

О. В. Гребенікова

СТРАТЕГІЧНЕ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ

2021

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Національний аерокосмічний університет ім. М. Є. Жуковського
«Харківський авіаційний інститут»

О. В. Гребенікова

СТРАТЕГІЧНЕ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ

Навчальний посібник

Харків «ХАІ» 2021

УДК 658.15 (075.8)
Г 79

Рецензенти: д-р екон. наук, проф. Т. В. Момот,
д-р екон. наук, проф. В. М. Даніч

Гребенікова, О. В.

Г 79 Стратегічне управління фінансами [Електронний ресурс]: навч. посіб. / О. В. Гребенікова. – Харків: Нац. аерокосм. ун-т ім. М. Є. Жуковського „Харків. авіац. ін-т”, 2021. – 114 с.

Розглянуто теоретичні основи стратегічного управління, основні інструменти і стратегії управління фінансами підприємств.

Для студентів економічних спеціальностей вищих закладів освіти, що досліджують проблеми стратегічного управління.

Іл. 4. Табл. 15. Бібліогр.: 75 назв

УДК 336.012.23: 65

© Гребенікова О. В., 2021
© Національний аерокосмічний
університет ім. М. Є. Жуковського
„Харківський авіаційний інститут”, 2021

ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
1. СТРАТЕГІЧНЕ УПРАВЛІННЯ: СУТЬ ТА ОСОБЛИВОСТІ.....	5
1.1. Система стратегічного управління: поняття, елементи та їх характеристика.....	5
1.2. Еволюція стратегічного управління.....	6
1.3. Види стратегічного управління.....	10
1.4. Стадії процесу стратегічного управління.....	13
2. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ СТРАТЕГІЧНОГО УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ	16
2.1. Суть та основні завдання стратегічного управління фінансами	16
2.2. Функції стратегічного управління фінансами та механізм їх реалізації.....	21
3. ІНСТРУМЕНТИ СТРАТЕГІЧНОГО УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ: ОБЛІК, АНАЛІЗ, ПЛАНУВАННЯ.....	27
3.1. Фінансовий і управлінський облік: завдання, принципи і призначення	27
3.2. Фінансовий аналіз: суть, види і використання результатів для прийняття стратегічних фінансових рішень.....	31
3.3. Фінансове планування – інструмент реалізації фінансової стратегії підприємств.....	34
3.4. Роль бюджетування в стратегічному управлінні фінансами.....	39
4. СТРАТЕГІЯ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВ.....	45
4.1. Формування стратегії управління вартістю підприємств.....	45
4.2. Система показників, що характеризують потенціал відтворення вартості підприємств.....	49
4.3. Методи оцінювання вартості бізнесу і їх вплив на формування стратегії підприємств.....	55
4.4. Особливості вартісно-орієнтованого стратегічного управління потоками грошових коштів підприємств.....	60
5. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВ.....	64
5.1. Сутнісні характеристики фінансової стратегії підприємств.....	64
5.2. Структура фінансової стратегії підприємств.....	69
5.3. Механізм формування фінансової стратегії підприємств.....	73
5.4. Вибір фінансової стратегії підприємств.....	75
5.5. Оцінювання відповідності результатів фінансової стратегії завданням стійкого розвитку підприємств.....	76
6. СТРАТЕГІЯ ФОРМУВАННЯ ДЖЕРЕЛ ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ	81
6.1. Суть та складові стратегії формування джерел фінансування підприємств.....	81
6.2. Нетрадиційні джерела довгострокового фінансування підприємств.....	93
6.3. Стратегічне управління структурою капіталу за критеріями вартості та ризику.....	101
БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК.....	110

ВСТУП

В умовах поглиблення ринкових трансформацій особливе значення мають рішення, пов'язані з пошуком нових підходів до підвищення ефективності фінансового менеджменту підприємств, які спрямовані на створення умов стійкого їх розвитку. Динамічність середовища функціонування підприємств обумовлює зміни умов господарювання, які впливають на їх фінансову стійкість і темпи економічного зростання. Цим обґрунтовується необхідність перегляду положень фінансової теорії, вибору пропорцій відтворення капіталу та стратегічних орієнтирів розвитку підприємств реального сектору економіки. Насамперед виникає потреба у формуванні комплексної методології стратегічного управління фінансами та відповідного інструментарію.

Сьогодні необхідна теоретична база трактування рушійних сил стійкого розвитку, зокрема, фінансової стратегії, стратегічного фінансового планування та інформаційного забезпечення. Про актуальність дослідження стратегічного фінансового менеджменту свідчить наявність фінансових проблем, що притаманні підприємствам реального сектору економіки: збитковість значної частини підприємств, яка призвела до порушення фінансової рівноваги та втрати чистого оборотного капіталу; деформація структури капіталу, суперечності між елементами фінансової рівноваги.

У процесі вивчення цієї проблеми необхідно брати до уваги навчальні та науково-методичні розробки, не тільки безпосередньо присвячені питанням стратегічного управління та фінансового менеджменту, але й пов'язані з розробленням теоретичних аспектів проблеми стратегічного управління фінансами.

Своєчасною на сьогодні є підготовка фахівців, здатних кваліфіковано вирішувати питання, пов'язані з вибором форм і методів стратегічного управління фінансами та розробленням фінансової стратегії підприємств. Саме на підготовку таких фахівців розраховано дисципліну «Стратегічне управління фінансами».

Метою навчального посібника є розкриття стратегії управління вартістю підприємств у комплексному взаємозв'язку з фінансовою стратегією, систем забезпечення стратегічного управління фінансами, ключових складових елементів та інструментів фінансової стратегії.

1. СТРАТЕГІЧНЕ УПРАВЛІННЯ: СУТЬ ТА ОСОБЛИВОСТІ

1.1. Система стратегічного управління: поняття, елементи та їх характеристика

Стратегічне управління – це комплекс процесів і способів розроблення і реалізації стратегії розвитку підприємства для досягнення встановлених стратегічних цілей.

Концепція стратегічного управління підприємством передбачає:

- функціонування підприємства як "відкритої" системи;
- використання системного і ситуаційного підходів як методологічної основи;
- бачення довгострокової перспективи розвитку підприємства;
- використання підходу "від майбутнього до сьогодні" до планування розвитку підприємства;
- пріоритетність аналізу зовнішнього середовища, виявлення можливостей і загроз;
- відповідність організаційної структури підприємства вибраній стратегії.

Орієнтація стратегічного управління на визначення, обґрунтування та реалізацію довгострокових цілей за допомогою певних стратегій дає змогу стверджувати, що стратегічне управління є однією із форм реалізації цільового підходу. Це проявляється у принципах стратегічного управління.

