновлення замовлення застосовується така кількісна модель:

$$t_n = \frac{OPЗ - З_{кр}}{Bo} = \frac{OPЗ - Bo \cdot t_{ц}}{Bo}, \quad (6.2)$$

де t_n — оптимальний момент поновлення замовлення; $З_{кр}$ — критичний залишок запасів; $OPЗ$ — оптимальний розмір замовлення; $t_{ц}$ — тривалість циклу замовлення; Bo — витрати товарно-матеріальних цінностей за одиницю часу відповідно до виробничих потреб.

Закон, відкритий італо-швейцарським інженером та економістом Вільфредом Паретто (1848—1923 рр.), може застосовуватися практично у всіх сферах людської діяльності. Так, щодо виробництва цей закон означає, що 20 % підприємств галузі випускають 80 % її основної продукції; стосовно торгівлі — на 20 % оптовиків приходить 80 % суми всіх торгових операцій і т. ін. З позицій менеджменту товарно-матеріальних запасів цей закон означає, що 20 % статей запасів займають 80 % у вартості всіх закуплених товарно-матеріальних цінностей, а отже, на 80 % визначають загальний результат управління запасами. І навпаки, час і зусилля, витрачені на управління іншими 80 % позицій товарно-матеріальних цінностей, можуть змінити загальний результат не більш як на одну п'яту.

Тому за законом Паретто фінансовим менеджерам доцільно сконцентрувати свою увагу на тих 20 % статей запасів, у яких зв'язано до 80 % фінансових ресурсів фірми цього цільового призначення. Така

категорія запасів потребує жорсткого контролю з боку спеціалістів фінансової служби. Для цієї категорії запасів доцільно активно застосовувати розглянуті вище кількісні моделі, оскільки за рахунок оптимізації їх обсягу і часу закупівель підприємство може отримати значний ефект.

Разом із тим, від кількісних моделей управління товарно-матеріальними запасами можна відмовитися у випадку: нестабільних поставок товарно-матеріальних запасів (страйки, перебої у виробництві, проблеми з імпортом, транспортуванням тощо); очікуваного підвищення цін на товарно-матеріальні запаси (чим вищий рівень інфляції, тим більші фактичні запаси порівняно з їх оптимальним обсягом); невизначеності умов господарювання (має бути певний резерв на випадок розвитку подій за несприятливим сценарієм); швидкого фізичного або морального зносу товарно-матеріальних цінностей (у такому випадку фактичні обсяги запасів можуть бути, навпаки, меншими за оптимальні, що потребує більш частих закупівель).

Важливим моментом фінансового управління товарно-матеріальними запасами є обґрунтування раціонального способу їх закупівлі. При цьому потрібно усвідомлювати, що немає ідеального способу закупівель, і конкретний вибір фінансового менеджера повинен базуватися на аналізі всіх плюсів і мінусів кожної з можливих альтернатив, врахуванні конкретних умов і завдань діяльності.

З погляду раціонального управління товарно-матеріальними запасами, фінансові менеджери повинні уникати зайвих та надмірних запасів. Запаси товарно-матеріальних цінностей можна збільшувати лише доти, доки отримана економія перевищує загальні витрати на утримання додаткових запасів. Крім того, максимальний обсяг залишків має обов'язково погоджуватися з виробничою і маркетинговою службами.

І, навпаки, досить важко і ризиковано здійснювати "миттєве" управління запасами, тобто закуповувати товарно-матеріальні цінності в момент потреби на них (працювати "з коліс"). Такий спосіб закупівлі можливий лише за умови: злагодженої системи виробництва; своєчасної і достовірної інформації про стан ринку сировини; наявності надійних постачальників; ефективного оперативного маневрування запасами.

Таким чином, хоча управління запасами не є прямою функцією фінансового директора, інвестування грошових коштів у товарно-матеріальні цінності є важливим аспектом фінансового менеджменту. Фінансові менеджери повинні бути добре обізнані з методами контролю запасів і вміти ефективно перерозподіляти вкладений у них капітал. При цьому необхідно усвідомлювати, що чим більший рівень рентабельності активів і, відповідно, вищі можливі (альтернативні) витрати, пов'язані з інвестуванням грошових коштів у запаси, тим менші оптимальний обсяг замовлення і середній обсяг запасів.

В умовах нестабільного попиту на ринку сировини та невизначеності річної потреби підприємства в запасах товарно-матеріальних цінностей фінансові менеджери зацікавлені у зменшенні циклу замовлення, оскільки при цьому зменшується потреба у страхових запасах і, відповідно, зменшується загальний обсяг інвестицій у запаси, якщо інші умови не змінюються. Тобто, чим вищі можливі (альтернативні) витрати при інвестуванні грошових коштів у товарно-матеріальні запаси, тим більш нагальною є потреба у зменшенні строків виконання замовлень на їх поставку.

6.4. Управління грошовими активами

Метою управління грошовими активами є забезпечення постійної платоспроможності підприємства. Об'єктами фінансового управління є грошові кошти (в касі, на банківських рахунках, у дорозі) та їх резерви у формі поточних фінансових інвестицій у грошові інструменти та цінні папери.

Основні комплекси фінансових завдань при управлінні грошовими активами та методичний інструментарій їх реалізацій в систематизованому вигляді представлені на рис. 6.10.

Як видно з наведеної схеми, важливим управлінським завданням є підтримка грошових коштів підприємства на мінімально потрібному рівні. Для цього можуть використовуватися всі можливі джерела поповнення грошових коштів: надходження виручки від реалізації продукції на умовах негайної оплати.



Рисунок 6.10 - Фінансові завдання при управлінні грошовими активами

Стягнення дебіторської заборгованості. Продаж резервних грошових активів у формі поточних фінансових інвестицій. Продаж матеріальних і нематеріальних активів підприємства (запасів, основних засобів, об'єктів незавершеного виробництва, патентів, ноу-хау тощо). Отримання банківських кредитів. Залучення інвестицій шляхом випуску акцій, облігацій, додаткових паїв тощо.

При чому перші чотири способи поповнення залишку грошових коштів є більш доцільними, оскільки не ведуть до збільшення валюти балансу. У цих випадках грошові кошти формуються шляхом реструктуризації активів підприємства. І, навпаки, два останні способи можуть використовуватися для підтримки поточної платоспроможності лише у крайніх випадках, оскільки вони призводять до відволікання залучених ресурсів від цільового використання.

Мінімальний залишок грошових коштів визначається, виходячи з планового обсягу платіжного обороту та швидкості обороту грошових коштів, що склалася на підприємстві з урахуванням

особливостей його діяльності.

Для визначення мінімального залишку грошових коштів найчастіше використовується формула:

$$\text{МЗГК} = \frac{\text{Плановий платіжний оборот}}{\text{Фактична оборотність грошових коштів}} \quad (6.3)$$

За наведеною формулою, є два основні шляхи зменшення мінімального залишку грошових коштів: по-перше, за рахунок оптимізації платіжного обороту; по-друге, шляхом прискорення оборотності грошових коштів.

Оптимізувати платіжний оборот підприємства можна шляхом коригування потоків платежів, запровадження режиму економії, зменшення потреби у фінансових ресурсах. До основних заходів нормалізації платіжного обороту слід віднести: виключення зайвих платежів за сировину, тепло-, водо- та енергоресурси за рахунок їх більш економного та раціонального використання; оптимізацію бази оподаткування прибутку; придбання необхідних підприємству основних засобів на правах оренди та лізингу; купівлю товарно-матеріальних цінностей на умовах відстрочки платежу; пролонгацію кредитів та перенесення строку окремих платежів за домовленістю з постачальниками тощо.

Водночас, зменшення платіжного обороту не повинно негативно впливати на фінансово-господарську діяльність та обмежувати її обсяги. Прискорити оборотність грошових коштів вдається за рахунок: зменшення тривалості операційного та фінансового циклів; своєчасної інкасації виручки; зменшення обсягів готівкових розрахунків; скорочення частки тих форм розрахунків з постачальниками, які потребують тимчасового резервування грошових коштів на банківських рахунках (акредитиви, чеки) і т. ін.

Завдання підвищення ефективності використання грошових коштів може бути досягнуте шляхом інвестування у високоліквідні фінансові інструменти (грошові та фондові). Водночас, підприємство може перейти до зберігання тимчасово вільних грошових коштів на комбінованих банківських рахунках.

Так, контокорентний рахунок дає можливість поєднати поточне зберігання грошових коштів підприємства з виплатою депозитного

відсотка. Його застосування є досить зручним і дає змогу не тільки забезпечити протинфляційний захист грошових активів, а й підвищити рентабельність їх використання.

Іншим аспектом підвищення ефективності використання грошових активів є мінімізація сукупних витрат на їх утримання і зворотну конвертацію короткострокових фінансових вкладень у готові засоби платежу.

Вирішується це завдання за допомогою знаходження оптимального розміру залишку грошових коштів. Для цього в міжнародній практиці фінансового менеджменту використовуються кількісні моделі Баумоля та Міллера-Орра.

Модель Баумоля аналогічна моделі управління запасами Уілсона і використовується у випадку, коли у зв'язку з невизначеністю майбутніх платежів важко розробити детальний план надходження і витрат грошових коштів. Згідно з цією моделлю поповнення грошових коштів за рахунок конвертації високоліквідних цінних паперів потрібно здійснювати в той момент, коли повністю використано запаси грошових коштів. При цьому мінімальний залишок грошових коштів вважається нульовим, а оптимальний залишок є одночасно максимальним і визначається за формулою:

$$OЗгк = \sqrt{\frac{2 \text{ ПОп} \cdot \text{Вк}}{\text{СП}}} \quad (6.4)$$

де ОЗгк — оптимальний залишок грошових коштів; ПОп — плановий платіжний оборот, або сумарні витрати грошових коштів у плановому періоді; Вк — середні витрати на конвертацію поточних фінансових інвестицій в розрахунку на одну операцію; СП — ставка відсотка за поточними фінансовими інвестиціями (виражена десятковим дробом).

Графічне зображення моделі Баумоля представлено на рис. 6.11.

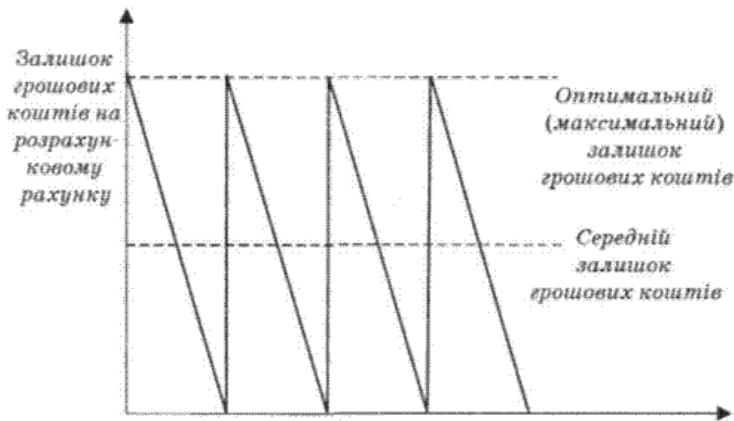


Рисунок 6.11- Модель Баумоля

Ставка відсотка в моделі Баумоля характеризує рівень можливих (альтернативних) витрат або недоотриманий дохід у зв'язку з конвертацією короткострокових фінансових вкладень у грошові кошти. Більш високе значення ставки відсотка передбачає необхідність зменшення оптимального залишку грошових коштів. Як правило, коли ставка відсотка висока, підприємства намагаються мати якомога менші залишки грошових коштів на своїх розрахункових рахунках. З іншого боку, якщо фірма має значний платіжний оборот, а витрати на конвертацію цінних паперів високі, доцільніше збільшувати середній залишок грошових коштів і здійснювати операції з конвертації рідше. Таким чином, як і у випадку з моделлю Уілсона, управління залишком грошових коштів з використанням моделі Баумоля дає змогу знайти таку оптимальну величину разової конвертації, за якої мінімізуються сукупні витрати: на здійснення конвертаційних операцій та можливі (альтернативні) витрати або недоотриманий дохід через вилучення інвестицій.

Модель Баумоля добре працює в умовах, коли підприємства повністю використовують свої запаси грошових коштів. Однак у реальному житті це відбувається не так часто. Як правило, процес руху грошових коштів має стохастичний характер. В одні періоди

підприємство може отримувати значні суми за оплаченими рахунками і, відповідно, має надлишок грошових коштів. В інші періоди, навпаки, потрібно розраховуватися з кредиторами і витратити значні суми грошових коштів.

Модель Міллера-Орра. Відповідь на питання, як управляти запасом грошових коштів, якщо не можна точно передбачити їх щоденне прибуття і вибуття, дає модель Міллера-Орра. На відміну від моделі Баумоля вона є більш складною і реалістичною. Графічне зображення цієї моделі представлено на рис. 6.12.

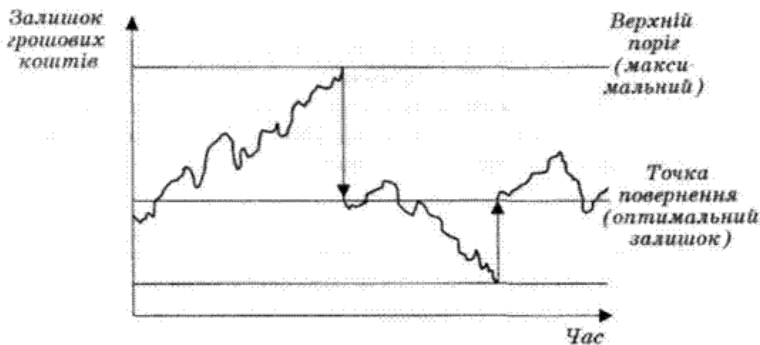


Рисунок 6.12 – Модель Міллера Орра

Відповідно до моделі Міллера-Орра необхідно визначити: нижній поріг або мінімальний залишок грошових коштів; точку повернення або оптимальний залишок грошових коштів; верхній поріг або максимальний залишок грошових коштів. Якщо в певний момент часу за рахунок значних поточних надходжень грошових коштів їх залишок досягає верхнього порогу, підприємство має одразу ж конвертувати частину грошових коштів у фінансові інструменти (депозити, цінні папери) і зменшити свій залишок грошових коштів до оптимального рівня (точка повернення). І, навпаки, коли у зв'язку зі значним відтоком грошових коштів їх залишок на розрахунковому рахунку досягає нижнього порогу, підприємству потрібно здійснити зворотну конвертацію фінансових інструментів у грошові кошти в такому обсязі, щоб повернутися до

оптимального рівня залишку грошових коштів (точка повернення). Таким чином, фінансовий менеджер спостерігає за вільним рухом грошових потоків і не втручається в цей процес доти, доки залишок грошових коштів не досягає небезпечного рівня (мінімального або максимального).

