

**О.Є. ГУДЗЬ, П.А. СТЕЦЬОК,  
С.А. НАВРОЦЬКИЙ, В.М. АЛЕКСИЙЧУК**  
(ННЦ "Інститут аграрної економіки" НААН, м. Київ, Україна)

## Науково-методичне забезпечення формування та реалізації фінансової політики підприємства

*Потреба в розробці фінансової політики підприємства виникає, коли необхідно отримати додаткові фінансові ресурси – залучити кредити чи інвестиції, профінансувати нову бізнес-ідею або дохідний інвестиційний проект. Фінансова політика підприємства окреслює моделі та технології співпраці з податковими органами, банками, інституціональними та індивідуальними інвесторами, партнерами, контрагентами, постачальниками, клієнтами.*

*Дане дослідження присвячене розробці науково-методичного забезпечення формування та реалізації фінансової політики підприємства в сучасних умовах. Задля цього означено теоретичну інтерпретацію фінансової політики підприємства та її структурні елементи. Обґрунтовано концептуальні основи формування сучасної фінансової політики підприємства. Розкрито алгоритм формування та реалізації фінансової стратегії й тактики підприємства. Сформульовано конститутивні елементи аналізу, діагностики, планування, контролю та моніторингу економічних процесів у фінансовій діяльності підприємства. Визначено основні об'єкти управління фінансами підприємства. Охарактеризовано стратегію формування фінансової політики підприємства. Аргументовано зміст, структуру та алгоритм формування системи фінансування виробничої й інвестиційної діяльності підприємства.*

**Ключові слова:** фінансова політика, концептуальні основи, парадигма, фінансовий механізм, фінансова стратегія і тактика, фінансові ресурси, джерела формування фінансових ресурсів, фінансовий аналіз, фінансова діагностика, фінансове планування, контроль і моніторинг фінансової діяльності.

**Е.Е. ГУДЗЬ, П.А. СТЕЦЬОК,  
С.А. НАВРОЦЬКИЙ, В.Н. АЛЕКСИЙЧУК**  
(ННЦ "Інститут аграрної економіки" НААН, г. Киев, Украина)

## Научно-методическое обеспечение формирования и реализации финансовой политики предприятия

*Потребность в разработке финансовой политики предприятия возникает, когда необходимо получить дополнительные финансовые ресурсы - привлечь кредиты или инвестиции, профинансировать новую бизнес-идею или доходный инвестиционный проект. Финансовая политика предприятия определяет модели и технологии взаимодействия с налоговыми органами, банками, институциональными и индивидуальными инвесторами, партнерами, поставщиками, клиентами.*

*Данное исследование посвящено разработке научно-методического обеспечения формирования и реализации финансовой политики предприятия в современных условиях. В связи с этим обозначена теоретическая интерпретация финансовой политики предприятия и ее структурные элементы. Обоснованы концептуальные основы формирования современной финансовой политики предприятия. Раскрыт алгоритм формирования и реализации финансовой стратегии и тактики предприятия. Сформулированы конститутивные элементы анализа, диагностики, планирования, контроля и мониторинга экономических процессов в финансовой деятельности предприятия. Определены основные объекты управления финансами предприятия. Охарактеризована стратегия формирования финансовой политики предприятия. Аргументировано содержание, структура и алгоритм формирования системы финансирования производственной и инвестиционной деятельности предприятия.*

**Ключевые слова:** финансовая политика, концептуальные основы, парадигма, финансовый механизм, финансовая стратегия и тактика, финансовые ресурсы, источники формирования финансовых ресурсов, финансовый анализ, финансовая диагностика, финансовое планирование, контроль и мониторинг финансовой деятельности.

## Scientific & Methodological Support for Company Financial Policy Formation and Implementation

*The need for development of company financial policy occurs when you require additional financial resources while attracting loans or investments to finance a new business, idea or a profitable investment project. The company financial policy determines the model and technology cooperation with tax authorities, banks, institutional and individual investors, partners, contractors, suppliers and customers.*

*This paper focuses on development of scientific and methodological support for formation and implementation of company financial policy in present days. For these purposes, theoretical interpretation of company financial policy and its structural elements have been established. Conceptual aspects for up-to-date company financial policy formation have been overviewed. Company financial strategy and tactics development and implementation algorithm has been established. Constitutive elements of analysis, diagnosis, planning, control and monitoring of economic processes in financial activity have been formulated. Main objects of financial management of the enterprise have been outlined. Company strategy of financial policy development has been characterized. Content, structure and algorithm of system of financing company production and investment activity formation have been reasoned.*

**Keywords:** *fiscal policy, conceptual framework, paradigm, financial mechanism, financial strategy and tactics, financial resources, sources of funds, financial analysis, financial diagnostics, financial planning, control and monitoring of financial activities.*