Принципи стратегічного управління – це теоретичний фундамент, на базі якого формуються основні його характеристики, що втілені у загальних правилах та положеннях, регулювальні процеси застосування варіантів стратегічного управління, а також норми поведінки організації в цілому та окремих її членів, якими керуються власники та менеджери в процесі розроблення та реалізації стратегічних рішень у конкретних умовах, сформованих у середовищі.

До основних принципів стратегічного управління відносять:

- цілеспрямованість;
- безперервність;
- теоретико-методологічне обґрунтування форм і методів стратегічного управління;
- системний, комплексний підхід до розроблення стратегій та системи стратегічного управління в цілому;
- наявність необхідної послідовності етапів;
- циклічність;
- унікальність системи стратегічного управління кожного підприємства;
- використання невизначеності майбутнього як стратегічної можливості;
- гнучку адекватність систем стратегічного управління змінами і умовами функціонування організації;
- результативність та ефективність.

Беручи до уваги обставини, які сприяли виникненню стратегічного управління і практичному впровадженню його на конкретних підприємствах, можна говорити, що є як його прихильники, так і противники. Прихильники стверджують, що при стратегічному управлінні оцінюється сучасний стан і підприємства, і ринку, виходячи з майбутніх перспектив. При цьому не тільки прогнозується бажаний рівень у майбутньому, але й виробляється здатність відповідно реагувати на зміни в зовнішньому середовищі для досягнення цілей. Крім цього, наявність чітко сформульованої стратегії:

- дає змогу чітко зорієнтувати персонал у потрібному для керівництва напрямі розвитку організації;

- сприяє координації та узгодженості цілей, що у випадку виникнення протиріч дає можливість досягнути компромісів;

- підвищує здатність організації до реакції на непередбачені зміни.

Таким чином, запровадження системи стратегічного управління в західних країнах було не даниною моді, а результатом об'єктивної необхідності. Починаючи з 50-х рр. ХХ ст., зарубіжні компанії основним завданням вважали досягнення прибутку не тільки сьогодні, але й у перспективі. На вітчизняних підприємствах запровадження цієї системи пов'язане з багатьма проблемами, зокрема з усвідомленням того, що для отримання бажаного результату потрібно одночасно вирішувати як поточні, так і стратегічні завдання. Більше того, єдиного "рецепту" оптимального управління організацією просто не існує. Завжди треба вибирати той тип управлінської поведінки, який найбільше відповідає певному виду проблем.

1.2. Еволюція стратегічного управління

Існують різні підходи до класифікації концепцій розвитку стратегічного управління (табл. 1.1). Зазвичай у виданнях, присвячених історії менеджменту, теорії управління розміщують у хронологічній послідовності. Таке подання дає змогу чітко бачити різницю між напрямками розвитку науки.

Розрізняють такі етапи розвитку стратегічного управління: бюджетне, довгострокове і стратегічне планування, стратегічне управління.

1. Бюджетування та фінансовий контроль (від початку ХХ століття).

На перших етапах створення та функціонування підприємств зовнішнє середовище давало змогу фірмам розвиватися такими темпами, які задавалися можливостями їх внутрішнього середовища (не обмежуючи їх), а керівники могли управляти, не дуже зважаючи на фактори, що діяли за межами підприємства, повністю спрямовуючи свої зусилля на розв'язання внутрішніх проблем.

Бюджет – поточний план діяльності, де визначено майбутні витрати та джерела їх покриття, а також відображено відносини з фінансовими,

кредитними та іншими зовнішніми організаціями й економічні відносини всередині підприємства.

Таблиця 1.1

Фази переходу до стратегічного управління організацією

Характеристика фаз	Основні орієнтири
Фаза 1 Поточне управління «за відхиленнями»	Реагування на ситуацію, що склалася. Планування, зорієнтоване всередину організації, обмежується розробленням бюджетів і поточних планів. Домінування бюджетування та фінансового контролю як інструментів управлінського впливу
Фаза 2 Управління «від досягнутого»	Застосування елементів аналізу та контролю ситуації, що складається ззовні та в організації. Під час планування використовують екстраполяційне передбачення, перехід до довгострокового планування
Фаза 3 Управління «за цілями» з орієнтацією на зовнішнє середовище	Опанування «стратегічного мислення», націленого на зменшення впливу загроз на діяльність організації та використання шансів, що сприяють успіху організації. Планування – стратегічне, що містить «стратегічні відповіді» на дії конкурентів у категоріях «продукт – ринок»
Фаза 4 Стратегічне управління	Підготовка майбутнього та до майбутнього. Опанування стратегічної поведінки, механізмів впливу на середовище. Стратегічне планування використовують у всіх підсистемах діяльності організації, прогнозують їх зміну на вимоги середовища, застосовують всі досягнення зазначених раніше фаз. Використання розвинених систем стратегічного управління

Поточне бюджетування мало певні переваги, оскільки:

- забезпечувало економний підхід до використання всіх типів ресурсів (сировини, матеріалів, устаткування, фінансів тощо);
- дозволяло контролювати витрати залежно від тієї конкретної мети, що їх зумовлює;
- давало змогу прогнозувати надходження та використання грошей протягом року, а також установлювати фінансові межі, в яких відбувається діяльність;
- змушувало підприємство вивчати та прогнозувати місце продукції підприємства на ринках;
- змушувало ретельно аналізувати всі сторони діяльності підприємства, потрібні для розроблення всебічно обґрунтованих планів;
- чітко визначало місце, важливість і вартість кожної структурної ланки підприємства, її внесок у загальні результати;

- забезпечувало координацію діяльності всіх підрозділів, спрямовану на досягнення кінцевих результатів.

Бюджетуванню притаманні певні недоліки, тому що воно:

- потребувало великих витрат часу та грошей у процесі освоєння;
- було процесом короткостроковим (зазвичай на один рік);
- мало внутрішню спрямованість без урахування зовнішніх умов функціонування підприємства: ринків, конкуренції, стану економіки, демографії, НТП тощо.

2. Довгострокове планування (50 – 60-ті рр. ХХ ст.).

Формальні процедури довгострокового планування виникли внаслідок розвитку процесу бюджетування, який застосовується та вдосконалюється на підприємствах усього світу протягом кількох десятиліть. Довгострокове планування базувалося на гіпотезі про можливість людини передбачати та контролювати майбутнє.

Передумовами його появи стали:

- наявність незаповнених ринків і низька конкуренція, що створювали можливості розвитку підприємств;
- створення науково-методологічного апарату (з використанням економіко-математичних методів та ЕОМ), який давав змогу обробляти великі масиви інформації, розробляти довгострокові прогнози розвитку зовнішнього економічного середовища функціонування фірми та формулювати на цій основі перспективні цілі розвитку підприємств.