Алгоритм моделі Міллера-Орра такий:

Визначається нижній поріг залишку грошових коштів на рівні мінімальних виробничих потреб з урахуванням вимог обслуговуючого банку до мінімального залишку на поточних рахунках.

Оцінюється дисперсія грошових потоків на підставі аналізу їх щоденних коливань. Для цього можна фіксувати надходження і витрати грошових коштів протягом 100 днів, а потім розрахувати дисперсію на основі цієї вибірки зі 100 спостережень (при значних сезонних коливаннях грошових потоків використовуються більш складні методи оцінювання).

Оцінюється величина ставки процента та конвертаційні витрати на одну операцію.

Визначається відстань між верхнім та нижнім порогами залишку грошових коштів. Якщо щоденні коливання грошових потоків значні або якщо витрати на конвертацію цінних паперів у грошові кошти є великими, тоді доцільно розташувати контрольні пороги (верхній та нижній) далеко один від одного. І, навпаки, якщо висока ставка процента, розрив між верхнім і нижнім порогами повинен бути незначним.

Для визначення розміру цього розриву застосовується формула:

$$P = 3 \sqrt[3]{\frac{3V_k \cdot D}{4SP_d}}, \quad (6.5)$$

де P — розрив між верхнім і нижнім порогами залишку грошових коштів; V_k — витрати на конвертацію на одну партію (операційні витрати); D — дисперсія грошових потоків (квадрат максимального відхилення щоденного грошового потоку); SP_d — ставка процента з розрахунку на один день (виражена десятковим дробом).

Визначається верхній поріг залишку грошових коштів за формулою:

$$Вп = Нп + Р \quad (6.6)$$

де Яп — нижній поріг залишку грошових коштів; Р — розрив між верхнім і нижнім порогами залишку грошових коштів.

Визначається точка повернення Тп (оптимальний залишок грошових коштів) за формулою:

$$Тп = Нп + Р/3 \quad (6.7)$$

Як показує світовий досвід, для великих фірм обсяг операційних витрат на конвертацію не такий важливий, як можливі (альтернативні) витрати на зберігання вільного залишку грошових коштів. Так, якщо фірмі надійшло на рахунок 5 млн. грн., а ставка процента дорівнює 15 % річних, або приблизно 0,041 % удень, то величина отриманих в день процентів з усієї суми становитиме 2050 грн. Навіть якщо операційні витрати з конвертації високі і становлять 200 грн. на операцію, фірма краще заплатить їх, щоб купити високоліквідні державні цінні папери сьогодні та продати завтра, ніж тримати 5 млн. грн. у вигляді вільних грошей. Звичайно, така тактика доцільна лише в умовах стабільного і ліквідного ринку цінних паперів. Якщо у підприємства виникає потреба у грошових коштах у короткостроковому періоді, а конвертувати фінансові інструменти важко або дорого, можна взяти короткостроковий банківський кредит. Але при цьому потрібно враховувати, що ставка банківського відсотка буде вищою, ніж той процент, який можна отримати за цінними паперами.

Фінансові менеджери фірми завжди стоять перед дилемою. Адже для того, щоб збільшити рентабельність використання грошових активів, потрібно підтримувати залишок грошових коштів на мінімальному рівні і збільшувати обсяг поточних фінансових інвестицій. Але при цьому збільшується імовірність потреби в короткострокових банківських кредитах для здійснення непередбачених платежів.

Західні економісти рекомендують просте правило для максимізації віддачі від використання грошових коштів, згідно з яким

регулювати залишок грошових коштів потрібно доти, доки імовірність виникнення потреби у позиції не стає для підприємства критичною (Рк):

$$\text{Рк} = \frac{\text{Витрати за залишками грошових коштів}}{\text{Фінансові витрати за залученням кредиту}} \quad (6.8)$$

Витрати за залишками грошових коштів — це ті проценти, що втрачаються у випадку, якщо не інвестувати вільні грошові кошти у цінні папери.

Так, якщо очікувана ставка доходу за цінними паперами становить 18%, а короткостроковий кредит у банку можна взяти під 22 %, то зменшувати залишок грошових коштів шляхом купівлі цінних паперів доцільно доти, доки імовірність виникнення потреби у короткостроковому кредиті не досягає значення 0,82 (18 : 22).

Тобто, якщо короткострокові кредити набагато дорожчі порівняно з очікуваною дохідністю цінних паперів, фінансовий менеджер повинен бути впевненим, що потреба у додатковій позиції не виникне.

Відчуваючи впевненість у майбутніх грошових потоках, можна тримати менший залишок грошових коштів на поточних рахунках. І, навпаки, якщо існує значна невизначеність обсягу майбутніх грошових потоків, доцільно тримати великий залишок грошових коштів, щоб бути впевненим, що банківська позика не знадобиться.

6.5. Управління дебіторською заборгованістю

В умовах кризи неплатежів особливо зростає роль ефективного управління дебіторською заборгованістю, своєчасного її повернення та попередження безнадійних боргів. При цьому слід пам'ятати, що політика управління дебіторською заборгованістю є одночасно складовою не лише фінансової, а й маркетингової стратегії підприємства. Адже шляхом пом'якшення умов розрахунків з покупцями продукції можна розширити обсяги її реалізації і тим самим збільшити доходи і прибутки від основної діяльності. У процесі здійснення різноманітних виробничих та комерційних операцій у підприємства може виникати дебіторська заборгованість за розрахунками з покупцями продукції, персоналом, власниками,

бюджетом та позабюджетними фондами тощо. Але господарська практика свідчить, що на розрахунки з покупцями за відвантажену продукцію (виконані роботи і послуги) припадає більш як 80 % загального обсягу дебіторської заборгованості підприємств, що робить її основним об'єктом фінансового управління.

Основна мета управління дебіторською заборгованістю полягає в мінімізації її обсягу та строків інкасації боргу. В процесі управління вирішуються такі завдання: визначення обсягу інвестицій у дебіторську заборгованість за комерційним і споживчим кредитом; формування принципів та умов кредитної політики щодо покупців продукції; визначення кола потенційних дебіторів; забезпечення інкасації дебіторської заборгованості; прискорення платежів за допомогою сучасних форм рефінансування дебіторської заборгованості.

Іноді помилково вважають, що завдання управління дебіторською заборгованістю зводиться лише до збалансування її обсягів з кредиторською заборгованістю підприємства. Насправді, зовсім недостатньо, щоб сума дебіторської заборгованості не перевищувала суму кредиторської заборгованості. Адже підприємство зобов'язано розрахуватися за своїми боргами перед кредиторами незалежно від того, отримує воно борги від своїх дебіторів чи ні. Більш принципове значення, з погляду фінансового менеджменту, має забезпечення доброякісної дебіторської заборгованості та прискорення її оборотності.

Обґрунтовуючи доцільність надання відстрочок платежу покупцям продукції, необхідно оцінити, яким чином збільшення інвестицій у дебіторську заборгованість вплине: на загальний рівень дебіторської заборгованості підприємства (її частку в сукупних оборотних активах); коефіцієнт простроченої дебіторської заборгованості (її частку в загальній дебіторській заборгованості); середній період інкасації та кількість оборотів дебіторської заборгованості; обсяг додаткових доходів, поточних витрат і прямих фінансових втрат.

У процесі прийняття рішень щодо надання комерційного кредиту покупцям продукції необхідно зважити всі плюси і мінуси такої тактики та визначити загальний ефект від інвестування коштів у дебіторську заборгованість.

До переваг широкого застосування кредитної політики у відношеннях з покупцями продукції слід віднести збільшення реалізації продукції та збільшення доходів і прибутку підприємства в умовах високої ринкової конкуренції.

Недоліками кредитної політики є: можливе виникнення безнадійної дебіторської заборгованості; додаткові фінансові витрати у випадку залучення короткострокових банківських кредитів для компенсації дебіторської заборгованості; можливі (альтернативні) витрати у зв'язку з відволіканням грошових коштів з обороту. Загальний ефект від інвестування грошових коштів у дебіторську заборгованість можна визначити за формулою

$$\text{Едз} = \text{Пдз} - \text{Вдз} - \text{Фдз} \quad (6.9)$$

де Едз — сума ефекту від інвестування коштів у дебіторську заборгованість; Пдз — додатковий прибуток підприємства, отриманий за рахунок надання відстрочок платежів; Вдз — дійсні і можливі витрати, пов'язані з кредитуванням покупців; Фдз — прямі фінансові втрати внаслідок неповернення боргу.

Для отримання більш достовірних результатів рішення про надання комерційного кредиту має базуватися на оцінювання імовірності повернення боргів кожним конкретним дебітором. Якщо імовірність того, що покупець розрахується, становить P , то імовірність неповернення боргів визначається як $(1 - P)$.

Виконання зобов'язань дебітором означає, що в результаті цього підприємство-продавець отримає додаткову виручку (реалізаційний дохід) і за рахунок нього компенсує додаткові поточні витрати, пов'язані з проведенням кредитної політики. Чистий дохід в цьому випадку дорівнює приведений (теперішній) вартості від величини перевищення доходів над витратами. У випадку, якщо дебітор не розрахується за боргами, підприємство-продавець буде мати збиток в обсязі понесених витрат, який також приводиться до теперішньої вартості. Для визначення загального ефекту рішення про надання відстрочки платежу сумуються результати за двома альтернативами з урахуванням імовірності їх настання.

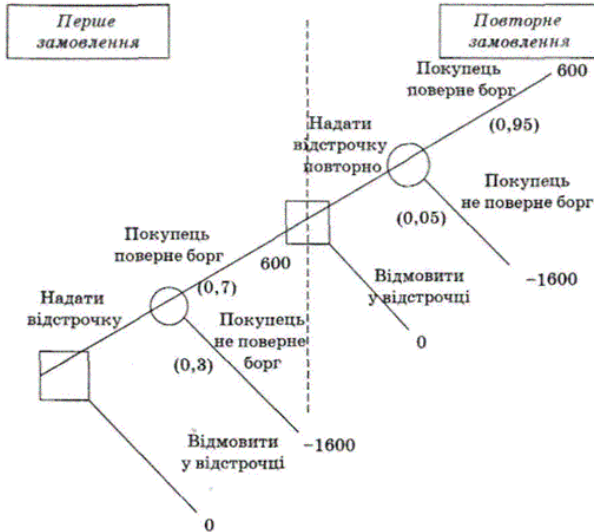


Рисунок 6.13 - Загальний ефект рішення про надання відстрочки платежу

Аналіз отриманих результатів дає змогу зробити висновок, що якщо немає ніякої імовірності повторного замовлення, краще відмовити покупцю у комерційному кредиті і тим самим уникнути збитку (60 грн., якщо покупець розрахується, і 1600 грн. — якщо продавець не розрахується).

Але у випадку, коли існує висока імовірність, що покупець розрахується за перше замовлення і в майбутньому стане постійним клієнтом підприємства, доцільно пом'якшити умови розрахунків. У цьому випадку збитки від перших операцій перекриваються прибутком від наступних замовлень.

Залежно від рівня дохідності та ризику можуть застосовуватися різні стратегії кредитної політики: консервативна, поміркована та агресивна.

Вибір конкретного типу кредитної політики має здійснюватися з урахуванням: платоспроможності покупців; кон'юнктури на ринку готової продукції; потенційних можливостей нарощення обсягів виробництва при розширенні обсягів її реалізації за рахунок надання

відстрочок платежів; правових засад стягнення дебіторської заборгованості; фінансових можливостей інвестування коштів у дебіторську заборгованість з відповідним вилученням їх з обороту; допустимого рівня ризику.

Важливим моментом в управлінні дебіторською заборгованістю є підвищення її якості. Досягти цієї мети управління можна шляхом: всебічного оцінювання фінансового стану потенційних кредиторів, їх платоспроможності, репутації, терміну існування, кон'юнктурної стадії в галузі, де партнери здійснюють свою діяльність; диверсифікації клієнтури; визначення максимальної суми боргу в цілому та на одного клієнта (лімітування дебіторської заборгованості); використання різних форм забезпечення повернення боргу (застава, страхування, гарантії банків або третіх осіб, оформлення забезпеченням векселем тощо); підвищення дієвості штрафних санкцій щодо боржників.

Для визначення складу платоспроможних дебіторів доцільно здійснювати періодичні обстеження. У процесі управління дебіторською заборгованістю з метою прискорення розрахунків доцільно використовувати сучасні форми її рефінансування. Під рефінансуванням розуміють переведення дебіторської заборгованості в інші форми оборотних активів підприємства (грошові кошти або високоліквідні цінні папери) з метою прискорення розрахунків. До основних форм рефінансування дебіторської заборгованості можна віднести: спонтанне фінансування, факторинг, облік векселів або їх продаж на фондовому ринку, форфейтинг. Незалежно від виду операції рефінансування її використання базується на єдиних принципах: загальні витрати на рефінансування не повинні перевищувати очікуваний прибуток від використання вивільнених коштів у господарському обороті; витрати на рефінансування не повинні перевищувати вартості короткострокових кредитів для підтримки платоспроможності підприємства до інкасації дебіторської заборгованості; витрати, на рефінансування не повинні перевищувати інфляційні втрати у випадку затримки платежів. Запис "8/10, ЕОМ, нетто 60" (або "8/10, ЕОМ, чисті 60") означає, що покупець може отримати 8-відсоткову знижку з ціни продукції, якщо оплатить рахунки протягом 10 днів після закінчення місяця (ЕОМ — end of month). У випадку відмови від знижки він повинен здійснити

повну оплату протягом 60 днів з моменту виписки рахунків. Поширеною схемою надання комерційного кредиту є кредитні умови "10/1, нетто 30", тобто 10-відсоткову знижку з ціни продавець може отримати, якщо негайно розрахується за продукцію при максимальній відстрочці платежу один місяць.

6.6. Особливості управління необоротними активами

Низька мобільність коштів, вкладених у необоротні активи (основні засоби, нематеріальні активи, довгострокові фінансові інвестиції), не означає відмови від комплексу управлінських завдань.

Основна мета управління необоротними активами полягає у забезпеченні їх своєчасного оновлення та ефективного використання. У процесі управління необоротними активами вирішуються такі завдання: визначення можливих форм оновлення основних виробничих засобів на простій і розширеній основі; визначення потреби в нарощуванні необоротних активів для розширення обсягів діяльності; визначення можливих способів розширення основних виробничих засобів (будівництво, створення, купівля, оренда, лізинг); забезпечення ефективного використання раніше сформованих та нововведених основних засобів та нематеріальних активів; формування необхідних фінансових ресурсів для відтворення необоротних активів та оптимізація їх структури.