**Постановка проблеми.** В нашій країні почали проявлятися стабілізаційні тренди в економічного розвитку. Уповільнення темпів інфляції, відсутність різких коливань валютного курсу гривні, зниження ставок позичкового відсотка, підвищення купівельної спроможності населення і багато інших позитивних чинників, які сприяють поліпшенню фінансового контуру підприємств. Водночас, коли зовнішнє середовище стає більш передбачуваним, для успішного економічного зростання підприємства особливу актуальність набуває чітке визначення траєкторії розвитку, як в стратегічному плані, так і на короткострокову перспективу, а також демаскування внутрішніх резервів, які сприятимуть швидкому та результативному досягненню поставлених завдань. Взаємозв'язок й взаємоузгодженість напрямів розвитку підприємства, а також побудова механізму досягнення ним завдань з визискуванням фінансових ресурсів реалізується за допомогою фінансової політики. У світовій практиці формування фінансової політики давно вже стало загальноприйнятим способом окреслення напрямів та визначення конкретних дій щодо розвитку підприємства. З поглибленням ринкових відносин в нашій країні та розширенням міжнародних економічних зв'язків, фінансова політика підприємства стає одним із важливих елементів забезпечення його конкурентоспроможності та успішної виробничо-фінансової діяльності. На основі фінансової політики здійснюється розрахунок економічної доцільності бізнес-ідей та прийнятності інвестиційних рішень, оцінка ефективності спрямування фінансових ресурсів в конкретні напрями діяльності.

Однак багато підприємств не приділяють фінансовій політиці достатньої уваги. Не в останню чергу це зумовлено помилковими уявленнями про те,

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

У житті будь-якої людини є період, коли вона думає, що сил нескінченно багато, що усе задумане здійснено, варто тільки захотіти. Те ж знайоме і будь-якому бізнесменові, – успішний період розвитку й становлення, розквіту ринкових можливостей і упевненості у безмежному рості. Проте через якийсь час настають межі екстенсивного росту і територіального розширення, витрати нарощуються швидшими темпами, порівняно з виручкою, норма прибутку знижується, а на підприємстві все частіше спостерігаються коливання фінансового стану. Ось тут і виникає затребуваність щодо визначення траєкторії та векторів економічного зростання і розвитку, уміння зосередитися на головному й відвести стороннє.

**Метою дослідження** є розробка науково-методичного забезпечення формування та реалізації фінансової політики підприємства в сучасних умовах.

### **Основи фінансової політики підприємства**

Проблеми формування та реалізації фінансової політики підприємств досліджувала низка відомих

вчених, з проміж них варто виділити М. Александрову, І. Бланка, В. Борисову, О. Василюка, П. Лайка, М. Маліка, О. Непочатенко, В. Опаріна, А. Чупіса. У наукових публікаціях фінансову політику визначають або як форму реалізації фінансової стратегії підприємства [9, с. 163], або як складову частину його економічної політики, що виражає сукупність заходів щодо організації і використання фінансових ресурсів [2, с. 106]. Розповсюдженим є трактування терміну "фінансова політика" дане І.А. Бланком: "Фінансова політика є формою реалізації фінансової філософії і головної фінансової стратегії підприємства в розрізі найбільш важливих аспектів фінансової діяльності" [1, с. 424].

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

В тлумачному словнику В. Даля знаходимо, що слово політика прийшло з Греції та означає науку державного управління, а також "види, наміри й цілі управління, небагатьом відомі" [6]. У грецько-російському словнику відомого філолога А.Д. Вейсмана відмічено, що фінансова політика – це державна наука, вміння правити державою. Ширше розглядав цей термін С.І. Ожегов, а саме як дії, спрямовані на досягнення мети. Ці визначення вказують на те, що ця категорія має подвійне значення: по-перше, як мистецтво і, по-друге, як управління.

В минулому 20 ст. вчені-економісти значно розширили царину використання терміна політика, надавши йому новий відтінок. Так, у 30-х рр. Р. Коуз у своїй книзі "Фірма, ринок і право" пропонував розширити об'єкт дослідження в економічній політиці, охопивши не лише макро-, а й мікрорівень. Він писав: "Метою економічної політики є створення такої ситуації, коли б люди, приймаючи рішення про свою діяльність, обирали такі, які забезпечують найкращі результати для системи в цілому. В якості першого кроку ми запропонували, що найкращими рішеннями будуть ті, які максимізують цінність всього виробництва". Склад економічної політики Р Коуз характеризує вибором "таких правових норм, процедур і адміністративних структур, які забезпечать максимізацію цінності виробництвом" [8, с. 94].

Відомий радянський економіст А.І. Буковецький стверджував, що "фінансова політика ставить своїм завданням наукове обміркування проведення в життя нових фінансових інститутів. Фінансова політика бере висновки в фінансовій теорії і доводить можливість використання їх на практиці". І далі "...відсутність різких меж між фінансовою теорією і фінансовою політикою пояснюється ще й тиском практики" [10, с. 26].

Таким чином, можемо стверджувати, що фінансова політика це складова частина фінансової

науки, яка відрізняється від суто науки своїм прикладним характером та імперативними способами розвитку.

Мета фінансової політики нерозривно пов'язана із стратегією розвитку підприємства і реалізується з нею в єдиному комплексі. У фінансовому менеджменті найчастіше виділяють сім основних моделей головної цільової функції підприємства і його підсистем, що управляють [1, с. 73]:

- максимізація прибутку;
- мінімізація трансакційних витрат;
- максимізація обсягу реалізації продукції;
- максимізація темпів зростання підприємства;
- забезпечення конкурентних переваг;
- максимізація доданої вартості;
- максимізація ринкової вартості підприємства.

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

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

Фінансова політика – найбільш важливий складовий елемент загальної політики розвитку підприємства, яка включає також інвестиційну політику, інноваційну, виробничу, кадрову, маркетингову й інші.