Основою довгострокового планування в ті роки були екстраполяційні прогнози (побудовані на різних математичних моделях), що враховували фактори, які сприяли зростанню підприємства або обмежували його можливості. Найчастіше такими обмежувальними факторами вважали фінансові ресурси, якими розпоряджалося підприємство, та джерела, з яких можна було залучити додаткові інвестиції та позики. Згодом стали використовуватися складніші моделі очікуваного економічного зростання окремих країн, можливостей розвитку ринків тощо.

3. Стратегічне планування (60 – 70-ті рр. ХХ ст.).

У 1960-х роках у США та більшості країн Західної Європи почався «бум стратегічного планування», який базувався на домінуванні концепції підприємства як «відкритої системи» на мікрорівні, а також на розвитку прогнозування та індикативного планування на державному рівні.

Розвиток стратегічного планування обумовили такі чинники:

- зростання розмірів підприємств завдяки підвищенню комплексності та диверсифікації діяльності;
- науково-технічний прогрес;
- розвиток зв'язків з іншими організаціями;
- зростання конкуренції на внутрішніх і зовнішніх ринках внаслідок їх заповнення;
- розвиток методології та інструментарію планування;

- наявність необхідної оргтехніки та кваліфікованих кадрів;
- лідирування підприємств, які більше уваги приділяли стратегічному плануванню.

Стратегічне планування – це адаптивний процес, за допомогою якого здійснюються регулярне розроблення та корекція системи формалізованих планів, перегляд змісту заходів щодо їх виконання на основі безперервного контролю та оцінювання змін, що відбуваються зовні та всередині підприємства. Стратегічне планування охоплює систему довго-, середньо- та коротко-строкових планів, проектів і програм, однак головний змістовий наголос при цьому робиться на довгострокових цілях та стратегіях їх досягнення.

У межах стратегічного планування широко застосовуються такі категорії: «життєвий цикл продукту», цикл попиту на продукцію, що виготовляється, період, потрібний для досягнення цілей, тощо. Усе це сформувало потребу в більш гнучких підходах до визначення горизонтів планування, у вираженому поєднанні балансування різних за тривалістю дій для досягнення цілей, а також зумовило подальше підвищення ролі стратегічного аналізу в діяльності підприємств.

У стратегічному плануванні широко застосовуються сценарії планування «портфеля підприємства», широкий арсенал методів маркетингу та планування. Вінцем розвитку стратегічного планування стала система «планування, програмування, бюджетування», що широко використовувалась у найбільш досконалому вигляді в Пентагоні.

Застосування стратегічного планування зумовило необхідність інтеграції різних видів планової діяльності, які здійснювали всі підсистеми підприємства, а також подальшого розвитку стратегічної діяльності на підприємстві, оформленої у вигляді системи стратегічного управління.

4. Стратегічне управління (від середини 70-х рр. ХХ ст.).

Стратегічне управління – це:

- багатоплановий, формально-поведінковий управлінський процес, який допомагає формулювати та виконувати ефективні стратегії щодо досягнення встановлених цілей, що сприяють балансуванню відносин між організацією, включаючи окремі частини, та зовнішнім середовищем;
- система форм, методів, моделей і прийомів, які застосовуються в організації для визначення і реалізації цілей і стратегій, що використовуються для забезпечення адаптації підприємства до змін зовнішнього середовища;
- реалізація концепції, в якій поєднуються цільовий та інтегральний підходи до діяльності підприємства, що дає змогу встановлювати цілі розвитку, порівнювати їх з наявними можливостями (потенціалом) підприємства та приводити їх у відповідність шляхом розроблення та реалізації систем стратегії.

На думку деяких учених, в останні роки стратегічне управління дедалі більше доповнюється якісними особливостями, що дає підстави стверджувати про його трансформацію у систему *стратегічного*

підприємства. Великі, раніше досить успішні компанії стикнулися з проблемами, спричиненими технологічним динамізмом, інформаційною автоматизацією, непередбачуваністю ринку, посиленням конкурентної боротьби. Вирішити ці проблеми в диверсифікованих організаціях, створених за функціональною ознакою і керованих з єдиного центру, нелегко. Вихід був знайдений у запровадженні нового стилю керівництва та організаційної форми, яка передбачає створення в компаніях незалежних господарських одиниць. Такі підрозділи мають безпосередні зв'язки з групами споживачів, залишаючись частиною організації; самостійно визначають стратегію в межах узгоджених умов і здійснюють її незалежно; несуть відповідальність за результати своєї діяльності. Контракти регулюють відносини між самими підрозділами, між підрозділами і вищим керівництвом, між підрозділами і службами забезпечення, не допускаючи утворення проміжних ланок між нижчим і вищим рівнями управління. Однак, запровадження такої схеми сприяє успіху тільки тоді, коли існує радикальна децентралізація повноважень і відповідальності, а також досягнутий високий рівень згуртованості компанії.

1.3. Види стратегічного управління

Існують такі види стратегічного управління:

- управління шляхом вибору стратегічних позицій;
- управління шляхом ранжування стратегічних завдань;
- управління в умовах стратегічних несподіванок;
- управління за слабкими сигналами.

Управління шляхом вибору стратегічних позицій застосовується, коли прив'язка нових стратегій фірми до накопиченого потенціалу обмежує можливості стратегічних дій. Це дає змогу застосувати накопичений досвід.

Відмінності управління шляхом вибору стратегічних позицій від стратегічного планування:

1. Управління шляхом вибору стратегічних позицій доповнює планування потенціалу підприємства, планування його стратегії, тобто планування розвитку всієї сукупності ресурсів комерційної (виробничої) системи доповнюється плануванням стратегії.

2. Під час реалізації запланованої стратегії і планованого розширення ресурсів фірми виникає необхідність систематично переборювати опір змінам з боку зосвоєних джерел ресурсів для фірми.

Управління шляхом ранжування стратегічних завдань застосовують для вирішення швидкоплинних завдань, що зумовлені поведінкою уряду, конкурентів, технічним прогресом тощо. Цей вид управління орієнтується на тактичну виживаність, в основі якої лежить збереження позицій підприємства у базових сферах діяльності.

Жодна досконала стратегія не може врахувати всіх ситуацій, які ви-

никають унаслідок змін у зовнішньому середовищі, а також розвитку самого підприємства. У відповідь на їх появу підприємство формує і вирішує стратегічні завдання, за допомогою яких здійснюється необхідне коригування його діяльності (політики, що проводиться, планів).