Організаційними формами оновлення виробничих засобів на простій основі є: поточний ремонт — часткове оновлення основних засобів (фінансується за рахунок витрат виробництва); капітальний ремонт — значне відновлення основних засобів і часткова заміна їх окремих видів (фінансується за рахунок частини накопичених амортизаційних відрахувань і списується на витрати підприємства); придбання нових видів необоротних активів — заміна зношених основних засобів у межах нагромаджених амортизаційних відрахувань.

При розширеному відтворенні формування (будівництво, створення, придбання) нових видів необоротних активів здійснюється із залученням додаткових фінансових ресурсів (зверх накопиченої амортизації): прибутку, довгострокових позик, випуску цінних паперів.

Для визначення потреби у прирості необоротних активів у випадку їх розширеного відтворення аналізуються: необхідні додаткові

площі та потужності для збільшення обсягів діяльності (якщо не можна підвищити коефіцієнт змінності використання наявних виробничих засобів); залишок необоротних активів на початок планового періоду; планове вибуття необоротних активів у зв'язку з їх фізичним та моральним зносом.

При цьому необхідно володіти в достатньому обсязі інформацією про ціну ресурсів та облікові оцінки виробничих засобів, оскільки в практиці фінансового менеджменту приріст необоротних активів завжди визначається лише у вартісних показниках (для планування потреби у фінансових ресурсах).

Важливим джерелом простого і розширеного відтворення є амортизація основних засобів та нематеріальних активів. Її формування пов'язано із основними стадіями кругообігу необоротних активів (рис. 6.14).



Рисунок 6.14 – Основні стадії кругообігу необоротних активів

Залежно від прийнятої на підприємстві облікової політики можуть використовуватися різні методи нарахування амортизації основних засобів.

Метод суми одиниць продукції передбачає, що початкова вартість основного засобу знецінюється з кожною виготовленою за його допомогою одиницею продукції.

Цим методом доцільно користуватися у випадку, коли: строк корисної служби основних засобів безпосередньо визначається кількістю випущеної продукції; обсяг випуску продукції надійно визначається (поштучно); моральний знос основних засобів незначний.

Метод прямолінійного списання застосовується у тому випадку, коли знецінення основних засобів найбільшою мірою залежить від строку, протягом якого вони використовуються (будівлі та споруди, офісні меблі, устаткування).

Метод зменшеного залишку (прискореної амортизації) використовується для тих основних засобів, які мають максимальну віддачу на початку строку експлуатації. Це означає, що вартість активів зменшується набагато швидше під впливом морального зносу, ніж у процесі їх фізичного старіння. На користь цього методу свідчить і той факт, що в перші роки служби основні засоби можуть приносити більше доходу у зв'язку з меншими затратами на технічне обслуговування і ремонт. Ліквідаційна вартість при методі зменшеного залишку не враховується.

Проведення на підприємстві прискореної амортизаційної політики є важливим стимулом для розвитку науково-технічного прогресу та активного запровадження інновацій у виробничий процес. У результаті прискореної амортизації скорочується строк окупності обладнання, прискорюється вибуття старих основних засобів, інтенсивніше відбувається процес накопичення амортизації, що дає змогу вчасно купити нове обладнання й уникнути морального зносу технічних засобів.

Обґрунтовуючи доцільність використання окремих методів нарахування амортизації, фінансовий менеджер повинен намагатися максимізувати не лише обсяг накопиченої амортизації, а й забезпечити якомога більше значення чистого грошового потоку, що залишається у розпорядженні підприємства (сума чистого прибутку від основної діяльності та амортизаційних відрахувань у поточному періоді).

Постійний фінансовий моніторинг за ефективністю використання основних засобів необхідно здійснювати за допомогою таких аналітичних показників, як фондовіддача, фондорентабельність,

відносна економія основних засобів у результаті підвищення фондовіддачі, приріст продукції за рахунок підвищення фондовіддачі і т. ін.

Водночас, фінансовий менеджер має забезпечувати ефективне формування грошових потоків, пов'язаних із придбанням та орендою (лізингом) основних засобів.

Під час оцінювання грошових потоків, пов'язаних із різними способами формування необоротних активів, перевагу надають тому варіанту, який забезпечує мінімальний потік платежів у періоді, що дорівнює строку оренди. Порівнюючи окремі грошові потоки (придбання обладнання на умовах лізингу, за рахунок банківського кредиту, за рахунок власних фінансових ресурсів) керуються такими правилами:

порівняння грошових потоків здійснюється шляхом їх приведення до теперішньої вартості; ставка дисконту береться однаковою для всіх альтернативних варіантів; для більш об'єктивного оцінювання альтернативних грошових потоків враховується можливість отримання податкової економії (при лізингу — за рахунок віднесення на собівартість продукції лізингових платежів, при купівлі за рахунок кредиту — за рахунок процентів за кредит та амортизаційних відрахувань).

Тема 7. ВАРТІСТЬ І ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ

7.1. Економічна сутність капіталу

Під капіталом розуміють матеріальні засоби і грошові кошти, вкладені в підприємство з метою здійснення підприємницької діяльності. Глибше зрозуміти сутність капіталу можна розглянувши його класифікації в економічній літературі. Залежно від того, кому належать вкладені в господарську діяльність матеріальні засоби і грошові кошти, капітал поділяють на власний і позиковий.

Під власним капіталом розуміють грошові кошти і матеріальні засоби, які самостійно формуються підприємством для забезпечення свого розвитку. До позикового капіталу відносять грошові кошти та інше майно, що залучається для фінансування розвитку підприємства

із зовнішніх джерел на платній поворотній основі.

Склад капіталу залежно від відображення джерел його формування у пасиві балансу проілюстровано на рис 7.1.

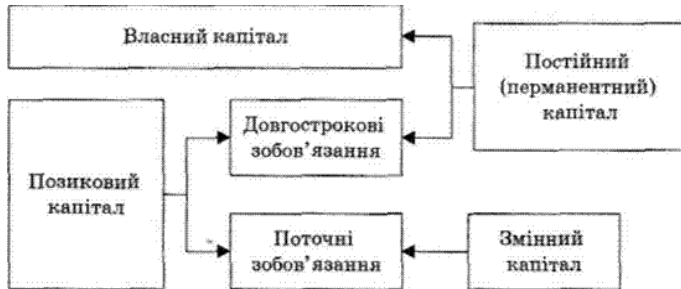


Рисунок 7.1 – Склад капіталу

Головною ознакою групування статей активу балансу є ступінь їх ліквідності.

Залежно від напряму розміщення фінансових ресурсів у активи підприємства капітал класифікується на основний і оборотний.

Схематично склад капіталу залежно від напрямів його розміщення проілюстровано на рис. 7.2.

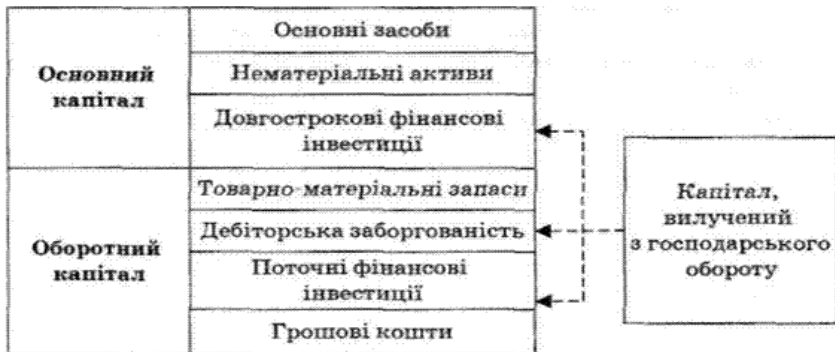


Рисунок 7.2 - Склад капіталу залежно від напрямів його розміщення

Вкладення частини капіталу в зовнішні фінансові інструменти свідчить, що в попередні періоди у підприємства були вільні грошові кошти. Водночас, капітал, інвестований за межами підприємства, можна розглядати як резерв мобілізації в господарський оборот додаткових грошових коштів у випадку, коли збільшуються його власні інвестиційні потреби або погіршується поточна платоспроможність.

Оборотний капітал може перебувати у сфері виробництва (запаси, незавершене виробництво, витрати майбутніх періодів) і у сфері обігу (готова продукція на складах та продукція, відвантажена покупцям, дебіторська заборгованість, грошові кошти, поточні фінансові інвестиції, товари для торгівлі і т. ін.). Оборотно́й капітал може функціонувати в грошовій і матеріальній формах.

Нестача власного оборотного капіталу призводить до підвищення фінансової залежності і свідчить про нестійке фінансове становище підприємства.

Водночас, фінансового менеджера цікавить не лише обсяг власного оборотного капіталу, але і його частка в загальній сумі власного капіталу (або коефіцієнт маневреності капіталу). Коефіцієнт маневреності капіталу показує, яка частина власного капіталу підприємства перебуває в обороті, тобто в такій формі, яка дає змогу вільно маневрувати інвестованими коштами. Цей коефіцієнт має бути досить високим, щоб забезпечити достатню гнучкість і мобільність у використанні власного капіталу підприємства.

Таким чином, ефективність використання капіталу підприємства одночасно залежить від двох груп чинників: по-перше, від того, наскільки оптимально поєднується власний і позиковий капітал, довгострокові (постійні) і короткострокові (змінні) джерела фінансування інвестиційних потреб підприємства; по-друге, від того, який загальний обсяг вкладень у основні й оборотні засоби, скільки їх перебуває у сфері виробництва і сфері обігу, в грошовій і матеріальній формах та наскільки оптимальне їх співвідношення.

Все це зумовлює необхідність розробки виваженої політики формування капіталу та її погодження з політикою формування активів підприємства.

Визначення загальної потреби у капіталі може здійснюватися прямим і непрямим методами. Прямий метод базується на детальному плануванні інвестиційних потреб підприємства за його окремими активами: основних засобів, нематеріальних активів, товарно-матеріальних запасів, грошових коштів (на стадії створення підприємства практично повністю відсутні дебіторська заборгованість, довгострокові й поточні фінансові інвестиції).

Цей метод може застосовуватися як при визначенні загальної потреби у капіталі для створення нового підприємства, так і у випадку обґрунтування необхідного додаткового капіталу для розширення виробничої діяльності діючого підприємства, здійснення модернізації та диверсифікації.

Для підприємства однаково небезпечним є несформованість капіталу та його надмірний обсяг. Так, якщо створені виробничі потужності підприємства використовуються не на повну силу внаслідок відсутності сировини, або навпаки, коли накопичені надмірні виробничі запаси, які не можуть швидко перероблятися на наявних виробничих потужностях, відбувається заморожений інвестованого капіталу, уповільнюється його оборотність і, як результат, погіршується фінансовий стан підприємства та зростає ризик упущеної вигоди.

Визначаючи загальні потреби у капіталі для створення нового підприємства потрібно зважати на такі обмеження: сформованого капіталу має вистачати на покриття всіх витрат у ході реалізації інвестиційного проекту (доінвестиційні дослідження, придбання майнових прав, проектно-конструкторські роботи, будівництво адміністративних і виробничих приміщень, маркетинг, навчання персоналу, купівля і монтаж обладнання, створення оборотних коштів тощо); при формуванні стартового капіталу необхідно виходити з мінімальної потреби в активах, для того щоб розпочати господарську діяльність підприємства (недоцільно створювати значні резерви запасів та готівки, до того ж зменшити потребу в фінансових ресурсах на початкових етапах можна шляхом оренди основних засобів і за рахунок паралельного протікання процесів інвестування та отримання прибутку); сформований капітал не повинен бути меншим за мінімально допустимий обсяг статутного капіталу для окремих типів підприємств (так, мінімальний обсяг

статутного фонду для акціонерних товариств становить 1250 мінімальних заробітних плат, а для товариств з обмеженою відповідальністю — 625 мінімальних заробітних плат).

Непрямий (опосередкований) метод розрахунку загальної потреби в капіталі є менш трудомістким і базується на використанні відносного показника — капіталомісткості продукції (середній розмір інвестованого капіталу в розрахунку на одиницю виготовленої продукції). Цей показник суттєво відрізняється за галузями народного господарства і дає інвестору уявлення про рівень фондомісткості та матеріаломісткості. Водночас, рівень капіталомісткості продукції залежить не лише від конкретної галузі, а й від масштабів діяльності підприємства, стадії його життєвого циклу, рівня технологічного оснащення виробництва та ступеня зносу виробничих засобів. Користуватися непрямим методом доцільно на попередніх стадіях розробки інвестиційного проекту, оскільки він дає лише приблизне уявлення про необхідний розмір початкових інвестицій. Для остаточного розрахунку потреби у джерелах фінансування застосовується прямий метод.

Для визначення потреби в капіталі непрямим методом необхідно капіталомісткість продукції (на аналогічному виробництві або в середньому по галузі) помножити на плановий обсяг виробництва. Крім того, необхідно враховувати передстартові витрати і передбачити резерв капіталу на випадок, якщо подорожчають будівельно-монтажні роботи, будівельні матеріали, сировина тощо (як правило, не менше 10 % від загальних витрат на будівництво й експлуатацію інвестиційного об'єкта).

7.2. Особливості формування власного капіталу

Власний капітал — це вартість засобів, які належать власникам підприємства. Власний капітал можна також трактувати як залишок в активах після вирахування зобов'язань підприємства. Таке визначення впливає зі скороченого запису балансу підприємства:

$$\text{Власний капітал} = \text{Активи} - \text{Зобов'язання}$$

$$\text{Активи} = \text{Власний капітал} + \text{Зобов'язання}$$

Зміна обсягу власного капіталу є показником ефективності як виробничої, так і фінансової та інвестиційної діяльності. Більш повно значення власного капіталу розкривають функції, які він виконує в процесі кругообігу коштів (рис. 7.3)



Рисунок 7.4 – Функції власного капіталу

Значення власного капіталу полягає в тому, що він є гарантією фінансової незалежності підприємства і базою для формування його активів. У ході підприємницької діяльності власний капітал або

нарощується, або "проїдається". Лише за умови збереження власного капіталу підприємство зможе нарощувати прибутки, залучати кошти інвесторів, виходити на ринок позикового капіталу. Вартість власного капіталу визначається відповідно до прийнятих умов оцінювання активів у бухгалтерському обліку, а тому не збігається за ринковою ціною акцій і майна підприємства в цілому. Незважаючи на це, динаміка цього показника у фінансовій звітності є однією з найсуттєвіших характеристик перспектив розвитку підприємства. Склад власного капіталу та характеристику його елементів представлено на рис. 7.5.



Рисунок 7.5 – Склад власного капіталу

Як видно з представленої схеми, власний капітал утворюється за рахунок внесків власників, які зафіксовані в установчих документах, та шляхом накопичення доходів в ході виробничо-господарської діяльності. Частка безоплатно переданих цінностей складає незначну величину або зовсім відсутня.