Нині для багатьох підприємств стратегічні цілі або відсутні, або чітко не визначені критерії і терміни їх досягнення. Фінансові ресурси спрямовуються на узгодження суперечливих завдань на різних рівнях управління. Це унеможливує наступний етап – вибір гармонійних фінансових механізмів та

технологій, що дозволяють в найкоротші терміни і з найменшими витратами досягти намічених завдань.

Фінансова політика покликана надати відповіді на питання:

Ø Як оптимально поєднувати стратегічні цілі фінансового розвитку підприємства?

Ø Як в конкретних фінансово-економічних умовах досягти поставлених завдань?

Ø Які механізми найоптимальніше підходять для досягнення намічених завдань?

Ø Чи варто змінювати фінансову структуру підприємства за допомогою використання фінансових інструментів?

Ø Як і за якими критеріями можливо проконтролювати досягнення запланованих завдань?

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

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

- уникнути фінансових труднощів і банкрутства;
- виживання підприємства за умов жорсткої конкурентної боротьби;
- максимально збільшити обсяг реалізації продукції (послуг) і наростити сегмент ринку;
- мінімізувати витрати;
- максимізувати прибуток;
- нарощувати ринкову вартість підприємства.

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

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

У межах традиційної неокласичної економічної моделі передбачається, що будь-яке підприємство існує для того, щоб максимізувати прибуток. Ми маємо на увазі прибуток цього року? Якщо так, то

такі дії, як відкладання на майбутнє технічного обслуговування, невтручання в поступове звуження товарно-матеріальних запасів і інші короткострокові заходи щодо скорочення витрат, приведуть до збільшення прибутку нині, але така діяльність не обов'язково є бажаною.

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

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

Інші дослідники висувують припущення, що в основі діяльності підприємств і їх керівництва лежить прагнення до нарощування обсягів виробництва і збуту. Обґрунтовується це тим, що багато менеджерів ототожнюють своє положення (заробітна плата, статус, становище в суспільстві) з розмірами підприємства більшою мірою, ніж з його прибутковістю.

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

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

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

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

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

Таблиця 1

Очікуваний дохід на вкладений капітал (гривень)

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

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

Перелічені вище завдання різняться, але їх можна віднести до двох класів. Перший відноситься до прибутковості. Ці завдання включають обсяг реалізації, сегмент ринку і фінансовий контроль над витратами, що відноситься, принаймні, потенційно, до різних способів отримання або збільшення прибутків. Другий клас, що включає уникнення банкрутства, стабільність і безпеку, відноситься деяким чином до контролю ризику.

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

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

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

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

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

Реалізація цього критерію на практиці також не завжди очевидна.

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

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

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

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

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

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

Ø цей критерій не спрацьовує, якщо дві альтернативи розрізняються розміром прогнозованих прибутків та часом їх генерування;

Ø критерій не враховує якість очікуваних прибутків, невизначеність і ризик, пов'язаний з їх отриманням.

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

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

Виходячи з вищезгаданої мети (максимізація вартості акцій) виникає очевидне питання: якою буде мета, якщо підприємство не має акцій, які

продаються? Корпоратизація бізнесу, ясно, не єдиний тип бізнесу, й у багатьох корпораціях акції рідко переходять з одних рук в інші, тому важко визначити вартість акції у будь-який конкретний момент часу.

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

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

- максимізація прибутку;
- забезпечення фінансової стійкості.

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

Розробка фінансової стратегії передбачає певні етапи:

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

Для реалізації стратегічних завдань підприємству необхідно здійснити низку тактичних заходів. Фінансова тактика – це оперативні дії, спрямовані на досягнення того або іншого етапу фінансової стратегії в поточному періоді. Таким чином, на відміну від фінансової стратегії фінансова тактика пов'язана з реалізацією локальних задач фінансового управління підприємством.

Для забезпечення максимізації прибутку потрібне вирішення наступних завдань:

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

Другий стратегічний напрям має на увазі вирішення наступних завдань:

- Ø мінімізація фінансових ризиків;
- Ø синхронізація фінансових потоків;
- Ø ретельний аналіз контрагентів;
- Ø наявність необхідного залишку грошових коштів;
- Ø фінансовий моніторинг тощо.

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

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

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

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

До основних ендогенних чинників можна віднести:

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

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

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

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

В період юності ріст обсягів реалізації продукції, перші прибутки дозволяють підприємству вирішити

## Фінанси та оподаткування

свої проблеми з фінансовими ресурсами, і його керівники можуть поступово змістити увагу з фінансової стійкості на економічне зростання.

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

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

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

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

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

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

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

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

Зміст фінансової політики багатогранний і включає наступні етапи:

1. Визначення стратегічних напрямів розвитку.
2. Планування:
  - Ø стратегічне планування;

- Ø оперативне планування;

- Ø бюджетне планування.

3. Розробка оптимальної концепції управління:

- Ø управління капіталом;

- Ø управління активами;

- Ø управління фінансовими потоками;

- Ø управління цінами;

- Ø управління витратами;

4. Фінансовий контроль:

- Ø перевірка виконання фінансових планів;

- Ø кампарентний аналіз та діагностика;

- Ø ревізії;

- Ø аудит.

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

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

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

Розробка й реалізація фінансової політики повинні постійно контролюватися. В зв'язку з цим дуже складно віднести етап фінансового контролю до того або іншого виду фінансової політики. Контроль повинен синтезувати ці два види в загальну фінансову стратегію підприємства.