Управління на основі визначення стратегічних завдань використовується для раннього виявлення несподіваних змін як всередині, так і поза підприємством і швидкого реагування на них та у випадку, коли події, які можуть статися, повністю або частково передбачувані, але для реакції на них змінювати загальну лінію поведінки підприємства неможливо або недоцільно. Вирішуючи стратегічні завдання, підприємство має можливість своєчасно запобігти виникненню несприятливої ситуації, значною мірою пом'якшити її негативні наслідки або з максимальною вигодою для себе використати можливості, що відкриваються. Проте неможливість швидкого вирішення всіх завдань, які надходять із зовнішнього або внутрішнього середовища, змусила менеджмент підприємства піти на ранжування цих завдань.

Управління в умовах стратегічних несподіванок. У своїй діяльності підприємствам доводиться стикатися з ситуаціями, коли деякі проблеми залишаються непоміченими спостерігачами і перетворюються на стратегічні несподіванки. Про стратегічні несподіванки йдеться, коли:

- проблема виникає несподівано і усупереч очікуванням;
- проблема ставить нові завдання, що не відповідають минулому досвіду підприємства;
- невміння прийняти контрзаходи призводить або до великого фінансового збитку, або до погіршення можливостей отримання прибутків;
- контрзаходи мають бути прийняті терміново, але звичайний, існуючий на підприємстві порядок дій цього не дозволяє.

Найбільші труднощі виникають при поєднанні всіх чотирьох чинників. Колишні стратегії і плани не годяться, завдання є новими, збільшується обсяг інформації, яку треба засвоїти і вивчити. Підприємству погрожують інформаційні перевантаження. Несподіваність і вірогідність великої втрати усвідомлюються на підприємстві настільки широко, що виникає загроза загальної паніки. Турботи про збереження здорового морального клімату і складнощі, пов'язані з несподіваною ситуацією, відвертають увагу від повсякденної роботи. У такому випадку керівництво підприємства повинне зайнятися підготовкою системи надзвичайних заходів, які треба буде реалізувати у разі виникнення стратегічної несподіванки. Характерні риси цієї системи полягають у такому:

1. Коли виникає стратегічна несподіванка, починає працювати комунікаційна мережа зв'язків для надзвичайних ситуацій. Ця мережа діє, перетинаючи межі організаційних підрозділів, фільтрує інформацію і швидко передає її в усі ланки підприємства.

2. На час надзвичайного стану відбувається перерозподіл обов'язків вищого керівництва таким чином:

- одна група приділяє свою увагу контролю і збереженню здорового морального клімату на підприємстві;

- інша група проводить звичайну роботу з мінімальним рівнем зривів;
- третя група займається вжиттям надзвичайних заходів.

3. Для вироблення цих заходів вводиться в дію мережа оперативних груп:

- керівники і члени оперативних груп незалежно від каналів внутрішньоорганізаційних взаємозв'язків, що склалися, утворюють підрозділи або групи стратегічної дії, а не просто планування;

- зв'язок між оперативними групами і групою керівників вищої ланки будується за схемою зірки (кожна група пов'язана з усіма іншими безпосередньо);

- група керівників, що належить до вищого керівництва, формулює загальну стратегію, розподіляє відповідальність між виконавцями і координує управління;

- низові оперативні групи виконують роботу на своїх ділянках.

4. Оперативні групи і зв'язок між ними організуються заздалегідь і проходять випробування в не кризових умовах.

За дуже рідкісними виключеннями підприємства не створюють формальних систем управління в умовах стратегічної несподіванки. Основні риси системи, описаної вище, відповідають реальному досвіду вирішення непередбачених завдань.

Управління за слабкими сигналами. Проблеми, що виявляються під час спостереження за зовнішньою обстановкою, по-різному забезпечені інформацією. Одні настільки очевидні й конкретні, що підприємство в змозі оцінити їх значущість і вжити відповідних заходів для їх вирішення. Назвемо їх проблемами, які визначаються за сильними сигналами.

Про інші проблеми відомо лише за слабкими сигналами – ранніми і неточними ознаками настання деяких подій.

Такі слабкі сигнали з часом міцніють і перетворюються на сильні. Тому при високих рівнях нестабільності з'являється необхідність готувати рішення ще тоді, коли із зовнішнього середовища надходять слабкі сигнали. Порядок дій підприємства при слабких сигналах про виникнення проблеми показано на рис. 1.1.

Характер заходів з наростання дієвості сигналу

Рівень сигналів	Постійне спостереження	Визначення сили сигналу	Зниження стратегічної уразливості	Підвищення гнучкості реагування	Розроблення підготовчих планів і програм	Плани практичних заходів і їх здійснення
	1. Небезпека або нова можливість усвідомлюється					
	2. Джерела небезпеки або нової можливості стають ясними					
	3. Масштаби небезпеки або нової можливості набувають конкретних контурів					
4. Шляхи вирішення проблеми встановлені, результати намічених контрзаходів передбачені						

Рис. 1.1. Дії підприємства при слабких сигналах про виникнення проблем

Чим сильніше сигнал, тим менший час має в розпорядженні підприємство для реакції у відповідь. За сильним сигналом підприємство може діяти рішуче, наприклад, припинити подальше нарощування потужностей і переорієнтуватися на використання їх за іншим призначенням. Реакція у відповідь на слабкий сигнал може бути розтягнута в часі й посилюватися у міру наростання сигналу.

1.4. Стадії процесу стратегічного управління

Стратегічно орієнтоване підприємство – це підприємство, де стратегічне мислення є основною, принциповою настановою в діяльності персоналу підприємства і насамперед вищого керівництва, де існує (формується) система стратегічного управління, застосовується раціональний процес стратегічного планування, який дає змогу розробляти та використовувати інтегровану систему стратегічних планів, і поточна, повсякденна діяльність підпорядкована досягненню стратегічних орієнтирів. Таке підприємство має досить суттєві переваги порівняно з «нестратегічними організаціями».

Ці переваги виявляються в таких характеристиках:

1. Підприємство може зменшити до мінімуму негативні наслідки змін, що відбуваються, а також фактора «невизначеності майбутнього».
2. Підприємство має змогу враховувати об'єктивні (зовнішні та внутрішні) фактори, що формують зміни, зосередитись на вивченні цих факторів, сформуванню відповідних інформаційних банків.
3. Підприємство має змогу отримати необхідну базу для прийняття стратегічних і тактичних рішень.
4. Підприємство полегшує собі роботу для забезпечення довго- та короткострокової ефективності та прибутковості.
5. Підприємство стає більш керованим, оскільки за наявності системи стратегічних планів є змога порівнювати досягнуті результати з поставленими цілями, конкретизованими у вигляді планових завдань.
6. Підприємство полегшує собі можливості встановлення системи стимулювання стосовно розвитку гнучкості та пристосованості підприємства та окремих його підсистем до змін.