Більш детальна інформація про всі зміни у складі власного капіталу протягом звітного року наводиться у річній формі № 4 "Звіт

про власний капітал".

Згідно з даними цього звіту власники, інвестори й інші зацікавлені особи отримують інформацію про наявність власного капіталу, збільшення (зменшення) його обсягів у результаті переоцінки, чистого прибутку (збитку), внесків власників, вилучення капіталу. Визначається політика використання прибутку: на виплату дивідендів, поповнення статутного капіталу, відрахування до резервного капіталу. Додатково в примітках до фінансових звітів підприємства наводиться інформація про загальну кількість і номінальну вартість акцій, на які передбачається провести передплату, загальну суму коштів, одержаних від передплати на акції, акції у складі статутного капіталу за окремими типами і категоріями тощо. За рівнем відповідальності власний капітал поділяється так: статутний капітал (zareєстрований у державному реєстрі); додатковий капітал (додатково вкладений капітал, дарчий капітал, резервний та нерозподілений прибуток).

Статутний капітал відіграє основну роль у функціонуванні підприємства. По-перше, це стартовий капітал, необхідний для виробничої діяльності й отримання прибутку. По-друге, його обсяг не може бути меншим за встановлену законодавством суму (1250 мінімальних заробітних плат для акціонерних товариств, 625 мінімальних заробітних плат для товариств з обмеженою відповідальністю). По-третє, статутний капітал регулює відносини власності, розподілу дивідендів і управління підприємством.

У процесі господарської діяльності власники мають право змінювати розмір статутного капіталу, керуючись економічною доцільністю. Можливі методи зміни обсягів статутного капіталу наведено на рис. 7.6.

Однак будь-які зміни, не zareєстровані у встановленому порядку, є порушенням і тягнуть за собою покарання у вигляді адміністративних штрафів за порушення обліку і звітності, може бути анульована державна реєстрація підприємства, а воно ліквідоване. Таким чином, при зміні статутного капіталу потрібно внести зміни в установчі документи і реєстраційну карту.

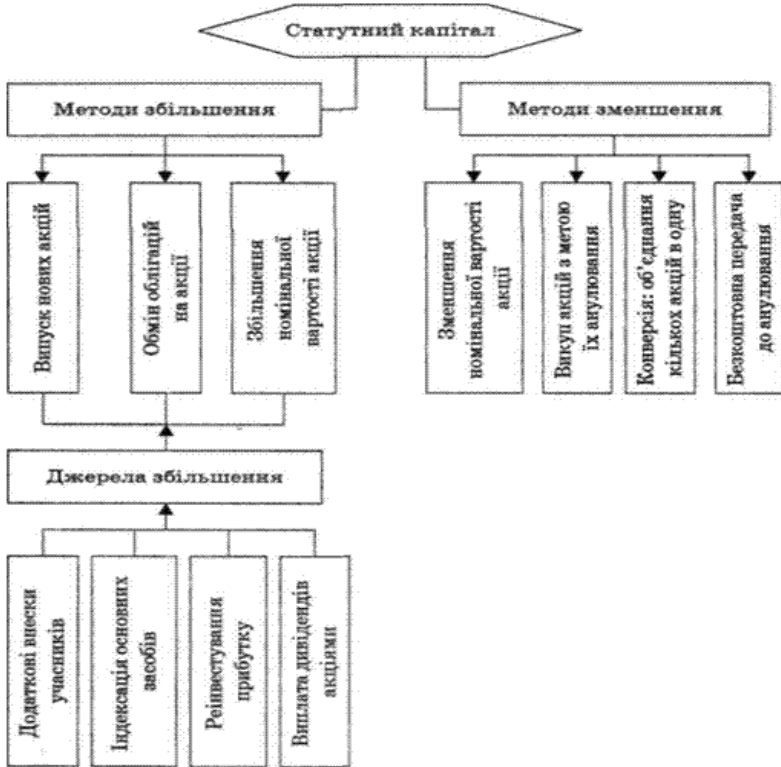


Рисунок 7.6 – Методи зміни обсягів статутного капіталу

При всіх видах змін розмірів статутного капіталу постає питання про порядок розподілу за внесками і частками сум, на які пройшли зміни, якщо це не пов'язано з рішенням за окремими учасниками. Так, у випадку збільшення розміру статутного капіталу за рахунок коштів конкретних інвесторів їх частка відображається або збільшується пропорційно розміру внеску. Якщо статутний капітал збільшився в результаті дооцінки майна, сума приросту розподіляється між учасниками пропорційно їх частці в статутному капіталі на момент проведення переоформлення.

Основними напрямками використання додаткового капіталу можуть бути: передача дочірнім підприємствам, покриття витрат на

випуск акцій чи облігацій, взяття суми зносу на облік підприємства при безоплатному одержанні основних засобів, списання суми уцінки товарно-матеріальних цінностей, здійснення капітальних вкладень, нематеріальних активів та інші напрямки.

З перелічених напрямків використання додаткового капіталу можна визначити його основні функції: фінансування витрат на залучення додаткових коштів (випуск акцій чи облігацій для фінансування своєї діяльності); фінансування придбання нематеріальних активів та основних засобів; покриття сум уцінки активів та сум зносу засобів, які підприємство отримало безоплатно.

Особливості формування власного капіталу та відображення відповідних операцій у формах фінансової звітності розкриваються в наведених нижче прикладах.

Операційна, інвестиційна та фінансова діяльність підприємства впливає на обсяги та структуру власного капіталу. За результатами всіх фінансових операцій, які були здійснені протягом звітного періоду, складається баланс на відповідну дату. При цьому фінансовий менеджер визначає обсяги і структуру власного капіталу в балансі не тільки за фактом проведених трансакцій, а й за прогнозними даними розвитку підприємства. В останньому випадку баланс підприємства набуває форми планового документа.

7.3. Особливості формування позикового капіталу

Ефективна фінансова діяльність підприємства неможлива без постійного залучення позикових коштів. Їх використання в обороті підприємства зумовлене, з одного боку, об'єктивною необхідністю, а саме: невідповідністю у часі між надходженнями коштів та витратами, сезонністю виробництва, впровадженням інвестиційних проектів, які потребують значних обсягів вкладень на декілька років. З другого боку, за допомогою позикових коштів забезпечується розширення виробничо-господарської діяльності, оновлення технічної бази, використання ефекту фінансового лівериджу і та ін.

Позиковий капітал формує зобов'язання підприємства. Згідно з МСБО, зобов'язання — це заборгованість підприємства, що виникла внаслідок минулих подій і погашення якої, як очікується, призведе до зменшення ресурсів підприємства, що втілюють у собі

економічні вигоди.

На рис. 7.7 наведений склад зобов'язань та характеристика їх елементів.



Рисунок 7.7 – Склад зобов'язань

Довгострокові кредити банків відображаються у балансі за теперішньою вартістю. При цьому для розрахунків використовується формула теперішньої вартості анuitету.

Залишок непогашеного кредиту на кінець року — це є теперішня вартість довгострокової заборгованості» яка відображається в балансі. Деякі невідповідності зумовлені округленням результатів розрахунків.

Довгострокові фінансові зобов'язання включають заборгованість підприємства за випущеними довгостроковими облігаційними позиками. Випуск облігацій може здійснюватись за номінальною вартістю і за вартістю з дисконтом. У зв'язку з цим такі випуски по-різному відображаються у балансі підприємства. Якщо довгострокові облігації викуплені зі знижкою (дисконтом), є два

варіанти відображення зобов'язань у балансі. В першому варіанті балансова вартість облігацій визначається як різниця між номінальною вартістю та сумою неамортизованої знижки. У другому варіанті балансова вартість облігацій визначається дисконтуванням вартості фінансового зобов'язання за облігаціями.

До складу довгострокових зобов'язань підприємства відносять також зобов'язання за фінансовою орендою (лізингом). Лізинг можна розглядати як складну торговельно-фінансово-кредитну операцію, яка виступає формою оренди машин і обладнання, способом фінансування інвестицій і кредитування підприємств, а також способом активізації збутової діяльності. Лізинг можна трактувати як кредит, що надається в товарній формі.

Фінансовий лізинг — це договір лізингу, в результаті укладання якого майно, що амортизувалося не менше ніж на 60 %, переходить у власність лізингоодержувача або викуповується ним за залишковою вартістю.

Переваги фінансового лізингу як форми кредитування визначаються тим, що він дає змогу лізингоодержувачу користуватися майном, не відволікаючи значних сум з обороту, відносити лізингові платежі на собівартість продукції, знижувати прибуток, що оподатковується. Крім того, у підприємств розширюються можливості технічного переоснащення виробництва, особливо в умовах, коли отримати довгострокову позику надзвичайно складно.

Сума плати за лізинг покриває повні витрати лізингодавця та забезпечує йому прибуток у формі комісійних. Вона може включати відшкодування вартості об'єкта лізингу, відсотки за кредит, комісійні лізингодавцю та інші платежі, якщо вони були передбачені угодою. Актуальним є питання про розмежування понять фінансової оренди і фінансового лізингу. Об'єктом лізингу може бути тільки власне майно лізингодавця, яке було придбане ним саме з метою надання іншим особам у лізинг. Лізинг суттєво відрізняється від оренди.

Так, лізингоотримувач виконує обов'язки покупця, пов'язані з правом власності — страхування майна, ремонт, технічне обслуговування, хоча власником майна залишається лізингодавець. Враховуючи те, що існує певна невідповідність між основними положеннями Закону України "Про лізинг" і Законами України "Про оподаткування прибутку підприємств" та "Про податок на додану

вартість", розроблено новий законопроект "Про внесення змін в Закон України "Про лізинг".

У практичній діяльності при нарахуванні податків необхідно використовувати податкову трактовку оренди, а при відображенні лізингових (орендних) операцій в бухгалтерському обліку і фінансовій звітності необхідно дотримуватись вимог ПБО № 14 "Оренда". Фінансова оренда — це оренда, яка передбачає передачу орендарю всіх ризиків і вигід, пов'язаних з правом володіння і користування активом.

У разі фінансової оренди орендований актив відображається у балансі орендаря як актив та зобов'язання за справедливою вартістю орендованого майна на початку строку оренди, або за теперішньою вартістю загальної суми мінімальних орендних платежів, якщо вона менша за його справедливу вартість.

Класичним прикладом фінансової оренди є операція, згідно з якою орендодавець купує об'єкт оренди на замовлення орендаря і передає йому цей об'єкт за ціною придбання. В цьому випадку вартість придбання об'єкта оренди не враховується у складі валових витрат орендодавця і він не має право на податковий кредит з ПДВ при купівлі об'єкта оренди. У свою чергу, орендодавець не нараховує ПДВ при передачі об'єкта в оренду, при отриманні лізингових платежів і при передачі об'єкта оренди у власність орендаря. До складу валового доходу орендодавця включається тільки сума отриманої винагороди (відсотки). Ця сама сума входить до складу валових витрат орендаря.

Серед короткострокових джерел фінансування діяльності підприємства найбільшу частку займає комерційний кредит. Інструментом комерційного кредиту є вексель, який визначає фінансові зобов'язання позичальника стосовно кредитора. Особливістю комерційного кредиту є те, що його суб'єктами виступають підприємства, він надається в товарній формі, середня вартість комерційного кредиту нижча за середню вартість банківського кредиту. Окрім того, до переваг комерційного кредиту відносять оперативність надання, технічну нескладність оформлення угоди, можливість маневрувати оборотним капіталом. Разом із тим, необхідно враховувати, що комерційний кредит має обмежені можливості у часі та розмірах. Для кредитора він може бути надмірно ризиковим. Негативний вплив на нього можуть справляти банки через надто високі

облікові ставки при обліку векселів. До основних видів ризиків, які виникають при комерційному кредитуванні відносяться: зміна цін товарів, недотримання строків оплати поставок, банкрутство покупця, можливе подорожчання кредиту.

У комерційній діяльності кожне підприємство отримує відстрочки платежів від постачальників та надає відстрочки своїм клієнтам. Завдання фінансового менеджменту — знайти оптимальне співвідношення дебіторської і кредиторської заборгованості. За цих умов кредиторська заборгованість може стати джерелом фінансових ресурсів для підприємства.

Механізм комерційного кредитування, або, як його ще називають, спонтанного фінансування, детально розглянуто в розділі 6. Застосування політики знижок при достроковій оплаті поставок має приносити економічні вигоди постачальнику, тобто обсяг додаткового отриманого прибутку від надання знижок має перекирвати втрати від знижок.

7.4. Визначення вартості капіталу

Концепція вартості капіталу є однією з базових теорій фінансового менеджменту. Зміст цієї концепції полягає в тому, що, незалежно від джерела фінансування, залучення капіталу в господарський оборот підприємства пов'язано з певними витратами. Так, кредиторам потрібно сплачувати відсотки за кредит, власникам облігацій — річний купон, акціонери сподіваються на виплату дивідендів. І навіть у випадку, коли фінансові ресурси формуються за рахунок реінвестування прибутку, їх залучення не носить безплатний характер, оскільки у будь-якому випадку потрібно враховувати альтернативні витрати.

Під вартістю (або ціною) капіталу розуміють відношення витрат з обслуговування залученого капіталу до величини цього капіталу. Виражається вартість капіталу у процентах і показує, яку суму потрібно заплатити за користування одиницею фінансових ресурсів з певного джерела, як правило, протягом року. Важливість цього показника в контексті завдань фінансового менеджменту полягає в тому, що він не лише показує проценти, які потрібно заплатити власникам фінансових ресурсів, а й, водночас,

характеризують цільову норму рентабельності інвестованого капіталу, яку обов'язково має забезпечити підприємство, щоб не зменшити свою ринкову вартість.

При цьому потрібно розрізняти вартість капіталу підприємства і вартість підприємства в цілому. Якщо перший показник є відносним вираженням річних витрат на обслуговування заборгованості перед власниками й інвесторами, то загальна вартість підприємства як суб'єкта на ринку капіталу залежить від величини власного капіталу, дохідності, рівня ризику, темпів інфляції та ін.

У момент продажу підприємства як цілісного майнового комплексу враховується величина "гудвілу", тобто вартісна оцінка його цінності, що залежить від часових та кон'юнктурних параметрів, іміджу підприємства і може бути як негативною, так і позитивною. Методика визначення вартості капіталу залежить від джерела його залучення. Основними джерелами формування капіталу є банківські кредити, випущені підприємством облігації, акції та нерозподілений прибуток. Розглянемо особливості визначення вартості кожного з перелічених елементів капіталу.

Вартість капіталу, залученого за рахунок банківського кредиту. Оскільки проценти за користування банківською позикою виключаються з бази оподаткування прибутку, реальна вартість одиниці такого капіталу буде меншою, ніж ставка банківського проценту на величину податкової економії.