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

Фінансову політику підприємства визначають засновники, власники, оскільки вони зрештою здійснюють фінансове керівництво. Проте реалізація фінансової політики можлива тільки через апарат, або організаційну підсистему, яка є сукупністю окремих людей і служб, які готують і реалізують фінансові рішення. Реалізація фінансової політики на підприємствах здійснюється по-різному. Це залежить

від організаційно-правової форми господарюючого суб'єкта, сфери діяльності, а також масштабів підприємства. В якості суб'єктів управління на малих підприємствах можуть виступати керівник і бухгалтер, оскільки малий бізнес не передбачає глибокого розподілу управлінських функцій. Іноді для коригування напрямів розвитку притягуються зовнішні експерти і консультанти.

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

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

Ø інформаційними органами: юридична, податкова, бухгалтерська та інші служби;

Ø фінансовими органами: фінансовий відділ, казначейський відділ, відділ управління цінними паперами, відділ бюджетування тощо;

Ø контрольними органами: внутрішня ревізія, аудит.

Відповідальність за постановку проблем фінансового характеру, аналіз доцільності вибору того або іншого способу їх вирішення покладається, зазвичай, на фінансового директора. Проте якщо рішення, що приймається, має істотне значення для підприємства, фінансовий директор є лише радником вищого управлінського персоналу.

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

До основних об'єктів управління доцільно віднести наступні:

1. Управління капіталом:

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

2. Дивідендна політика:

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

3. Управління активами:

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

4. Управління поточними витратами.

- Ø CVP - аналіз;
- Ø мінімізація витрат;

Ø нормування витрат;

Ø оптимізація співвідношення постійних та змінних витрат.

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

Ø формування вхідних та вихідних фінансових потоків, їх синхронізація за параметрами і часом;

Ø ефективне використання залишку тимчасово вільних фінансових ресурсів.

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

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

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

1. Показники, що характеризують загально-економічний розвиток країни. До них відносяться:

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

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

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

- Ø види основних фондових інструментів (акцій, облігацій, деривативів і тому подібне), що



## Фінанси та оподаткування

обертаються на біржовому і позабіржовому фондових ринках;

Ø котирування, ціни пропозиції і попиту основних видів фондових інструментів;

Ø кредитна ставка окремих банків, диференційована по термінах надання фінансового кредиту;

Ø депозитна ставка окремих банків, диференційована за вкладами до запитання і терміновим вкладам;

Ø офіційний курс окремих валют.

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

3. Показники, що характеризують діяльність контрагентів та конкурентів.

Система інформативних показників цієї групи використовується переважно, для ухвалення оперативних управлінських рішень по окремих аспектах формування і використання фінансових ресурсів. Ці показники формуються зазвичай в розрізі наступних блоків: "банки"; "страхові компанії"; "постачальники продукції"; "покупці продукції"; "конкуренти". Джерелом формування показників цієї групи служать публікації звітних матеріалів в пресі (за окремими видами господарюючих суб'єктів такі публікації є обов'язковими), відповідні рейтинги з основними результативними показниками діяльності (по банках, страхових компаніях), а також платні бізнес-довідки, що надаються окремими інформаційними посередниками.

4. Нормативно – регулюючі положення.

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

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

1. Первинна інформація:

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

Ї оперативний фінансовий облік.

Система інформативних показників цієї групи широко використовується як зовнішніми, так і внутрішніми користувачами. Вона застосовується в

процесі фінансового аналізу, планування, розробки фінансової стратегії і політики за основними аспектами фінансової діяльності та дає найбільш агреговане уявлення про результати фінансової діяльності підприємства.

2. Інформація, отримана в процесі фінансового аналізу:

Ї горизонтальний аналіз (порівняння фінансових показників з попереднім періодом і за шерег попередніх періодів);

Ї вертикальний аналіз (структурний аналіз активів, пасивів і фінансових потоків);

Ї порівняльний аналіз (з середньогалузевими фінансовими показниками, показниками конкурентів, звітними та плановими показниками);

Ї аналіз фінансових коефіцієнтів (фінансова стійкість, платоспроможність, оборотність, рентабельність);

Ї інтегральний фінансовий аналіз (Дюпонавська система інтегрального аналізу, інтегральна система портфельного аналізу тощо).

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

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

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

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

Фінансова політика задає загальну концепцію розвитку підприємства. Проте реалізується фінансова політика за допомогою методів фінансового менеджменту. Фінансовий менеджмент більше пов'язаний з діями, аналізом і підготовкою фінансових рішень, а фінансова політика адаптує існуючі методи відповідно до її мети, напрямів і завдань. Усі рішення у межах фінансової політики тісно переплітаються з бухгалтерським обліком.

Дійсно, бухгалтерський облік надає основну первинну інформацію, яка потрібна для реалізації фінансової політики. Вплив права на реалізацію фінансової політики позначається побічно через елементи цивільного, трудового, адміністративно-процесуального права. На досягнення тієї або іншої стратегічної мети, поставленої у межах фінансової політики, чинять вплив численні фінансові потоки, а на них, у свою чергу, істотно впливає діюча система оподаткування. Крім того, чинне податкове законодавство часто виступає як примус до тієї або іншої фінансової дії.

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

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

### Стратегія формування фінансової політики підприємства

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

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

Стратегія фінансової політики вирішує наступні завдання:

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

Ø здійснює контроль за фінансовим станом підприємства.