Стратегічне управління є різновидом процесу прийняття управлінських рішень і передбачає такі стадії: усвідомлення необхідності прийняття рішення; діагностика і структуризація проблеми; формування варіантів подальших дій; прийняття одного або декількох варіантів для реалізації; реалізація рішення; контроль за виконанням і оцінювання результатів. Водночас процес прийняття стратегічного рішення має певні особливості:

складність опису об'єктів аналізу; високий рівень невизначеності отримання результатів при реалізації рішення; наявність великої кількості змінних; критерії рішення наперед чітко невизначені й уточнюються керівником під час їх реалізації; велика трудомісткість і тривалість процесу потребує значних витрат і використання висококваліфікованих працівників. Перелічені особливості дають підставу стверджувати, що процес вирішення стратегічних завдань потребує особливої методології. Окрім цього, центр ваги проблеми переміщується з формування її стратегії на управління процесом впровадження відповідних стратегічних змін. Структуру процесу стратегічного менеджменту схематично зображено на рис. 1.2.

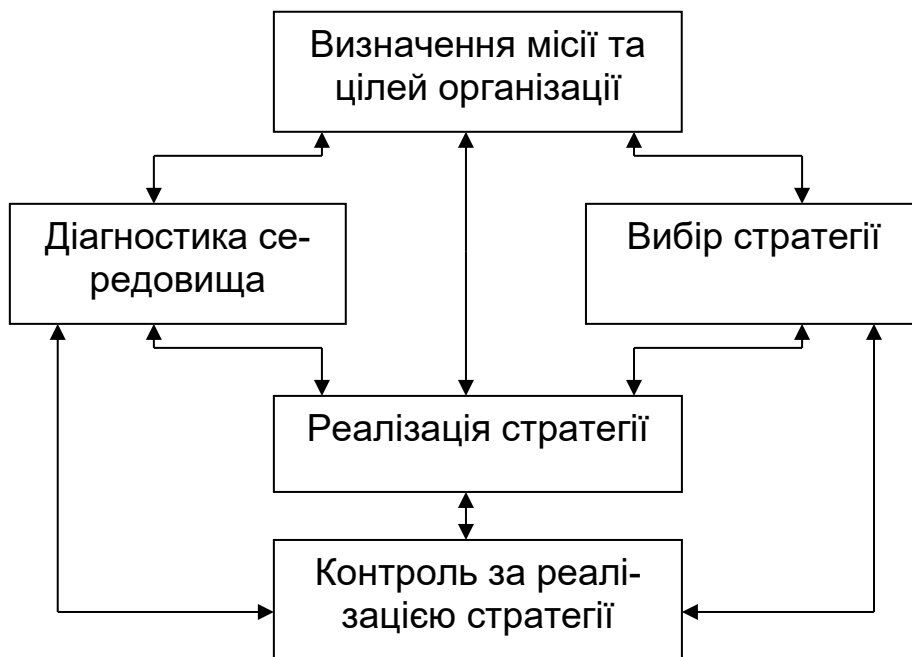


Рис. 1.2. Процес стратегічного управління в організації

Стадія *визначення місії та цілей* організації передбачає три процеси, які потребують складної та відповідальної роботи: формулювання місії організації, що в концентрованому вигляді виражає зміст її існування, призначення; визначення довгострокових і короткострокових цілей. У деяких випадках вважають за доцільне місію та цілі формулювати за результатами аналізу середовища.

Діагностика середовища організації забезпечує основу для уточнення (в деяких випадках визначення) її місії та цілей і вибору відповідної стратегічної поведінки. При цьому відбувається оцінювання зовнішнього та внутрішнього середовища шляхом формулювання основних компонент та їхніх чинників і вибір з них таких, які дійсно мають значення для організації; складання прогнозів майбутнього стану середовища.

Вибір стратегії – основа стратегічного управління. За допомогою спеціальних методів визначають, як досягти цілей і реалізувати місію організації. При цьому порівнюють чинники зовнішнього та внутрішнього середовища, аналізують можливі стратегічні альтернативи і вибирають з них конкретну стратегію, яка відповідає заданим критеріям. Вибір стратегії має певні особливості, зумовлені переважно рівнем управління.

Реалізацію стратегії вважають критичним процесом, тому що саме у випадку успішного його виконання організація досягає мети, а при неуспішному – з'являються додаткові труднощі. Найчастіше реалізація стратегії передбачає поглиблене вивчення стану середовища, цілей і сформованих стратегій; оцінювання ресурсів і можливостей їх розподілу; створення умов для мотивації працівників під час реалізації стратегії; підготовку рішення щодо організаційної структури (розроблення оптимальної структури управління, оцінювання існуючої організаційної структури та порівняння їх з метою оцінювання масштабу необхідних змін; управління процесом перетворень). На цьому етапі може виявитись, що організація не в змозі здійснити вибрану стратегію, що пояснюється недосконало проведеним аналізом і відповідно неправильними висновками або виникненням непередбачених змін у зовнішньому середовищі. Під час реалізації стратегії кожний рівень управління виконує закріплені за ним функції.

Контроль за реалізацією стратегії – завершальний процес, який здійснюється на стадії стратегічного управління і має забезпечити якісний зворотний зв'язок. Стратегічний контроль спрямований на з'ясування того, якою мірою реалізація сприяє досягненню цілей організації, і значно менше оцінює правильність виконання стратегічного плану чи окремих його етапів. За результатами стратегічного контролю здійснюється коригування цілей організації та напряму їх досягнення.

Кінцевим «продуктом» процесу вибору й реалізації стратегії є нова комбінація товарів, ринків і технологій, розроблених в організації. Перехід до нової позиції потребує перерозподілу ресурсів, з чого можна зробити висновок, що процес прийняття стратегічних рішень відповідає традиційним рішенням про вкладення капіталу. Однак прийняття стратегічного рішення на відміну від традиційного передбачає контроль за змінами у зовнішньому середовищі та пошук прийнятних варіантів випуску нових продуктів; пропонує розподіл ресурсів між наявними можливостями і тими, які можуть з'явитись; оцінює результати освоєння нового продукту і ринку; визначає варіанти, в яких організація має незаперечні конкурентні переваги тощо.

Існує багато описів послідовності виконання окремих етапів стратегічного управління. Більшість авторів погоджуються з тим, що потрібно визначити місію, проаналізувати зовнішнє та внутрішнє середовище, сформулювати цілі та стратегії їх досягнення, розробити й виконати стратегічні плани, проєкти та програми.