Отже, вартість капіталу, залученого за рахунок банківського кредиту, потрібно розглядати з урахуванням податку на прибуток.

Для цього можна скористатися формулою:

$$ВК_k = СП (1 - Коп), \quad (7.1)$$

де ВК_к — вартість капіталу, залученого за рахунок банківського кредиту; СП — ставка банківського процента за кредит; Коп — коефіцієнт оподаткування прибутку.

Чим більший розмір коефіцієнта оподаткування прибутку, тим менша вартість фінансування за рахунок кредиту після сплати податків. Вартість капіталу, залученого за рахунок облігацій. Залежно від того, коли випущені облігації, їх вартість визначається диференційовано для цінних паперів нового випуску та випущених

раніше.

У випадку, коли облігації розміщуються з дисконтом (знижкою з ціни), береться не номінал облігації, а ціна її реального розміщення за вирахуванням знижки. Якщо дозволяється проценти за облігаціями відносити на прибуток до оподаткування, потрібно враховувати розмір податкової економії, як і у випадку із залученням банківських кредитів.

Вартість капіталу, залученого за рахунок випуску акцій. Ціна капіталу з цього джерела залежить не тільки від строку випуску цінних паперів (новий або раніше здійснений випуск), але і від їх типу (прості або привілейовані акції).

Величина дивідендів за простими акціями наперед не визначається і залежить від ефективності роботи підприємства. Тому вартість цього джерела фінансових ресурсів не можна розрахувати з великою точністю. Існують різні методи оцінювання вартості капіталу, залученого за рахунок простих акцій, серед яких найбільш поширені модель Гордона і модель CARM.

До недоліків цієї моделі слід віднести значну чутливість до зміни темпу приросту дивідендів та недоврахування фактору ризику.

За моделлю CARM вартість капіталу, залученого за рахунок простих акцій, визначається за формулою:

$$BK_a = A + (R - A) \cdot \beta_i, \quad (7.2)$$

де BK_a — вартість капіталу, залученого за рахунок випуску простих акцій з урахуванням фактору ризику; A — рівень доходу за безризиковими інвестиціями; R — рівень доходу в середньому на інвестиційному ринку; β_i — бетта-коефіцієнт i -ї акції (характеризує рівень ризику порівняно з середньоринковими показниками).

Вартість капіталу, залученого за рахунок нерозподіленого прибутку. Нерозподілений прибуток можна розглядати як відкладений до виплати прибуток, що свідомо направляється власниками на поповнення резервних фондів або розширення виробництва. Найчастіше вартість капіталу, сформованого за рахунок нерозподіленого прибутку, прирівнюється до вартості звичайних акцій без поправки на емісійні витрати. Рідше ціна капіталу за рахунок нерозподіленого прибутку приймається на рівні рентабельності власного капіталу.

Загальна вартість залученого підприємством капіталу визначається як середньозважена вартість фінансових ресурсів з окремих джерел:

$$СВЗ = \frac{\sum ВК_i \cdot Ч_i}{100}, \quad (7.3)$$

де СВЗ — середньозважена вартість капіталу; ВК_i — вартість капіталу, залученого за рахунок і-го джерела, %; Ч_i — частка і-го джерела у загальній сумі постійного капіталу.

Середньозважена вартість капіталу характеризує середній рівень витрат для підтримки економічного потенціалу підприємства за наявної структури джерел коштів, вимог інвесторів і кредиторів та прийнятої дивідендної політики. Середньозважена вартість капіталу порівнюється з внутрішньою нормою прибутковості інвестиційного проекту. Для того щоб реалізація проекту була доцільною, середньозважена вартість капіталу не повинна перевищувати його внутрішню норму прибутковості.

Середньозважена вартість капіталу використовується для оцінки ціни вже задіяного підприємством капіталу. Середньозважена вартість капіталу є одночасно мінімальною нормою прибутку, яку очікують інвестори від вкладення капіталу. Для визначення теперішньої вартості майбутніх грошових потоків від інвестиційного об'єкта ставку дисконту, як правило, встановлюють на рівні середньозваженої ціни капіталу. Основними елементами формування середньозваженої вартості капіталу є безризикова частина норми прибутку на інвестиційний капітал, премія за ризик та інфляційна премія.

В умовах інфляції необхідно одночасно включати інфляційну премію і в середньозважену вартість капіталу, і в множники нарощування. Для визначення реального інвестиційного доходу здійснюється інфляційна корекція грошових потоків.

7.5. Взаємодія фінансового і операційного важелів

Структура капіталу підприємства пов'язана з так званим фінансовим лівериджем. Взагалі в практиці фінансового менеджменту

ліверидж розглядається як важіль, що дає змогу за рахунок незначних зусиль суттєво змінювати результати фінансово-господарської діяльності підприємства. При цьому розмежовується сфера впливу фінансового та операційного важелів.

Операційний важіль (ліверидж), як зазначалося у розділі 5, полягає у потенційній можливості підприємства впливати на темпи зміни операційного прибутку шляхом зміни обсягів і структури операційних витрат (постійних і змінних).

Вплив операційного важеля на фінансові результати підприємства можна виразити за допомогою формули:

$$t_{оп} = t_{вр} \cdot \text{СДОВ} \quad (7.4)$$

де $t_{оп}$ — темп зміни операційного прибутку; $t_{вр}$ — темп зміни виручки від реалізації; СДОВ — сила дії операційного важеля.

$$\text{Сила дії операційного важеля (рівень операційного лівериджу)} = \frac{\text{Виручка від реалізації} - \text{Змінні витрати}}{\text{Операційний прибуток}} \quad (7.5)$$

Тобто, сила дії операційного важеля показує, на скільки відсотків зміниться операційний прибуток при зміні виручки від реалізації на 1 %.

Фінансовий важіль (ліверидж) полягає у потенційній можливості підприємства впливати на темпи зміни чистого прибутку шляхом зміни обсягів та структури власного і позикового капіталу. У формалізованому вигляді вплив фінансового важеля на фінансові результати підприємства можна представити таким чином:

$$t_{чп} = t_{оп} \cdot \text{СДФВ} \quad (7.6)$$

де $t_{чп}$ — темп зміни чистого прибутку; $t_{оп}$ — темп зміни операційного прибутку; СДФВ — сила дії фінансового важеля.

$$\text{Сила дії фінансового важеля (рівень фінансового лівериджу)} = \frac{\text{Операційний прибуток}}{\text{Операційний прибуток} - \text{Фінансові витрати}} \quad (7.7)$$

Отже, сила дії фінансового важеля показує, у скільки разів темпи зміни чистого прибутку підприємства перевищують темпи приросту його операційного прибутку. Таке перевищення забезпечується за рахунок так званого ефекту фінансового важеля. Ефект фінансового важеля показує, на скільки відсотків підвищується рентабельність власного капіталу підприємства за рахунок залучення в господарський оборот позикового капіталу, незважаючи на його платний характер. Нарощення фінансової рентабельності (тобто рентабельності власного капіталу) може мати місце лише у випадку, коли економічна рентабельність використання всього інвестованого капіталу більша від середнього рівня фінансових витрат, пов'язаних із залученням позикових коштів.

Для визначення ефекту фінансового важеля використовується формула:

$$\text{ЕФВ} = (1 - \text{Коп})(\text{ЕРа} - \text{СП}) \text{ПК/ВК} \quad (7.8)$$

де ЕФВ — ефект фінансового важеля (тобто нарощення рентабельності власного капіталу за рахунок використання позикового капіталу); Коп — коефіцієнт оподаткування прибутку; ЕРа — економічна рентабельність активів (розраховується шляхом відношення операційного прибутку до загального обсягу капіталу, інвестованого в активи підприємства); СП — середня ставка процента за позиковими коштами (або рівень фінансових витрат); ПК — позиковий капітал; ВК — власний капітал.

Ефект фінансового важеля складається з двох компонентів: Диференціала $(1 - \text{Коп})(\text{ЕРа} - \text{СП})$ — різниці між рентабельністю інвестованого капіталу і середньою ставкою процента за позиковими коштами після сплати податків; плеча ПК/ВК — співвідношення позикового і власного капіталу.

Плече фінансового важеля є мультиплікатором зміни диференціала, тобто посилює його дію як в позитивному, так і негативному напрямках. Так, якщо диференціал має додатне значення,

вигідно нарощувати частку позикового капіталу і тим самим збільшувати рентабельність власного капіталу. І, навпаки, якщо значення диференціала від'ємне, в результаті збільшення плеча фінансового важеля відбувається "проїдання" власного капіталу, і наслідки для підприємства можуть бути руйнівними.

Рентабельність власного капіталу значною мірою залежить від умілого маневрування величиною ефекту фінансового важеля. До певного моменту підвищити ефект фінансового важеля можна екстенсивно за рахунок збільшення його плеча.

Виділення у складі загального ризику власників капіталу комерційного та фінансового ризиків має принципове значення при обґрунтуванні оптимальної структури капіталу. В цьому випадку комерційний ризик розглядається як ризик негарантованості фінансового результату (операційного прибутку) при 100-відсот-кому фінансуванні за рахунок власного капіталу.



Вартість і оптимізація структури капіталу
Відповідно, фінансовий ризик розглядається як додатковий ризик власників капіталу в результаті залучення позикового капіталу.



Сукупний вплив комерційного та фінансового ризиків на чистий прибуток підприємства оцінюється за допомогою операційно-фінансового важеля:

$$t_{чп} = t_{вр} \cdot \text{СДОФВ} \quad (7.9)$$

де $t_{чп}$ — темп зміни чистого прибутку; $t_{вр}$ — темп зміни виручки від реалізації; СДОФВ — сила дії операційно-фінансового

важеля

$$\frac{\text{Сила дії операційно-фінансового важеля}}{\text{Сила дії операційного важеля}} = \frac{\text{Сила дії фінансового важеля}}{\frac{\text{Виручка від реалізації}}{\text{Операційний прибуток}} - \frac{\text{Змінні витрати}}{\text{Фінансові витрати}}} \quad (7.10)$$

Таким чином, операційно-фінансовий важіль показує, наскільки відсотків змінюється чистий прибуток підприємства, що користується позиковим капіталом, при зміні виручки від реалізації на 1 %.

Розрахунок сили дії операційно-фінансового важеля дає змогу виявити вплив змін комерційних умов виробництва (зміну попиту, ціни тощо) на розмір чистого прибутку і рентабельність власного капіталу при різних варіантах співвідношення позикового і власного капіталу. При виборі оптимального поєднання операційного і фінансового важеля необхідно враховувати, що одне й те саме значення сили дії операційно-фінансового важеля можна отримати шляхом різних комбінацій:

- слабкої дії операційного важеля і сильної дії фінансового важеля;
- сильної дії операційного важеля і слабкої дії фінансового важеля;
- помірної дії обох важелів.
-

7.6. Управління структурою капіталу

Під фінансовою структурою капіталу розуміють співвідношення власних та позикових засобів, що використовуються підприємством у процесі господарської діяльності. При вивченні структури інвестованих у підприємство матеріальних цінностей та грошових коштів необхідно розрізняти два поняття: структура фінансових джерел, тобто частка в загальній величині пасивів власного капіталу, довгострокових і короткострокових зобов'язань; структура капіталу — співвідношення між власним і позиковим капіталом, до якого відносять лише довгострокові зобов'язання.

Від фінансової структури капіталу значною мірою залежать умови формування таких фінансових результатів підприємства як рентабельність активів, рентабельність власного капіталу, рівень фінансової стійкості та платоспроможності, рівень фінансових ризиків і в кінцевому підсумку ефективність фінансового менеджменту в цілому. Саме тому фінансова структура капіталу є об'єктом дослідження багатьох учених-економістів. Теорія Міллера — Модільяні (модель М-М).

Поштовхом для розвитку теорії структури капіталу стала гіпотеза, висунута в 1958 р. американськими економістами Ф. Модільяні і М. Міллером, згідно з якою структура капіталу не впливає на ринкову вартість підприємства. За допомогою математичних викладок ці вчені доводили, що у випадку, коли за рахунок фінансового лівериджу зростає ринкова вартість боргу, то відповідно на таку саму суму зменшується вартість оплаченого власниками капіталу (капіталізованого прибутку), а загальна ринкова вартість фірми не змінюється. Схематично основний зміст моделі М-М відображено на рис. 7.8.

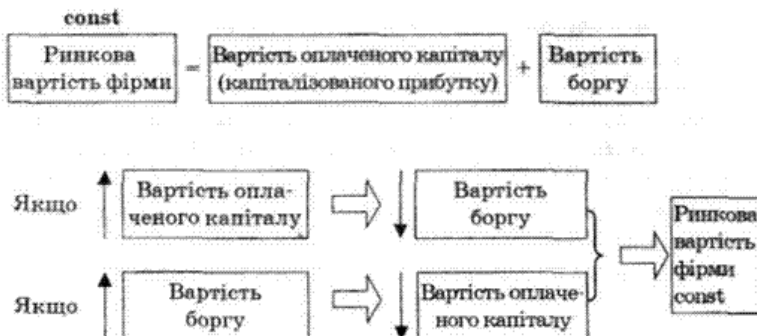


Рисунок 7.8 – Модель М-М

Недоліки моделі М-М (Міллера — Модільяні) полягають у тому, що вона не враховує підвищений ризик при збільшенні позикових коштів у структурі капіталу, неоднакові умови оподаткування фірм, а також додаткові витрати на вихід із кризового

стану в періоди спаду фінансової активності. Наступні теорії структури капіталу внесли деякі поправки до моделі М-М. Найбільш відомими з цих теорій є теорії "статичного компромісу", "субординації джерел фінансування" та "асиметричної інформації".

Теорія статичного компромісу. Ця теорія враховує витрати фірми на вихід із кризового становища в результаті фінансового спаду. Суть її полягає у зменшенні вартості фірми при значному збільшенні плеча фінансового важеля. Чим більша заборгованість фірми, тим більша імовірність фінансових потрясінь, оскільки при несплаті боргів у строк втрачається ліквідність, і фірмі набагато важче отримати нову позику для покращення свого фінансового стану. Тобто, чим більше позикового капіталу використовує підприємство, тим вищі фінансові витрати на залучення позикових коштів і тим менші можливості капіталізації прибутку. Водночас зростає імовірність кризового стану і виникнення значних витрат на його подолання, що суттєво зменшує поточну ринкову вартість фірми (рис. 7.9).