Виділяють чотири етапи процесу формування стратегії фінансової політики:

1. Аналіз інвестиційних можливостей і можливостей фінансування, які є в розпорядженні підприємства.

2. Прогнозування наслідків поточних фінансових рішень, щоб уникнути несподіванок і зрозуміти зв'язок між поточними й майбутніми рішеннями.

3. Обґрунтування обраного варіанту з низки можливих рішень (цей варіант і буде представлений в остаточній редакції плану).

4. Оцінка результатів, досягнутих підприємством, порівняно із завданнями, встановленими у фінансовому плані.

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

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

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

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

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

Бізнес-план можна трактувати як:

## Фінанси та оподаткування

Ø інструмент стратегічного планування (формування концепції розвитку бізнесу);

Ø окремий елемент інвестиційного проекту підприємства;

Ø інструмент оперативного управління бізнесом.

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

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

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

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

1. Якісні методи:

Ø метод Делфі (метод експертних оцінок);

Ø експертний метод (бачення вирішення проблеми фахівцями);

Ø анкетування (впорядковане опитування);

Ø вивчення покупців;

2. Кількісні методи:

Ø Прогнозування на основі минулих періодів:

• плінні середні значення;

• класична декомпозиція;

• аналіз трендів;

• аналіз часових рядів;

• експоненціальне;

• згладжування.

Ø Причинно-наслідкове прогнозування (регресійний аналіз):

• проста регресія

• множинна регресія,

• економетричне моделювання.

Стадії прогнозування включають шість основних етапів, які продемонстровано на рис. 1.



Рис. 1. Стадії прогнозування

До основних методів і моделей довгострокового фінансового планування відносяться:

Ø Аналітичні (метод процентних змін);

Ø Економетричні (кореляційний і регресійний аналіз, прогнозування тимчасових рядів тощо);

Ø Математичні (різні моделі і методи оптимізації).

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

Ø прогноз обсягу реалізації продукції;

Ø прогнозні звіти;

Ø планування активів;

Ø планування джерел фінансування;

Ø регулюючий елемент (змінна) – "пробка" ("клапан");

Ø припущення щодо фінансового простору.

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

Важливим моментом цього методу є використання компенсуючої змінної – "клапана" ("пробки"). Під нею розуміється певне джерело або джерело зовнішнього фінансування, до якого можна

вдатися у разі нехватки фінансових ресурсів, або на пряму використання фінансових активів у разі їх надлишку.

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

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

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

$$EFN = (A_S - L_S) \frac{S_1 - S_0}{S_0} - (EBIT \frac{S_1}{S_0} - Int)(1-t)(1-PR),$$

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

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

$S_1$  – прогнозований обсяг реалізації продукції;

$S_0$  – фактичний обсяг реалізації продукції;

$Int$  – ставка відсотків до сплати;

$t$  – ставка податку на прибуток;

$PR$  – коефіцієнт дивідендних виплат (постійна величина).

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

$$PR = 1 - RR = \frac{DIV}{EPS},$$

де  $EPS$  – дохід на акцію;

$DIV$  – дивіденд на акцію;

$RR$  – коефіцієнт реінвестування.

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

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

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

Ø коефіцієнта внутрішнього росту;

Ø коефіцієнта стійкого росту.

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

Формула для визначення коефіцієнта внутрішнього росту має наступний вигляд:

$$g_{внутр} = \frac{ROA * RR}{1 - ROA * RR},$$

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

$RR$  – коефіцієнт реінвестування (капіталізації) прибутку.

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

$$g_{уст.} = \frac{ROE * RR}{1 - ROE * RR},$$

де  $ROE$  – чиста рентабельність власного капіталу.

$$\text{Чи } g_{уст.} = \frac{ROS * (1 - PR) * (1 + D/E)}{\frac{A}{S} - ROS * (1 - PR) * (1 + D/E)},$$

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

$PR$  – коефіцієнт виплати дивідендів;

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

$A/S$  – капіталоемність (актив/виручка).

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

$$ROE = ROS * TAT * EM$$

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

Тоді з моделі Хіггінса виходить, що усе, що збільшує  $ROE$ , чинитиме аналогічний вплив на значення коефіцієнта стійкого росту. Неважко помітити, що збільшення коефіцієнта реінвестування даватиме такий же ефект.

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

1. Чиста рентабельність продажів (демонструє виробничу ефективність).

2. Дивідендна політика (вимірюється коефіцієнтом реінвестування).

3. Фінансова політика (вимірюється фінансовим важелем).

4. Оборотність активів (ілюструє ефективність використання активів).

При цьому якщо підприємство не бажає випускати нові акції і його чиста рентабельність продажів, політика виплати дивідендів, фінансова

## Фінанси та оподаткування

політика і оборотність активів незмінні, то існує тільки один можливий коефіцієнт росту.

Коефіцієнт стійкого росту використовується для:

Ø розрахунку можливостей досягнення узгодженості різних завдань підприємства;

Ø визначення можливості досягнення запланованого темпу росту.

Якщо обсяги реалізації продукції нарощуються більшими темпами, ніж передбачає коефіцієнт стійкого росту, то підприємство має збільшити наступні показники: чисту рентабельність продажів, оборотність активів, фінансовий важіль, коефіцієнт реінвестування; або випустити нові акції.