На практиці процес стратегічного управління не має таких точних, відокремлених один від одного етапів: порушується послідовність, оскільки більшість робіт виконується одночасно, спостерігається повернення до вже «пройдених» етапів для уточнення; межа між окремими видами робіт є дещо розмитою (наприклад, це твердження є дуже актуальним для етапів установа цілей та визначення стратегій їх досягнення). Проте стратегічне управління, що являє собою комплексний інноваційний процес, не може відбуватись ізольовано від того, що відбувається на підприємстві: кризові ситуації, конфлікти або, навпаки, прориви в ту чи іншу сферу знань і діяльності. Стратегічне управління не може розглядатися як робота винятково менеджерів вищого рівня управління.

Запитання для самоконтролю

1. Що означає термін «стратегічне управління»?
2. Якими тенденціями розвитку світової економіки була зумовлена поява концепції стратегічного управління?
3. Назвіть характерні риси, які притаманні сучасній концепції стратегічного управління.
4. Охарактеризуйте основні недоліки стратегічного управління.
5. Назвіть основні фази еволюції стратегічної концепції.
6. Визначте характерні риси бюджетування як першого етапу стратегічного управління.
7. Перелічіть переваги та недоліки поточного бюджетування.
8. Охарактеризуйте довгострокове планування як один із етапів розвитку стратегічної концепції.
9. Назвіть види стратегічного управління організацією.
10. Охарактеризуйте основні стадії процесу стратегічного управління.
11. Що таке місія підприємства? Як вона має бути сформульована?
12. Чому при реалізації стратегії контроль є необхідним?

2. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ СТРАТЕГІЧНОГО УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ

2.1. Суть та основні завдання стратегічного управління фінансами

В умовах ринкового середовища ефективне функціонування підприємства в довгостроковій перспективі, забезпечення високих темпів його розвитку і підвищення конкурентоспроможності визначаються рівнем стратегічного управління його фінансовою діяльністю. Необхідність впровадження системи стратегічного фінансового управління в практику вітчизняних підприємств зумовлена зміною умов ведення їх фінансово-господарської діяльності, які відрізняються загостренням конкурентної боротьби, зростанням невизначеності та динамізмом зовнішнього середовища. Розгляд підприємства як відкритої системи визначає високу

значущість екзогенних чинників, зміна яких здійснює вирішальний вплив на характер і ефективність розвитку бізнес-суб'єктів. Ці чинники одночасно визначають можливості та погрози подальшого розвитку підприємства, що потребує уміння адаптуватися до них. Адаптивний підхід до управління сьогодні є не тільки однією з ключових умов успіху, але й запорукою виживання підприємств.

Оснoву впровадження стратегічного менеджменту в практику фінансової діяльності підприємств становить структурне перетворення системи фінансового управління і перш за все зміна системи цінностей. На перший план фінансового управління підприємства сьогодні виходить зростання в динаміці доданої вартості, що залежить від ефективних управлінських рішень у всіх сферах діяльності підприємства.

Стратегічне управління фінансами як окремий науковий напрям сформувався на перетині стратегічного і фінансового менеджменту. Основний критерій, за яким здійснюється розмежування стратегічного управління та тактичного і оперативного, – це критерій досягнення довгострокових цілей підприємства. Стратегічний потенціал підприємства реалізується в його операційній діяльності, тому ці два напрями (стратегічне і оперативне управління) повинні розглядатися не ізольовано, а через механізм координації стратегічних цілей підприємства і фінансового управління, орієнтованого на підвищення його вартості.

Стратегічні цілі детально описують, на досягнення яких показників спрямована діяльність підприємства (рис. 2.1). Підприємство має два типи цілей: фінансові та бізнес-цілі. *Фінансові цілі* представлені фінансовими категоріями, критерії досягнення яких мають фінансове вираження, тобто результат досягнення яких можна виміряти в грошових термінах: обсяг і собівартість продажів, прибуток і рентабельність, фінансова стійкість і платоспроможність, ринкова капіталізація [13, с. 70]. Розроблення системи фінансових цілей має бути спрямовано на формування достатнього обсягу власних фінансових ресурсів, оптимізацію структури активів і капіталу, оптимізацію витрат, забезпечення платоспроможності та фінансової стійкості, рентабельне використання капіталу, забезпечення прибутковості при досягненні прийняттого рівня фінансових ризиків, зростання ринкової вартості підприємства. *Бізнес-цілі* визначають, яке саме становище підприємство хоче досягти на ринках товарів/послуг (частка на ринку, утримання клієнтів, залучення нових, перевага, що віддається клієнтами товарам/послугам підприємства). Бізнес-стратегія повинна відповідати на запитання: «Як підприємство досягатиме своїх бізнес-цілей?».

Оснoву фінансового управління становить вирішення двох питань:

1. Як раціонально використати фінансові ресурси підприємства для забезпечення його розвитку і збагачення власників?
2. Які джерела фінансування залучити для оптимізації діяльності підприємства?

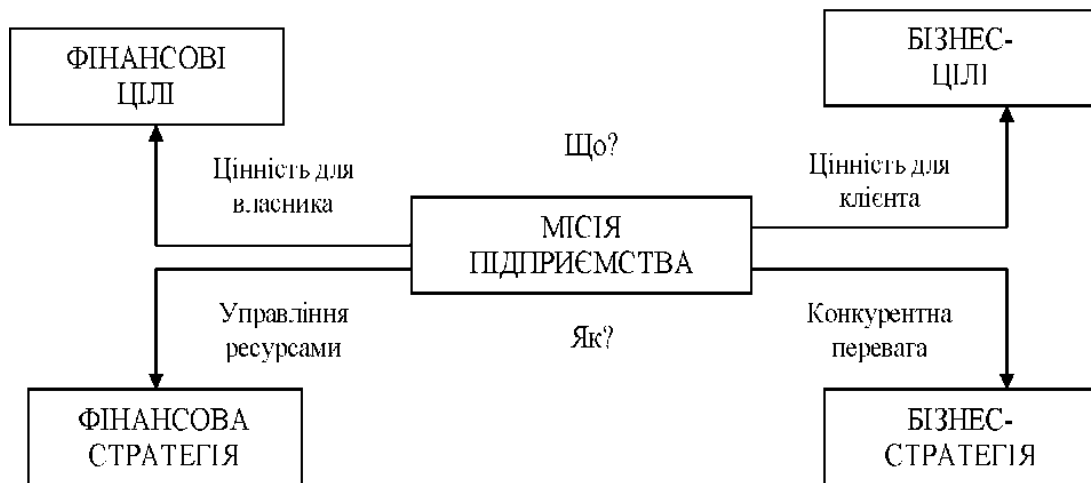


Рис. 2.1. Зв'язок стратегічних цілей з місією і стратегіями підприємства

Стратегічне управління фінансами полягає в опрацюванні фінансових аспектів будь-якого значущого для підприємства стратегічного рішення, що має незворотний характер. Наслідками такого рішення є зміна величини і структури всіх фінансових показників, які характеризують діяльність підприємства.