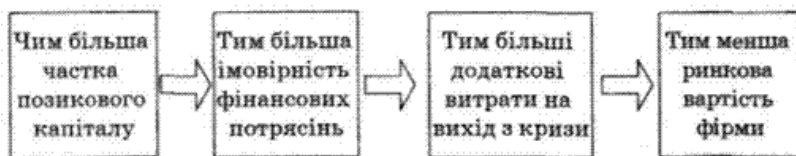


Рисунок 7.9 – Модель статистичного компромісу

Теорія субординації джерел фінансування (теорія Г. Дональдсона). На початку 60-х років XX ст. Гордон Дональдсон розробив ряд положень, якими й досі керуються фінансові менеджери фірм при обґрунтуванні структури капіталу. Наведено їх зміст: щоб зменшити рівень залежності фірми від зовнішніх джерел необхідно в першу чергу використовувати внутрішні джерела фінансування: прибуток (після оплати фінансових зобов'язань) і амортизацію; розробляючи дивідендну політику, потрібно враховувати майбутні інвестиційні потреби та грошові потоки підприємства і таким чином розподіляти прибуток між акціонерами, щоб забезпечити

фінансування інвестицій переважно за рахунок внутрішніх джерел (прибутку й амортизації); якщо виникає потреба у зовнішніх джерелах фінансування, то доцільно дотримуватися такої послідовності: банківські кредити, випуск конвертаційних облігацій і тільки в останню чергу випуск нових акцій. Запропонована Г. Дональдсоном субординація джерел фінансування зображена на рис. 7.10.

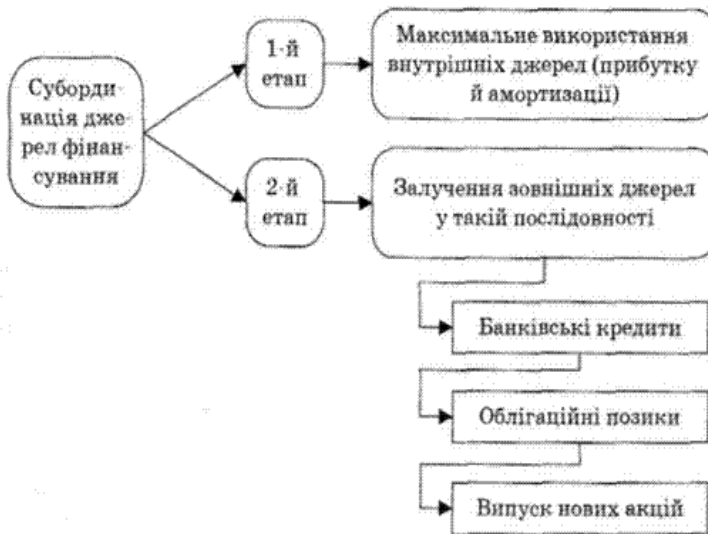


Рисунок 7.10 – Модель Г. Дональдсоном

Вартість і оптимізація структури капіталу
 Теорія асиметричної інформації (сигнальна теорія С. Манера) Ця теорія виникла на базі зіставлення теорій Міллера — Модільяні та Г. Дональдсона. Її зміст полягає в тому, що фінансові менеджери своїми рішеннями інформують акціонерів і потенційних інвесторів про стан справ і можуть активно впливати на ринкову ціну акцій фірми (рис. 7.11). Так, якщо фірма випускає нові акції, збільшує обсяг інвестицій, підвищує дивіденди, ціна її акцій на ринку цінних паперів зростатиме. І навпаки, коли фірма зменшує розмір дивідендів, припиняє інвестування грошових коштів у виробничий розвиток, залучає

додаткові зовнішні джерела фінансування, ціна її акцій на ринку цінних паперів неодмінно падатиме.



Рисунок 7.11 – Модель С. Манера

Крім згаданих вище концепцій існують і інші теорії. Але незважаючи на такий високий інтерес учених до проблеми структури капіталу, на практиці встановлено, що не має єдиного оптимального рішення щодо співвідношення власного і позикового капіталу не тільки для однотипних підприємств, а й для одного підприємства на різних стадіях його розвитку та при різній кон'юктурі товарного і фінансового ринків.

Оптимальна структура капіталу — це таке співвідношення між власним і позиковим капіталом, за якого одночасно забезпечується висока фінансова рентабельність і не втрачається фінансова стійкість підприємства. Зрозуміло, що чим більша частка позикового капіталу, тим за більшої різниці між рентабельністю інвестованого капіталу та середньою ставкою відсотка за позиковими коштами після сплати податків буде більшим ефект фінансового важеля (тобто нарощення

рентабельності власного капіталу за рахунок використання позикових коштів). Разом із тим, фінансовий ліверидж може бути вигідним до певної міри, адже забагато боргів у структурі капіталу означає, що підприємство буде неспроможне виконати свої фіксовані фінансові зобов'язання. З іншого боку, надмірний випуск простих акцій може призвести до втрати контролю власників над підприємством.

Отже, мета фінансового менеджменту полягає у забезпеченні виваженої структури капіталу, яка б відповідала цільовим настановам підприємства і забезпечувала мінімальний фінансовий ризик за достатньо високої ринкової вартості (але не обов'язково найвищої). Методи обґрунтування фінансових рішень про зміну величини і структури капіталу залежать від обраних критеріїв оцінювання. Критеріями оптимізації структури капіталу можуть бути: мінімізація середньозваженої вартості капіталу; максимізація рентабельності власного капіталу при одночасній мінімізації ризику; максимізація чистого прибутку на одну акцію. Якщо за критерій оцінювання взяти мінімізацію середньозваженої вартості капіталу, то оптимальним вважається такий варіант структури капіталу, який забезпечує найменшу середньозважену вартість капіталу або найменшу його граничну вартість у випадку додаткового залучення коштів.

Тема 8. УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ

8.1. Сутність та форми інвестицій

Відповідно до Закону України "Про інвестиційну діяльність" інвестиції визначаються як всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької діяльності, в результаті якої може бути отримано прибуток або досягнуто соціальний ефект.

Джерелом приросту капіталу і рушійним мотивом здійснення інвестицій є отриманий від них прибуток. Залежно від протікання у часі процесів вкладення коштів і отримання прибутку від інвестицій виділяють три можливі форми: послідовне протікання процесів: прибуток може бути отримано одразу після вкладення інвестицій у повному обсязі; паралельне протікання процесів: прибуток може бути

отриманий вже після введення першої черги об'єкта; інтервальне протікання процесів (як у випадку інвестицій у фондові інструменти).

Залежно від виду вкладених інвестиційних ресурсів інвестиції можуть здійснюватися у формі: грошових коштів та цільових банківських вкладів; рухомого та нерухомого майна; ноу-хау; майнових прав та ін.

За формою одержання доходу інвестиції можна класифікувати на такі, що приносять матеріальні і такі, що забезпечують соціальні вигоди. Залежно від напрямку вкладень виділяють дві основні форми інвестицій: реальні і фінансові (рис. 8.1).



Рисунок 8.1 - Види інвестицій

Реальні інвестиції — це вкладення коштів у основні й оборотні виробничі засоби, в тому числі в матеріальні й нематеріальні активи. Різновидом реальних інвестицій є інноваційна форма інвестицій, за якої кошти вкладаються у нововведення з метою запровадження останніх науково-технічних розробок та успішної протидії конкурентам на товарних ринках. Фазами інноваційного процесу є: патентування ідеї; обґрунтування доцільності нововведень; експериментальне освоєння нововведень; доведення інноваційної ідеї до промислового виробництва; маркетинг нововведень; здійснення інноваційного проекту; реалізація продукції, виробленої в результаті нововведень.

Інноваційні інвестиції є дуже ризиковими. Їх реалізацією займаються спеціалізовані венчурні (ризикові) фірми. Залежно від джерел фінансування можуть застосовуватися різні форми венчуру: Венчурні, інноваційні фірми створюються у формі акціонерного товариства і після широкої реклами інвестиційної ідеї у засобах масової інформації акумулюють для її реалізації кошти приватних та інституціональних інвесторів. Такий венчур інакше називається незалежним або чистим.

Венчурні інноваційні фірми створюються декількома підприємствами на дольових засадах і організаційно оформлюються у вигляді науково-дослідних консорціумів (зовнішній венчур). Венчурні інноваційні фірми створюються інвестиційними компаніями і фондами, які спеціалізуються на реалізації інноваційних проектів. Створюються внутрішні венчурні інноваційні відділи на великих підприємствах (науково-дослідницькі бюро, дослідно-конструкторські бюро, науково-промислові об'єднання).

Остання організаційна форма інновацій найчастіше застосовується вітчизняними підприємствами. Але вона має низку серйозних недоліків. Так, в періоди спаду виробництва на підприємстві фінансових ресурсів на нововведення не вистачає і інноваційний процес практично призупиняється. Крім того, відсутність конкуренції як стимулу інтенсифікації робіт не завжди забезпечує високу якість інноваційних продуктів.

Фінансові інвестиції — це вкладення активів у різноманітні грошові та фондові інструменти. До грошових інструментів відносять цільові або спеціальні банківські вклади, депозити, паї; а до фондових

— цінні папери (акції, облігації, інвестиційні та ощадні сертифікати, векселі тощо) та їх похідні (ф'ючерси, опціони, гаранті). Залежно від характеру участі у процесі інвестування інвестиції можна класифікувати так:

- прямі;
- стратегічні;
- портфельні (опосередковані, непрямі).

При прямих інвестиціях інвестор бере безпосередню участь у виборі об'єктів інвестування, не звертаючись до послуг посередників. Як правило, при цьому інвестор намагається заволодіти контрольним пакетом акцій підприємства, а вже після цього активно вкладати кошти в його подальший розвиток (стратегічні інвестиції).

Портфельні (непрямі) інвестиції здійснюються із залученням посередників — інституціональних інвесторів. В цьому випадку інвестор не має намірів щодо збільшення свого впливу на емітентів, а формує за допомогою посередників портфель цінних паперів, диверсифікований за видами фінансових інструментів.

Непряма форма управління інвестиціями доцільна у випадку, коли інвестор не має достатньої кваліфікації і інформації для вибору об'єктів інвестування і подальшого управління ними. Залежно від періоду інвестування інвестиції діляться: на короткострокові — вкладення коштів на період, що не перевищує 1 рік (в основному, це фінансові інвестиції); довгострокові — вкладення капіталу на період більше одного року.

За формами власності інвестиції бувають: державні, приватні, спільні, іноземні. За регіональною ознакою інвестиції класифікують так: внутрішні (в межах країни) і зовнішні (закордонні). За величиною ризику інвестиції бувають: неризикові (надійні), середньоризикові, ризикові, високоризикові (венчурні). За цілями відтворювального процесу інвестиції поділяють таким чином: початкові або нетто-інвестиції — розмір вкладень у створення (купівлю) нового підприємства або виробництва; інвестиції на розширення діючого виробництва — розмір вкладень на введення додаткових складських приміщень, виробничих площ, основного технологічного обладнання; реінвестиції — направлення вільних коштів, отриманих від попередньої інвестиційної діяльності, на заміну основних засобів, раціоналізацію, зміну асортименту продукції, диверсифікацію,

підготовку кадрів, НІОКР, охорону довкілля тощо; брутто-інвестиції — сумарні нетто-інвестиції і реінвестиції за весь період. Класифікацію реальних інвестицій залежно від цілей відтворювального процесу наведено на рис. 8.2.



Рисунок 8.2 - Класифікація реальних інвестицій

Перелічені класифікаційні ознаки на цьому не обмежуються. Залежно від цілей аналізу інвестицій як об'єкта управління фінансовий менеджер повинен враховувати їх специфіку за такими критеріями:

сфера інвестиційної діяльності підприємства (капітальне будівництво, екологічна сфера, інноваційна сфера, сфера обігу фінансового капіталу, сфера реалізації майнових прав суб'єктів інвестиційної діяльності); функціональна спрямованість інвестицій (у розвідку корисних копалин, їх видобуток, виробництво, переробку, транспортування, збут і маркетинг); галузева спрямованість вкладень (енергетика, транспорт, машинобудування, хімічна і нафтохімічна промисловість, медицина, сільське господарство тощо); необхідність здійснення інвестицій (обов'язкові, бажані, необов'язкові); джерела фінансування інвестицій (за рахунок власних, позикових і залучених коштів); новизна одержуваних в результаті інвестування продуктів (цілком нові, удосконалені, знайомі ринку); відношення до ринків збуту (інвестиції на утримання існуючого ринку чи його розширення в цій країні і за кордон); показник ефективності інвестиції (високоєфективні, середньоєфективні, малоєфективні); часова структура грошових потоків (з постійним рухом, зі змінним рухом) та ін.

8.2. Принципи розробки інвестиційної політики

Інвестиційна діяльність підприємства — це сукупність практичних дій зі здійснення інвестицій відповідно до обраної інвестиційної політики. Головним суб'єктом інвестиційної діяльності в цьому випадку є саме підприємство, яке виступає у ролі інвестора і приймає рішення про вкладення власних, позикових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування. У більшості випадків в одній особі суміщаються ініціатор інвестицій (генератор інвестиційної ідеї), інвестор і замовник (користувач) інвестиційного об'єкту. Крім того, учасниками інвестиційної діяльності є кредитори, інвестиційні посередники, підрядчики та ін. Суб'єкти та об'єкти інвестиційної діяльності наведені на рис. 8.3.

При розробці інвестиційної політики підприємства необхідно враховувати правові та економічні передумови інвестування коштів. До правових передумов інвестиційної діяльності слід віднести право інвестора самостійно обирати напрями, види та обсяги інвестиційної діяльності, на свій розсуд формувати систему договірних взаємовідносин з будь-якими учасниками інвестиційної діяльності.



Рисунок 8.3 - Суб'єкти та об'єкти інвестиційної діяльності

Серед економічних передумов інвестування потрібно особливо відзначити необхідність компенсації інвестору відмови від використання наявних коштів на поточне споживання, забезпечення винагороди за ризик та обов'язкове відшкодування інвестиційних втрат.

Розробка інвестиційної політики підприємства базується на таких концепціях фінансового менеджменту:

1. Концепція грошових потоків базується на визнанні активів як джерела майбутніх грошових потоків і передбачає: ідентифікацію грошових потоків від інвестування в окремі активи; оцінювання факторів впливу на величину і структуру майбутніх грошових надходжень від інвестицій; вибір коефіцієнту дисконтування, що дає змогу зіставити грошові потоки, які генеруються на різних стадіях інвестиційного процесу; оцінювання ризиків, пов'язаних з грошовими потоками.

2. Концепція теперішньої вартості витікає з об'єктивно існуючої нерівноцінності наявних і очікуваних грошових ресурсів у зв'язку з інфляцією, ризику упущеної вигоди, уповільнення обороту коштів.

3. Концепція компромісу між ризиком і доходністю враховує, що зі збільшенням рівня очікуваної доходності інвестицій одночасно зростає ризик недоотримання цього доходу. Найчастіше у практиці

фінансового менеджменту вирішується завдання оптимального поєднання ризику і дохідності, хоча в окремі періоди можуть вирішуватися завдання максимізації інвестиційного доходу або мінімізації інвестиційних ризиків.