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

Прогнозна оцінка фінансової стійкості підприємства включає шерег показників: коефіцієнт автономії (E/A), фінансовий важіль (D/E), коефіцієнт фінансової залежності (D/A), коефіцієнт покриття відсотків прибутком (T/E), "Покриття постійних фінансових витрат" (FCC).

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

$$A1 \geq P1; A2 \geq P2; A3 \geq P3; A4 \leq P4$$

Систематичний нестійкий фінансовий стан підприємств веде до їх банкрутства.

У світовій практиці опрацьовано декілька підходів до прогнозування банкрутства:

1. Формалізовані критерії – це система фінансових коефіцієнтів, рівень і динаміка яких в комплексі може дати підстави для висновків про вірогідне настання банкрутства. У нашій країні до кількісних критеріїв визначення незадовільної

структури балансу неплатоспроможного підприємства зазвичай відносять: коефіцієнт поточної ліквідності, коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами, коефіцієнт відновлення (втрати) платоспроможності.

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

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

3. Розрахунок комплексного показника.

Ø Z - рахунок Альтмана.

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

Двохфакторна модель:

$$Z = -0,3877 - 1,0736 \frac{\text{Оборотний капітал}}{\text{Короткострокові зобов'язання}} + 0,0579 \frac{\text{Позиковий капітал}}{\text{Активи}}$$

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

П'ятифакторна модель:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,99X_5$$

де  $X_1$  = (оборотний капітал/активи);

$X_2$  = (нерозподілений прибуток/активи);

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

$X_4$  = (власний капітал за ринковою вартістю/позиковий капітал);

$X_5$  = обсяг реалізації/Активи.

Отримане значення порівнюють з даними таблиці 2.

Таблиця 2

### Параметри визначення вірогідності банкрутства

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

Семи факторна модель Е. Альтмана включає наступні показники: рентабельність активів, динаміка прибутку, коефіцієнт покриття відсотків прибутком, кумулятивна прибутковість, коефіцієнт покриття (поточної ліквідності), коефіцієнт автономії, сукупні активи. Проте застосування цієї моделі ускладнене через складності отримання інформації зовнішніми

користувачами. В цілому, критичне значення  $Z$  слід сприймати як сигнал небезпеки, аналізувати причини незадовільного положення і усувати їх.

Коефіцієнт Бівера – це відношення величини грошового потоку підприємства до загальної величини заборгованості. Його значення продемонстровано в таблиці 3.

Таблиця 3

**Коефіцієнт Бівера**

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

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

$$P = \frac{1}{1 + e^{-y}}$$

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

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

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

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

$X_3$  – прибутки / активи;

$X_4$  – позиковий капітал / активи;

$X_5$  – власний капітал / чисті активи;

$X_6$  – оборотні кошти / виручка.

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

Коефіцієнт Фулмера розраховується за формулою:

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

де  $V_1$  – нерозподілений прибуток / активи;

$V_2$  – виручка / активи;

$V_3$  – прибуток до виплати податків / активи;

$V_4$  – грошовий потік / позиковий капітал;

$V_5$  – позиковий капітал / активи;

$V_6$  – короткострокові зобов'язання / активи;

$V_7$  – матеріальні активи / активи;

$V_8$  – оборотний капітал / позиковий капітал;

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

Банкрутство вважається неминучим при  $H < 0$ .

Є також низка інших наукових розробок – моделі Р.С. Сайфуліна і Г.Г. Кадикова, С. Кромонава та ін. Моделі прогнозування фінансової стійкості і

банкрутства можуть застосовуватися як для внутрішнього користування підприємства, так і аналізу їх бізнес-ризиків діловими партнерами – банками, інвестиційними підприємствами, постачальниками тощо. Водночас, являючись корисним інструментом, діагностика банкрутства на базі факторних моделей має шерег недоліків:

Ø подібні моделі не дозволяють оцінити причини попадання підприємства в "зону неплатоспроможності";

Ø нормативний зміст коефіцієнтів, що використовуються для рейтингової оцінки, не враховує галузевих особливостей підприємств.

**Формування системи фінансування підприємства**

Одним із найважливіших проблем фінансової політики є формування системи фінансування підприємства, яка включає джерела фінансування та організаційні форми фінансування.

Класифікація джерел фінансування різноманітна і може здійснюватися за наступними ознаками:

Ø За відносинами власності виділяють власні і позикові джерела фінансування.

Ø За різновидами власності виділяють: державні ресурси, засоби юридичних і фізичних осіб і кошти із міжнародних джерел.

Ø За часовими характеристиками джерела фінансування можна розділити на короткострокові і довгострокові.

Організаційними формами фінансування вважають:

Ø Самофінансування (нерозподілений прибуток, амортизаційні відрахування, резервний капітал, додатковий капітал тощо).

Ø Акціонерне або пайове фінансування (участь в статутному капіталі, купівля акцій і так далі).

Ø Позикове фінансування (банківські кредити, розміщення облігацій, лізинг тощо).

Ø Бюджетне фінансування (кредити на поворотній основі з державного та місцевих бюджетів, асигнування з бюджетів усіх рівнів на безоплатній основі, цільові державні інвестиційні програми, державне запозичення і так далі).

## Фінанси та оподаткування

Ø Особливі форми фінансування (проектне фінансування, венчурне фінансування, фінансування шляхом залучення іноземного капіталу тощо).