Існує дві **концепції (моделі) управління фінансами**, що відрізняються постановкою цілей, вибором джерел зовнішнього фінансування і об'єктів інвестування: інсайдерська (Німеччина, Японія) та аутсайдерська (США, Великобританія). Інсайдерська концепція фінансового менеджменту орієнтована на слабе дроблення капіталу, його концентрацію навколо великих банків у так званій "зв'язаній" фінансовій системі. В цій моделі максимізація вартості підприємства зазвичай не приймається як вартісний орієнтир. Головною метою є стійкий розвиток підприємства та його роль в суспільстві. Основними акціонерами підприємства є великі банки, фізичні особи і корпорації, характерна активна участь працівників підприємства в управлінні. Аутсайдерська концепція орієнтована на розпилення капіталу, оскільки власниками власного і позикового капіталу є численні утримувачі акцій і облігацій, які відносно слабо контролюють грошові потоки підприємства. Можливості банків на фондовому ринку обмежені законодавством. Ця модель потребує розвинених інститутів фінансового і фондового ринків. Найповніше вона реалізується шляхом впровадження вартісного підходу до управління [13, с. 38, 71 – 72].

Концепція стратегічного управління фінансами знаходить відображення в системі принципів і цілей функціонування, структурі та інструментах управління, механізмі взаємодії суб'єкта і об'єкта управління та формах адаптації до змінних умов зовнішнього середовища.

Методологічну основу стратегічного управління фінансами становлять принципи фінансового менеджменту і принципи стратегічного управління.

Основними принципами системи фінансового управління є такі [13, с. 35, 36, 85]:

- 1) плановість – забезпечує відповідність обсягу продажів і витрат, інвестицій і потреб ринку та врахування кон'юнктури і платоспроможного попиту шляхом впровадження сучасних методів фінансового планування (бюджетування) і контролю;
- 2) фінансове співвідношення термінів – створює мінімальний розрив у часі між отриманням і використанням коштів, що є важливим в умовах інфляції і зміни курсів валют;
- 3) врахування змін у чинному законодавстві, яке регулює підприємницьку діяльність, процеси оподаткування і обліку, бухгалтерську звітність;
- 4) гнучкість – передбачає розроблення варіанта дій у разі недосягнення планових обсягів продажів або перевищення планових витрат;
- 5) мінімізація фінансових витрат;
- 6) ефективне використання фінансових інструментів, характеристики яких змінюються в часі з урахуванням чинників невизначеності та ризику;
- 7) раціональність – вкладення капіталу в інвестиції повинне мати вищу ефективність порівняно з досягнутим її рівнем і забезпечувати мінімальний ризик.

Крім зазначених вище принципів побудова стратегічно сфокусованого підприємства передбачає реалізацію п'яти основних принципів [36, с. 71 – 79]:

- 1) трансформація стратегії на оперативний рівень;
- 2) побудова підприємства відповідно до стратегії;
- 3) реалізація стратегії стає щоденною роботою всього персоналу підприємства;
- 4) розроблення і реалізація стратегії стає безперервним процесом;
- 5) зміни реалізуються через сильне, ефективне лідерство.

Стратегічне управління, спрямоване на стабільний, стійкий розвиток підприємства, можна розглядати як динамічну *сукупність взаємозв'язаних управлінських процесів*: визначення місії і стратегічних цілей, аналіз зовнішнього і внутрішнього середовища, визначення стратегії розвитку підприємства, розроблення функціональних стратегій, стратегічних планів, їх виконання, контроль і оцінювання реалізації.

Відповідно до системного підходу стратегічне управління фінансами можна подати як систему, що складається із взаємодіючих об'єкта й суб'єкта управління. **Об'єктами стратегічного управління фінансами** є майно (активи), капітал (фінансові ресурси), вартість підприємства, а також фінансові відносини, що виникають у процесі залучення фінансових ресурсів, кругообігу капіталу і відтворення вартості. **Суб'єкт стратегічного управління фінансами** поєднує групу людей, що мають спеціальну фінансову підготовку, які за допомогою різних форм і методів ефективно управляють фінансами підприємства (фінансова дирекція, фінансовий директор, фінансові менеджери). Ці суб'єкти спрямовують свої дії на досяг-

нення цілей фінансового управління: максимізацію прибутку, максимізацію грошового потоку, скорочення витрат, зниження собівартості, зниження вартості позикового капіталу, скорочення дебіторської і кредиторської заборгованості, зростання вартості підприємства [13, с. 72 – 73].

Складність стратегічного управління фінансами визначається неоднорідністю складових його підсистем і елементів, різноманіттям зв'язків, що виникають у процесі їх функціонування. Ці взаємозв'язки вивчаються в межах процесного підходу до дослідження стратегічного фінансового менеджменту, при якому основна увага приділяється аналізу сукупності бізнес-процесів, реалізованих фінансовою системою. В остаточному підсумку складність стратегічного фінансового менеджменту спричиняє необхідність формування сукупності взаємозалежних цілей, а також приводить до появи досить великої кількості показників і критеріїв оцінювання стану фінансової системи.

Стратегічні цілі функціонування фінансової системи зазвичай взаємозв'язані в межах конкурентної стратегії підприємства і являють собою ієрархічне дерево цілей. Показники й критерії оцінювання стратегічних цілей можуть бути суперечливими. Наприклад, з огляду на підвищення параметрів фінансової стабільності підприємству необхідно мінімізувати величину позикового капіталу, що формується в тому числі й за рахунок кредитних зобов'язань підприємства. Однак у ринковій економіці кредити є потужним інструментом розвитку будь-якого підприємства. Раціональне використання кредитів приводить до появи ефекту фінансового важеля. Цей ефект припускає збільшення рентабельності власних фінансових ресурсів підприємства, отримане завдяки спільному використанню власного капіталу підприємства й кредиту.

Система стратегічного управління фінансами повинна розглядатися як *одна з підсистем загальної системи управління підприємством*. В складі системи стратегічного фінансового менеджменту управління фінансами також можуть бути виділені окремі складові (підсистеми й елементи). **Підсистемами стратегічного управління фінансами** є підсистеми формування й використання основного, оборотного, власного, позикового капіталу підприємства і підсистема управління фінансовими ризиками. У межах системи управління власним і позиковим капіталом виділяють підсистеми управління статутним, додатковим, кредитним капіталом, підсистеми управління доходами й прибутком і багато інших підсистем.