4. Концепція ціни капіталу передбачає необхідність врахування вартості окремих інвестиційних ресурсів з метою забезпечення їх найбільш оптимальної структури за критерієм мінімізації середньозваженої ціни капіталу.

5. Концепція ефективності ринку капіталу полягає в тому, що при своєчасному і достатньому інформаційному забезпеченні ринкові ціни фінансових інструментів відповідають їх внутрішній (реальній) вартості. Виходячи з цієї концепції, фінансові менеджери можуть орієнтуватися на ринкові ціни фінансових інструментів, обґрунтовуючи необхідність їх включення в інвестиційний портфель.

6. Концепція асиметричної інформації враховує той факт, що окремі учасники інвестиційної діяльності можуть володіти конфіденційною інформацією і використовувати її при прийнятті інвестиційних рішень.

7. Концепція альтернативних затрат виходить з необхідності враховувати розмір упущеної вигоди інвестора у випадку, коли він обирає один напрям вкладення коштів і відмовляється від альтернативних варіантів інвестування.

8. Концепція агентських угод передбачає необхідність свідомо йти на додаткові агентські витрати у випадку, коли інвестиційні посередники краще знають кон'юнктуру інвестиційного ринку і можуть більш ефективно управляти інвестиційним портфелем, ніж сам інвестор.

Основна мета інвестиційної політики полягає у забезпеченні найбільш ефективних шляхів розширення активів підприємства. Для її реалізації в рамках фінансового менеджменту вирішується таке коло завдань: досягнення високих темпів зростання капіталу і поточних доходів від інвестицій (на окремих стадіях інвестиційного процесу може ставитися завдання збереження інвестованого капіталу); мінімізація інвестиційних ризиків за допомогою методів і прийомів ризик-менеджменту; забезпечення ліквідності інвестицій шляхом зменшення строків реалізації інвестиційних проектів, вкладення інвестицій лише у високоліквідні фінансові інструменти.

Розробка інвестиційної політики починається з дослідження зовнішнього інвестиційного середовища і прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку. На підставі отриманих результатів та керуючись основними стратегічними завданнями економічного розвитку підприємства, визначають стратегічні напрямки його інвестиційної діяльності.

Стратегія інвестиційної діяльності підприємства значною мірою зумовлює стратегію формування його інвестиційних ресурсів. Загальноприйнятою схемою фінансування інвестиційної діяльності підприємства є покриття початкових капіталовкладень за рахунок акціонерного або пайового капіталу та довгострокових кредитів і задоволення потреби в оборотному капіталі за рахунок додаткових короткострокових і середньострокових банківських позик.

При реальному інвестуванні обсяг інвестиційних ресурсів залежить від розміру інвестиційних проєктів, а при інвестуванні у фінансові інструменти — від обсягу наявних вільних коштів інвестора. Для задоволення інвестиційних потреб підприємства можуть залучатися фінансові ресурси із внутрішніх і зовнішніх джерел (рис. 8.4).



Рисунок 8.4 – Джерела інвестиційних ресурсів

До основних методів фінансування інвестицій відносять: Повне самофінансування передбачає здійснення інвестування виключно за рахунок власних внутрішніх джерел. Але у зв'язку з обмеженістю внутрішніх фінансових ресурсів цей метод має обмежену сферу застосування і використовується для реалізації невеликих інвестиційних проєктів, а також при фінансовому інвестуванні. Акціонування передбачає широкомасштабне залучення зовнішніх фінансових ресурсів шляхом емісії акцій підприємства. Як правило, цей метод фінансування інвестицій використовується для здійснення широкомасштабної модернізації виробничих потужностей, регіональної та товарної диверсифікації. В окремих випадках, коли ринкова ціна кредитних ресурсів є дуже високою, доцільно збільшувати частку акціонерного капіталу шляхом випуску додаткових акцій.

Позикове фінансування використовується при інвестуванні капіталу в інвестиційні об'єкти з високою дохідністю і швидкою окупністю. За рахунок довгострокових банківських кредитів, як правило, покривається частина початкових капіталовкладень. Для підприємства вигідно, коли погашення суми основного боргу відкладається на стадію експлуатації. Короткострокові банківські кредити залучаються для створення товарно-матеріальних запасів, а комерційні кредити постачальників дозволяють прискорювати фінансовий цикл підприємства і зменшувати загальну потребу в інвестиційних ресурсах.

Лізинг (оперативний, фінансовий, компенсаційний) використовується у випадках, коли власних фінансових ресурсів для придбання основних виробничих засобів недостатньо, або коли мова йде про інвестиції в проєкти з невеликим життєвим циклом та високим рівнем змінюваності технологій.

Найчастіше на практиці застосовується не один метод фінансування, а комбінація різних способів. Таке фінансування називається змішаним. Останнім часом у країнах з ринковою економікою великого поширення набув метод проєктного фінансування. Це один зі способів позикового фінансування, за якого реальність отримання грошового потоку забезпечується шляхом виявлення і розподілу всього комплексу пов'язаних з проєктом ризиків між його учасниками (підрядчиками, фінансовими організаціями-

кредиторами, державними органами, постачальниками сировини, споживачами готової продукції) та ін. Залежно від того, яку частку ризику приймає на себе кредитор, виділяють три форми проектного фінансування: з повним регресом на позичальника, без будь-якого регресу, з обмеженим регресом. Під регресом розуміють вимогу погасити позичені гроші. У процесі розробки стратегії фінансування інвестицій важливо не просто визначити можливі джерела і методи фінансування, а й забезпечити оптимальну структуру інвестиційних ресурсів.

В умовах постійної змінюваності факторів зовнішнього середовища з метою своєчасного коригування інвестиційних процесів потрібно здійснювати постійний моніторинг інвестиційної діяльності.

До основних напрямків контролю з боку фінансового менеджера слід віднести: формування інвестиційних ресурсів та їх своєчасне розміщення в інвестиційні активи; виконання окремих етапів інвестиційного проекту; поточну ефективність інвестицій; оперативне управління інвестиційним портфелем та ін.

Якщо в процесі контролю за ходом інвестиційних процесів виявляється неможливість їх нормалізації за допомогою управлінських заходів, приймається рішення про "вихід" з інвестиційної програми.

Це може здійснюватися шляхом: відмови від реалізації інвестиційного проекту ще до початку будівельно-монтажних робіт; продажу об'єкта незавершеного будівництва, залучення додаткового пайового або акціонерного капіталу з метою зменшення частки інвестора; продажу окремих видів активів або всього інвестиційного об'єкта як цілісного майнового комплексу.

У випадку інвестування коштів у фінансові інструменти аналогічний "вихід" може здійснюватися шляхом своєчасної конвертації фінансових інструментів у грошові активи з метою мінімізації подальших фінансових втрат інвестора.

8.3. Особливості управління реальними інвестиціями

Як уже було зазначено, реальні інвестиції можуть здійснюватися у формі вкладень у нове будівництво, купівлю цілісних майнових комплексів, нове обладнання, розширення обсягів діяльності

та її перепрофілювання тощо.

При цьому завдання фінансового менеджменту полягає у пошуку окремих інвестиційних проектів, оцінюванні їх ефективності й виборі найбільш ефективних з них для реалізації.

У процесі аналізу інвестиційних проектів необхідно особливу увагу звертати на тривалість життєвого циклу проекту та його окремих стадій. Під життєвим циклом проекту розуміють проміжок часу від моменту появи проекту до моменту його ліквідації (а не запуску в експлуатацію, оскільки від життєвого циклу продукції значною мірою залежить окупність і економічна ефективність інвестицій).

Для оцінювання ефективності реальних інвестицій використовують такі показники:

1. Чиста теперішня (приведена) вартість (NPV) характеризує загальний прибуток від реалізації інвестиційного проекту і визначається за формулою:

$$\text{ЧТВ} = \text{ГПд} - \text{I} \quad (8.1)$$

де ЧТВ — чиста теперішня вартість проекту;
ГПд — сумарний дисконтований грошовий потік від експлуатації інвестиційного об'єкта (приведений до теперішньої вартості);
I — початкові інвестиції в проект.

2. Індекс прибутковості (IRR) показує рівень віддачі інвестованого капіталу та обчислюється за формулою

$$\text{Іпр} = \text{ГПд} / \text{I} \quad (8.2)$$

де Іпр — індекс прибутковості.

3. Строк окупності інвестицій показує, скільки потрібно часу, щоб початкові інвестиції в проект повністю окупилися за рахунок генерованих проектом грошових потоків. Якщо щорічні грошові потоки рівномірні, строк окупності визначається за формулою

$$\text{ток} = \text{I} / \text{ГПщ} \quad (8.3)$$

де ток — строк окупності проекту; ГПщ — щорічний грошовий потік.

Якщо ж грошові потоки по роках суттєво відрізняються, необхідно робити більш точні розрахунки. Для отримання реальних результатів розраховується дисконтований період окупності, який враховує теперішню вартість майбутніх грошових надходжень.

4. Внутрішня норма прибутковості інвестиційного проекту характеризує ставку дисконта, за якої сумарний дисконтований грошовий потік за весь строк експлуатації об'єкта дорівнює початковим інвестиціям. Іншими словами, це ставка дисконта, за якої $ЧТВ = 0$. Значення цього показника, як правило, знаходиться за допомогою спеціальних комп'ютерних програм або шляхом підбору.

Показник внутрішньої норми прибутковості визначається виключно для порівняння із середньозваженою ціною інвестиційних ресурсів і прийняття рішень щодо оптимізації структури джерел фінансування.

Визначені показники ефективності інвестиційного проекту порівнюються з критеріальними значеннями.

Для того щоб проект було вигідно реалізувати, мають задовольнятися такі вимоги: чиста теперішня вартість проекту має бути додатною і якомога більшою; індекс прибутковості має бути більшим за одиницю; строк окупності не повинен бути занадто довгим (як правило, не більше 5 років); внутрішня норма прибутковості має бути більшою за середньозважену ціну інвестиційних ресурсів.

Наступним етапом економічного обґрунтування інвестиційного проекту є визначення показників ефективності фінансово-господарської діяльності підприємства після освоєння інвестицій (рентабельність активів, рентабельність власного капіталу, оборотність капіталу, оборотність товарно-матеріальних запасів, ліквідність та ін.) і порівняння їх: з середньогалузевими показниками; показниками конкурентів; показниками, прийнятими для окремих учасників інвестиційного проекту.

Важливим моментом доінвестиційного дослідження є оцінка чутливості інвестиційного проекту до зміни вихідних параметрів (факторів внутрішнього і зовнішнього середовища). Найчастіше розглядається вплив таких факторів, як строк інвестиційної фази, ціна

одиниці продукції, обсяг продажу, вартість позикових ресурсів, вартість сировини, рівень податків та ін.

У процесі аналізу чутливості проекту розраховуються темп зміни чистої теперішньої вартості при зміні окремих вихідних параметрів на 5, 10, 15, 20 (і т. д.) відсотків і визначаються фактори, до яких проект найбільш чутливий. За такими факторами потрібно здійснювати постійний контроль і своєчасно здійснювати відповідні управлінські заходи, спрямовані на зменшення імовірності небажаних змін в ході інвестиційного процесу.

Для оцінювання ступеня інвестиційного ризику доцільно здійснювати аналіз сценаріїв розвитку проектів з урахуванням невизначеності умов його реалізації. Як правило, цим методом визначається чиста теперішня вартість проекту при песимістичному, найбільш імовірному (нормальному) та оптимістичному сценаріях розвитку подій. Більш ризикованим вважається такий проект, у якого розмах варіації між оптимістичним і песимістичним прогнозами результату найбільший. Крім того, оцінюється інтегральний ефект інвестиційного проекту з урахуванням усіх можливих варіантів його розвитку за формулою:

$$\text{ЧТВ}_{\text{інт}} = \sum \text{ЧТВ}_i \cdot P_i \quad (8.4)$$

де $\text{ЧТВ}_{\text{інт}}$ — інтегральна очікувана чиста теперішня вартість інвестиційного проекту; ЧТВ_i — чиста теперішня вартість за i -м сценарієм розвитку проекту; P_i — імовірність розвитку проекту за i -м сценарієм.

Проект доцільно реалізовувати у тому випадку, коли сумарний очікуваний ефект позитивний.

Метод Монте-Карло дає змогу визначити імовірність отримання запланованих результатів шляхом моделювання багатьох сценаріїв розвитку подій у межах заданих параметрів ключових факторів. Механізм цього методу полягає у побудові прогнозової моделі фінансового результату інвестиційного проекту, визначенні ключових факторів впливу та встановленні їх максимального і мінімального значень за оцінками експертів. Крім того, задається кількість прогонів сценаріїв, тип зв'язку і розподілу значень ключових факторів. Сам процес імітаційного моделювання реалізується за допомогою

спеціальних комп'ютерних програм. Отримані результати імітаційного моделювання аналізуються менеджером з проектів. При цьому зіставляються дані про очікувані втрати та доходи інвестора з урахуванням їх імовірності та приймається остаточне інвестиційне рішення.

При порівнянні альтернативних інвестиційних проектів перевага надається критерію "максимізація чистої теперішньої вартості проекту". Нарощення цього показника є пріоритетною цільовою настановою при інвестуванні коштів.

Перевага показника чистої теперішньої вартості порівняно з іншими показниками ефективності полягає в його адитивності, тобто можливості додавання ЧТВ різних проектів до мети оптимізації сукупного інвестиційного портфеля:

$$\text{ЧТВ}(A+B) = \text{ЧТВ}(A) + \text{ЧТВ}(B), \quad (8.5)$$

де $\text{ЧТВ}(A + B)$ — сумарна чиста теперішня вартість проектів A і B ; $\text{ЧТВ}(A)$, $\text{ЧТВ}(B)$ — індивідуальна чиста теперішня вартість проектів A і B .

Показник внутрішньої норми прибутковості непридатний для порівняння альтернативних проектів. Він характеризує лише можливість компенсації затрат, пов'язаних з реалізацією інвестиційного проекту.

Методи оптимізації розподілу інвестицій між декількома проектами залежать від того, підлягають проекти подрібненню чи ні. Якщо проекти підлягають подрібненню (тобто може бути реалізований як весь проект, так і окрема його частина на пайових засадах з іншими інвесторами), вибір проектів в інвестиційний портфель здійснюється за критерієм "максимізація індексу прибутковості". З цією метою для кожного проекту розраховується індекс прибутковості інвестицій і здійснюється ранжування проектів в міру зменшення цього показника. В інвестиційний портфель включаються перші за рентабельністю проекти, які можуть бути профінансовані в повному обсязі.