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

Слід розрізнити два поняття – "ціна капіталу цього підприємства" і "ціна підприємства в цілому як суб'єкта на ринку капіталів". Перше поняття кількісно виражається у відносних річних витратах, що склалися на підприємстві, по обслуговуванню своєї заборгованості перед власниками і інвесторами. Друге – може характеризуватися різними показниками, зокрема величиною власного капіталу. Обидва ці поняття кількісно взаємозв'язані. Так, якщо підприємство бере участь в інвестиційному проекті, прибутковість якого менша, ніж ціна капіталу, ціна підприємства після закінчення цього проекту зменшиться. Таким чином, ціна капіталу є ключовим елементом при реалізації фінансової політики підприємства й показником її ефективності.

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

Ø загальний стан фінансового середовища, у тому числі фінансових ринків;

Ø кон'юнктура товарного ринку;

Ø середня ставка позикового відсотка, що склалася на фінансовому ринку;

Ø доступність різних джерел фінансування для конкретних підприємств;

Ø рентабельність операційної діяльності підприємства;

Ø рівень операційного важеля;

Ø рівень концентрації власного капіталу;

Ø співвідношення обсягів операційної і інвестиційної діяльності;

Ø рівень ризику здійснюваних операцій;

Ø галузеві особливості діяльності підприємства, у тому числі тривалість виробничого і операційного циклів тощо.

Визначення вартості капіталу підприємства проводиться у декілька етапів.

На першому етапі здійснюється ідентифікація основних компонентів, що є джерелами формування капіталу підприємства. На другому етапі – розраховується ціна кожного джерела окремо. На третьому етапі – визначається середньозважена ціна капіталу з урахуванням частки кожного компонента в загальній сумі інвестованого капіталу. На четвертому

етапі – розробляються заходи щодо оптимізації структури капіталу і формування його цільової та функціональної структури.

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

1. Власний капітал:

Ø акції – звичайні, привілейовані;

Ø додатковий капітал (у випадку якщо фактична реалізація акцій вища за номінал);

Ø прибуток – можна не розглядати.

2. Позиковий капітал:

Ø позики банків (довгострокові і короткострокові);

Ø позики з використанням цінних паперів

Ø облігації, векселі;

Ø тимчасово залучені кошти – кредиторська заборгованість.

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

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

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

$$C_{БК} = i \times (1 - C_{П}),$$

де  $C_{П}$  – ставка податку на прибуток.

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

відхилення більш ніж на 20 % у бік підвищення або у бік зниження від середнього рівня відсотків, нарахованих за борговими зобов'язаннями, виданими в тому ж періоді на порівнянних умовах.

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

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

$$C_{БК} = i - 1,2 \times i_{cp} \times C_{П},$$

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

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

$C_{П}$  – ставка податку на прибуток (у частках одиниці).

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

$$C_{БК} = i - 1,1 \times r \times C_{П},$$

де  $r$  – ставка рефінансування НБУ (у частках одиниці).

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

$$C_{ОБ} = \frac{i_{ОБ} \times C_{Н} + \frac{(C_{Н} - C_{РЕАЛ})}{T_{П}}}{C_{РЕАЛ}},$$

де  $i_{ОБ}$  – відсотки за облігаціями;

$C_{Н}$  – номінальна ціна облігації;

$C_{РЕАЛ}$  – реалізаційна ціна облігації;

$T_{П}$  – термін позики (кількість років).

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

$$C_{ОБ} = \frac{i_{ОБ} \times C_{Н} + \frac{(C_{НАР} - C_{РЕАЛ})}{T_{П}}}{C_{РЕАЛ}} \times (1 - C_{П}),$$

де  $C_{ОБ}$  – ціна облігаційної позики як джерела засобів формування підприємства;

$C_{НАР}$  – величина позики (номінальна вартість);

$C_{П}$  – ставка податку на прибуток (у частках

одиниці).

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

$$C_{ПРА} = \frac{D_{ПРА}}{C_{ПРА}},$$

де  $D_{ПРА}$  – розмір фіксованого дивіденду (у грошових одиницях) за привілейованими акціями;

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

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

$$C_{ПРА} = \frac{D_{ПРА}}{CE_{ПРА} - BE_{ПРА}},$$

де  $CE_{ПРА}$  – емісійна ціна привілейованої акції (у грошових одиницях);

$BE_{ПРА}$  – витрати підприємства на випуск привілейованої акції (у грошових одиницях).

Розрахунок ціни звичайних акцій з постійною величиною дивіденду необхідно робити за формулою, прийнятою для обчислення Кпа привілейованих акцій. У тому випадку, якщо розглядаються звичайні акції з постійною динамікою зміни рівня дивідендів, залежної від ефективності роботи підприємства ціну джерела "звичайні акції" (Коа) можна розрахувати з меншою точністю. Існують різні методи оцінки, з яких найбільшого поширення отримали модель Гордона і модель САРМ.

Модель Гордона:

$$C_{ЗА} = \frac{D_{ПРГНЗ}}{C_{П}} + T_{Д},$$

де  $C_{ЗА}$  – ціна джерела „звичайні акції”;

$D_{ПРГНЗ}$  – прогнозне значення дивіденду на найближчий період;

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

$T_{Д}$  – прогнозований темп приросту дивідендів.

Такий алгоритм розрахунків має шерг недоліків.

Передусім, він може бути реалізований лише для тих підприємств, що виплачують дивіденди. По-друге, показник  $C_{ЗА}$ , дуже чутливий до зміни коефіцієнта  $T_{Д}$ .