8.4. Особливості управління фінансовими інвестиціями

Закономірним результатом ринкових перетворень в Україні є формування ринку цінних паперів.

Підприємства можуть здійснювати фінансові інвестиції у формі вкладень у статутні фонди асоційованих підприємств, дохідні інструменти грошового ринку (депозитні вклади в банках) та високоліквідні цінні папери (рис. 8.5).



Рисунок 8.5 – Фінансові інвестиції

Як правило, в складі інвестиційного портфеля підприємств переважають інвестиції у цінні папери (акції, облігації, ощадні сертифікати, інвестиційні сертифікати тощо). Залежно від строку вкладень (до року або більше) вони можуть відображатися в складі довгострокових та поточних фінансових інвестицій.

Порівняно з реальними інвестиціями фінансові інвестиції характеризуються більш високою ліквідністю і можливістю гнучкого оперативного управління. Разом із тим, фінансові інвестиції, як правило, забезпечують менший інфляційний захист і нижчий рівень

дохідності, ніж реальні інвестиційні об'єкти. До того ж, у випадку портфельних інвестицій, обмежені можливості реального впливу інвесторів на дохідність окремих фінансових інструментів. У цьому разі можна впливати лише на загальну дохідність інвестиційного портфеля шляхом реінвестування коштів у більш дохідні цінні папери. Перелічені переваги і недоліки фінансових інвестицій зумовлюють специфіку їх використання суб'єктами господарювання, які не є професійними учасниками фінансового ринку.

У процесі управління фінансовими інвестиціями вирішуються такі завдання: забезпечення надійності вкладень; підвищення дохідності інвестицій; збільшення ринкової вартості вкладень; забезпечення ліквідності фінансових інвестицій

На надійність фінансових інвестицій впливають систематичні (ринкові) і несистематичні (портфельні) ризики. Незважаючи на те, що в умовах політичної нестабільності й спаду виробництва систематичний ризик фінансових вкладень дуже високий, засобів захисту від нього практично не існує. І навпаки, портфельний ризик можна зменшити за допомогою диверсифікації та страхування. Збільшити дохідність фінансових інвестицій можна шляхом умілого маневрування між ризиком і дохідністю цінних паперів, включення в інвестиційний портфель тих цінних паперів, норма поточної дохідності яких прийнятна для інвестора і відповідає меті формування його портфеля.

Ринкова вартість портфеля цінних паперів залежить від загальної кон'юнктури фондового ринку, а також від співвідношення між попитом і пропозицією окремих фондових інструментів. Відповідно до теорії асиметричної інформації ринкова ціна цінних паперів компанії зростає у випадку, коли інвесторам надходить інформація про збільшення обсягів її інвестиційної діяльності, збільшення величини дивідендів, підготовку до наступного випуску акцій тощо.

Забезпечення ліквідності фінансових інвестицій є важливою передумовою інфляційного захисту вкладень та їх своєчасної трансформації у грошові активи. Для підтримки високої ліквідності інвестиційного портфеля потрібно більш детально оцінювати інвестиційні якості цінних паперів і включати в портфель лише ті інструменти, ліквідність яких не викликає сумніву.

Таким чином, основна мета управління фінансовими інвестиціями полягає у забезпеченні оптимального співвідношення між дохідністю, ризиком і ліквідністю цінних паперів відповідно до обраного типу інвестиційного портфеля.

Під інвестиційним портфелем розуміють сукупність інструментів, відібраних для вкладення коштів відповідно до стратегічних настанов інвестора. Класифікацію типів інвестиційного портфеля за різними ознаками наведено на рис. 8.7.



Рисунок 8.6 – Типи інвестиційних портфелів

Залежно від мети інвестиційної діяльності можна виділити портфель доходу, портфель росту і портфель мінімізації пов'язаних з інвестуванням ризиків.

Портфель росту передбачає орієнтацію інвестора на збільшення його ринкової вартості шляхом включення фінансових інструментів,

ринкова ціна яких має тенденцію до постійного (або стабільного) зростання. Зрозуміло, що ризик, пов'язаний з таким портфелем, дуже високий. Портфель доходу формується за рахунок цінних паперів, які забезпечують інвесторам високі поточні доходи. Такий портфель також є досить ризиковим. Портфель мінімізації ризиків формується за рахунок тих фінансових інструментів, які в першу чергу забезпечують надійний інфляційний захист та високу ліквідність при невисокому рівні доходу.

Залежно від міри досягнення мети інвестування інвестиційний портфель може бути: збалансований (сформований з фінансових інструментів, які повністю відповідають меті його формування); не збалансований (включені в портфель інструменти суперечать меті його формування); розбалансований (портфель, який раніше був збалансованим, але через зміну ринкової кон'юнктури перестав відповідати меті інвестування).

Залежно від обраної стратегії інвестування інвестиційний портфель може бути агресивним (високоризикованим), зваженим (помірованим, або середньоризикованим) та консервативним (низькоризикованим).

Зменшити портфельні ризики можна за рахунок диверсифікації інвестиційного портфеля за видами цінних паперів, їх емітентами, строками погашення, галузями та регіонами. В практиці міжнародного фінансового менеджменту при здійсненні диверсифікації портфеля цінних паперів за строками їх обігу найбільшого поширення набули два альтернативні методи: ступінчатий метод (метод "драбини") полягає у рівномірному розподілі інвестицій між цінними паперами різного терміну. Вивільнені кошти від короткострокових фінансових інструментів вкладаються у більш довгострокові цінні папери. В результаті забезпечується простота регулювання і контролю, зменшується сума інвестиційних ресурсів в обороті. До недоліків ступінчатого методу слід віднести неможливість швидкого внесення змін у структуру інвестиційного портфеля. Відповідно виникає ризик упущеної вигоди від гри на курсових різницях цінних паперів. Полярний метод (метод "штанги") полягає у концентрації інвестицій у цінні папери полярного терміну. Основна частина коштів вкладається у цінні папери з дуже коротким строком (з метою забезпечення ліквідності) і цінні паперів з дуже довгим строком (для забезпечення

доходу), і лише незначна частина інвестиційного портфеля формується за рахунок середньотермінових фінансових інструментів. Незалежно від стратегії і тактики управління інвестиційним портфелем при його формуванні мають дотримуватися базові принципи фінансового менеджменту.

По-перше, інвестиційний портфель має відповідати наявним фінансовим ресурсам підприємства. Вибір інвестиційних інструментів обмежується рамками можливого обсягу фінансування, що не порушує фінансову стійкість підприємства.

По-друге, оперативне управління портфелем цінних паперів має виходити з принципу забезпеченості його керованості. Якщо у випадку реальних інвестицій обмежуючим фактором є кадровий потенціал для реалізації інвестиційних проєктів, то у випадку вкладення коштів у фінансові інструменти керованість портфеля в основному залежить від можливості відслідковування зміни курсу цінних паперів і оперативного реінвестування наявних грошових коштів у більш дохідні інвестиційні об'єкти.

По-третє, тактичне управління інвестиційним портфелем має здійснюватися з урахування стратегічних цільових орієнтирів інвестиційної політики: ліміту фінансових ресурсів на фінансове інвестування, рівня якості включених в портфель цінних паперів, лімітів цінних паперів за строками погашення.

По-четверте, обґрунтовуючи доцільність фінансових інвестицій, фінансовий менеджер повинен враховувати не лише їх дохідність, а й здатність зворотної трансформації у готові засоби платежу. Для підприємства однаково не вигідно як жертвувати дохідністю заради впевненості у повній ліквідності та платоспроможності, так і намагатися максимізувати прибуток будь-якою ціною, незважаючи на ризик неплатоспроможності. Відповідно до зазначеного принципу забезпечення керованості фінансових інвестицій підприємства можуть використовувати самостійне або трастове (довірче) управління портфелем цінних паперів.

Самостійне управління інвестиційним портфелем застосовується при високому рівні кваліфікації спеціалістів підприємства і їх достатній інформованості про кон'юнктуру фондового ринку. При цьому інвестор може сам здійснювати

епізодичний вихід на ринок цінних паперів або користуватися послугами брокерів.

Трастове (довірче) управління інвестиційним портфелем полягає у передачі інституціональним інвесторам (інвестиційним компаніям та фондам, трастовим компаніям, банкам) ряду управлінських функцій: здійснення розрахунків за цінними паперами, їх зберігання, посередництво при заставі, ведення бухгалтерського обліку, представництво інтересів підприємства на зборах акціонерів тощо. Загальну схему оперативного управління інвестиційним портфелем підприємства наведено на рис. 8.7.

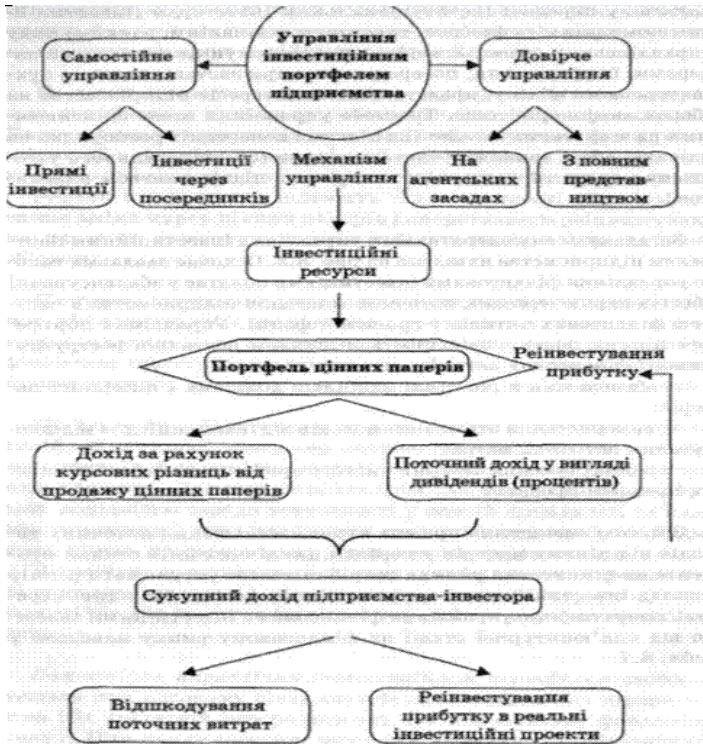


Рисунок 8.7 – Управління інвестиційним портфелем

Основне завдання такого управління фінансовими інвестиціями полягає у збалансуванні обсягів першочергових поточних платежів підприємства з часткою фінансових активів у грошовій формі. Управління портфелем цінних паперів здійснюється шляхом поетапної реструктуризації фінансових активів, яка передбачає: збереження в портфелі найбільш дохідних і ліквідних паперів; використання отриманих доходів від інвестицій для відшкодування поточних витрат; реінвестування частини чистого прибутку в нові цінні папери і реальні проекти.

З метою зменшення прямих втрат і збільшення поточних доходів від цінних паперів у періоди циклічних змін ставки процента на фінансових ринках потрібно вчасно регулювати розмір і склад інвестиційного портфеля підприємства.

Література

Основна

1. Буряк, Л.Д. Фінансовий менеджмент у малому бізнесі [Текст]: навч. посібник / Державний вищий навч. заклад "Київський національний економічний ун-т ім. Vadима Гетьмана". – К.: КНЕУ, 2007. – 432 с.

2. Верланов, Ю.Ю. Фінансовий менеджмент [Текст]: навчально-метод. посібник / Миколаївський держ. гуманітарний ун-т ім. Петра Могили комплексу "Києво-Могилянська академія". – Миколаїв: Видавництво МДГУ ім. Петра Могили, 2006. – 344 с.

3. Воробьев, Ю.Н. Финансовый менеджмент [Текст]: учеб. Пособие для студ. вузов, обучающихся по образоват.-проф. прогр. специалиста, магистра по направлению "Экономика и предпринимательство" / Национальная академия природоохранного и курортного строительства. – Симф.: Таврия, 2007. – 629 с.

4. Грудзевич, У.Я., Пшик Б.І. Фінансовий менеджмент у банку [Текст]: навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / Національний банк України; Львівський банківський ін-т. – Л.: ЛБІ НБУ, 2006. – 192 с.

5. Карасева И.М., Ревякина М.А. Финансовый менеджмент [Текст]: учеб. пособие по спец. "Менеджмент организации" / Ю.П. Анискина (ред.). – М.: Омега-Л, 2006. – 335 с.

6. Князь С.В., Георгіаді Н.Г., Князь О.В. Фінансовий менеджмент [Текст] / Національний ун-т "Львівська політехніка". – Л.: Видавництво Національного ун-ту "Львівська політехніка", 2006. – 184 с.

Допоміжна

1. Мамедов А.О. Международный финансовый менеджмент в условиях глобального финансового рынка [Текст]: монография / В.А. Слепов (ред.). – М.: Магистр, 2007. – 284 с.

2. Савчук, В.П. Финансовый менеджмент. Практическая энциклопедия. – 3-е изд. – К.: Companion Group, 2008. – 880 с.

3. Семенов А.Г., Єропутова О.О., Перекрест Т.В., Линенко А.В. Фінансова стратегія в управлінні підприємствами / Класичний приватний ун-т. – К. : КПУ, 2008. – 188 с.

4. Шевчук О.В., Іванчук Р.М., Бикадорова Н.О., Анисимова Г.С. Фінансовий менеджмент [Текст]: навч.-метод. посібник для організації самост. роботи студ. та магістрантів екон. спец. / Луганський національний педагогічний ун-т ім. Тараса Шевченка – Луганськ: Альма-матер, 2008. – 358 с.

5. Шелудько, В.М. Фінансовий менеджмент [Текст]: підручник. – К.: Знання, 2006. – 439 с.

6. Яремко, І.Й. Управління капіталом підприємства: економічний і фінансовий інструментарій [Текст]: монографія. – Л.: Каменярь, 2006. – 176 с.

Інформаційні ресурси

1. Офіційна Інтернет-сторінка Верховної Ради України
<http://www.portal.rada.gov.ua>

2. Офіційна Інтернет-сторінка Кабінету міністрів України // <http://www.kmu.gov.ua>

3. Офіційна Інтернет-сторінка Міністерства економіки України // <http://www.me.gov.ua>

4. Офіційна Інтернет-сторінка Державного комітету статистики України <http://www.ukrstat.gov.ua>

5. <http://www.bbest.ru/osnfinmng/plandenpotok/postirash/>

6. <http://www.martynov-ma.ru/page77/index.html>

7. <http://enbv.narod.ru/text/Econom/finance/litovskih/>

8. <http://www.leguild.ru/lectures.html>

9. http://polbu.ru/litovskih_finmanage/ch14_i.html

10. http://financial-management-ru.ru/fin_t4.html

11. <http://www.cfin.ru/finanalysis/lytnev/>