## Фінанси та оподаткування

По-третє, тут не враховується чинник ризику. Якщо підприємство вважатиме за краще збільшити свій капітал за рахунок додаткового випуску "звичайних акцій", то вартість нових звичайних акцій буде вища, оскільки потрібні витрати на здійснення продажу нового випуску звичайних акцій. Для підприємства з постійними темпами росту, вартість нових звичайних акцій можна визначити, застосувавши рівняння:

$$C_{за} = \frac{D_{ПРГНЗ}}{C_{П} \times (1 - B_p)} + T_D,$$

де  $B_p$  – витрати на реалізацію.

Ці недоліки до певної міри знімаються, якщо застосовується модель CAPM:

$$C_{за} = D_{БР} + \beta \times (D_{СР} - D_{БР}),$$

де  $D_{БР}$  – прибутковість без ризикових вкладень;

$\beta$  – коефіцієнт, що розраховується для кожної акції;

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

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

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

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

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{D_{ПРГНЗ}}{(1 + C_{НП})^t},$$

де  $PV$  – поточна ціна звичайної акції (у грошовому вираженні);

$D_{ПРГНЗ}$  – очікувана величина дивіденду на найближчий період (у грошовому вираженні);

$t$  – період часу.

Відповідно при постійному темпі росту

дивідендів ( $T_D$ ) ціна нерозподіленого прибутку може бути розрахована прямим способом:

$$C_{НП} = \frac{D_{ПРГНЗ}}{PV} + T_D$$

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

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

$$C_{НП} = D_{БР} + P_p$$

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

$$CC = \sum_i K_i \cdot d_i,$$

$$C_K = \sum_{i=1}^n C_i \times \chi_i$$

де  $C_K$  – ціна капіталу;

$C_i$  – ціна  $i$ -го джерела капіталу;

$\chi_i$  – частка  $i$ -го джерела капіталу в загальній їх сумі.

Економічний сенс цього показника полягає в наступному: підприємство може приймати будь-які рішення інвестиційного характеру, рівень рентабельності яких не нижче поточного значення показника  $C_K$ . Саме з ним порівнюється показник внутрішньої норми рентабельності  $IRR$ , розрахований для конкретного проекту, при цьому зв'язок між ними такий.

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

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

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

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

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

рентабельності власного капіталу, тобто діє на шкоду підприємству).

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

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

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

#### 4 Список використаних джерел

1. *Бланк І.А.* Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И.А. Бланк – К.: Ника-Центр, 1999. – 512 с.
2. *Ботвіна Н.О.* Економічна сутність та складові фінансової політики в аграрній сфері економіки / Н.О. Ботвіна // *Бізнес-Навігатор*. – 2010. – № 3(20). – С. 103-108.
3. *Гудзь О.Є.* Формування сучасної парадигми фінансової політики аграрної сфери економіки:

контур загроз та можливостей // Шляхи реалізації завдань Концепції бухгалтерського обліку в аграрному секторі економіки України. IV Міжнародна наук.-практ. конф. ННЦ "ІАЕ" (14 травня 2010 р.): зб. тез та виступів / відпов. за випуск В.М. Жук. - К.: ННЦ "ІАЕ", 2010. - 346 с. - С. 292-295.

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

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

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

7. *Кириленко В.* До питання про суть і функції фінансової політики держави / В. Кириленко // *Світ фінансів*. – 2007. – № 4(13). – С. 94–99.

8. *Коуз Р.* Фирма, рынок и право / Р. Коуз; пер. с англ. Б. Пинскера. – М.: "Дело ЛТД", 1993. – 192 с.

9. *Правдюк О.Л.* Сутність, завдання та контур фінансової політики в аграрній сфері економіки / О.Л. Правдюк // *Облік і фінанси АПК*. – 2010. – № 3. – С. 162–166.

10. *Пушкарева В.М.* История финансовой мысли и налогов / В.М. Пушкарева. - М.: Финансы и статистика, 2003. – 272 с.

11. *Романенко О.Р.* Фінанси: підручник / О.Р. Романенко. – К.: Знання, 2006. – 312 с.

12. *Стецюк П.А.* Стратегічне планування формування та використання фінансових ресурсів сільськогосподарських підприємств / П.А. Стецюк // *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. – 2010. – №1(7). - С. 98-102.

13. *Стецюк П.А.* Стратегія і тактика управління фінансовими ресурсами сільськогосподарських підприємств: [монографія] / П.А. Стецюк. – К.: ННЦ "ІАЕ", 2009. – 370 с.

14. *Стецюк П.А.* Теоретичні та практичні аспекти визначення ціни джерел фінансових ресурсів сільськогосподарських підприємств / П.А. Стецюк // *Зб. наукових праць Кам'янець-Подільського державного аграрно-технологічного університету*. – Кам'янець-Подільський, 2009. – Вип. 17, т. 2. – С. 635–639.

15. *Фінансова діяльність суб'єкта: підручник / О.М. Бандурка, М.Я. Коробов, П.І. Орлов, К.Я. Петрова*. – К.: Либідь, 1998. – 312 с.

16. *Фінансово-економічний аналіз: підручник / П.Ю. Буряк, М.В. Римар, М.Т. Бець, Б.А. Карпінський; Під заг. ред. П.Ю. Буряка, М.В. Римара*. – К.: Професіонал, 2004. – 528 с.