Частина системи, що не підлягає подальшій диференціації у межах даної системи, розглядається як елемент. **Елементами системи стратегічного фінансового менеджменту** є складові основного, оборотного, власного і позикового капіталу підприємства. Кожний елемент цієї системи виконує певну, властиву тільки йому функцію.

Основне правило стратегічного фінансового менеджменту: ефективне управління фінансовою системою має забезпечувати результатив-

ність діяльності підприємства в цілому та окремих його структурних підрозділів.

У сучасних умовах невизначеності ринкового середовища ключовими властивостями системи стратегічного фінансового менеджменту є динамічність, стабільність та адаптивність. Система стратегічного фінансового менеджменту спрямована на забезпечення результативності діяльності підприємства, тобто відповідності досягнутих фінансових результатів і цілей, сформульованих у межах фінансової стратегії. При цьому, використовуючи внутрішні резерви й залучаючи зовнішні ресурси, підприємство прагне досягти поставлених цілей та вийти на заплановані показники розвитку.

Критеріями ефективності системи стратегічного управління фінансами є такі:

- постійна адаптація стратегії у відповідь на зміни, що відбуваються в зовнішньому і внутрішньому середовищі;
- обумовленість поточних рішень стратегічними орієнтирами;
- існування єдиного інформаційного простору для контролю адекватності стратегії і координації управлінських рішень;
- ефективність підсистеми управління ризиками.

2.2. Функції стратегічного управління фінансами та механізм їх реалізації

Системний підхід до стратегічного управління фінансами підприємства передбачає виділення із процесу управління його основних функцій. В основу такого підходу покладено концепцію управління як сукупності заходів спрямованої дії на фінансово-господарські процеси шляхом здійснення функцій управління.

Функція управління – це спосіб виконання, здійснення, досягнення поставлених цілей шляхом розроблення і реалізації суб'єктом управління управлінських рішень.

Особливості фінансових моделей управління полягають у складі функцій, які належать до стратегічного рівня управління. Порівняльний аналіз функцій стратегічного і оперативного управління фінансами наведено в табл. 2.1.

Функції стратегічного управління фінансами виникають і реалізуються при взаємодії суб'єкта й об'єкта управління. При цьому розрізняють **загальні й конкретні функції стратегічного управління фінансами**. *Загальні функції* пов'язані з діяльністю суб'єкта управління й містять фінансове прогнозування й планування, аналіз, організацію, регулювання, координування й контроль фінансової діяльності.

Стратегічний фінансовий аналіз полягає в оцінюванні ефективності діючої на підприємстві фінансової стратегії, формуванні інформації для

прийняття стратегічних управлінських рішень і вибору оптимальної фінансової стратегії підприємства. Фінансовий аналіз забезпечує кількісне і якісне оцінювання фінансового стану підприємства, виявлення проблем та резервів його діяльності. Результати аналізу відіграють важливу роль при розробленні заходів, спрямованих на вдосконалення фінансової системи, формування оптимального механізму управління матеріальними й нематеріальними активами, основним, оборотним та інтелектуальним капіталом підприємства за рахунок використання власних і залучення позикових коштів.

Таблиця 2.1

Порівняльний аналіз функцій стратегічного і оперативного управління фінансами

Функції стратегічного рівня	Функції оперативного рівня
<ul style="list-style-type: none"> - визначення корпоративної стратегії; - розроблення і затвердження стратегічних планів бізнес-напрямів; - постановка тактичних завдань; - розроблення і затвердження фінансової політики; - розроблення цінової політики, визначення системи внутрішнього ціноутворення; - розроблення податкової політики; - затвердження напрямів використання прибутку, розроблення дивідендної політики; - формування системи показників виконання стратегічних планів, контроль їх виконання; - оцінювання ефективності діяльності 	<ul style="list-style-type: none"> - розроблення оперативної фінансової стратегії; - розроблення системи бюджетного управління; - розроблення єдиних стандартів обліку і звітності; - управління грошовими потоками операційної, фінансової та інвестиційної діяльності; - контроль розрахунків з дебіторами і кредиторами; - внутрішній аудит діяльності; - формування системи показників фінансово-господарської діяльності, контроль їх досягнення; - оцінювання ефективності поточної діяльності

Фінансове прогнозування передбачає розроблення альтернативних прогнозів внутрішніх і зовнішніх чинників та умов майбутньої діяльності підприємства з метою передбачення можливостей розвитку підприємства та визначення потенційно досяжного рівня фінансових результатів його діяльності. Ця функція ґрунтується на проведенні аналізу стану ринків капіталу й товарних ринків, динаміки цін на використані ресурси й продукцію, вироблену підприємством. На цій основі моделюються процеси, що відображають рух капіталу, включаючи рух грошових коштів, розробляється механізм формування показників фінансового стану підприємства, встановлюються величини майбутніх інвестиційних і поточних витрат та фінансових результатів діяльності підприємства. В прогнозуванні використовуються три виміри: час (як далеко вперед ми намагаємося за-

глянути?), напрям (які тенденції майбутнього?), величина (наскільки істотними будуть зміни?). Відправною точкою фінансового прогнозування є прогноз продажів і витрат, що їм відповідають, кінцевою метою – розрахунок потреби в зовнішньому фінансуванні. Фінансове прогнозування є основою для фінансового планування і фінансового бюджетування на підприємстві.

Фінансове планування – це процес розроблення фінансових планів шляхом визначення майбутніх дій щодо формування і використання фінансових ресурсів. Мета фінансового планування – забезпечення процесу відтворення відповідними як за обсягом, так і за структурою фінансовими ресурсами. Брейлі та Майєрс визначають фінансове планування як процес [3]:

- оцінювання джерел фінансування та інвестиційних альтернатив;
- проектування на майбутнє наслідків прийняття рішень;
- прийняття рішення щодо вибору інвестиційних проєктів (включаються в остаточний фінансовий план);
- зіставлення фактично досягнутих показників з цілями, встановленими у фінансовому плані.

Стратегічне планування передбачає формування цілей, завдань, масштабів і сфер діяльності підприємства на довгострокову перспективу. У фінансовому аспекті стратегічні плани визначають найважливіші фінансові показники, темпи і пропорції відтворення, характеризують інвестиційні стратегії та можливості реінвестування і накопичення [30, с. 81]. Цілями *стратегічного фінансового планування* є адаптація підприємства до прогнозованих змін зовнішнього середовища, забезпечення фінансової стійкості та платоспроможності підприємства в умовах конкурентного середовища.

Відмінність фінансового прогнозування від фінансового планування полягає в тому, що при прогнозуванні оцінюються можливі майбутні фінансові наслідки прийнятих рішень і зовнішніх чинників, а при плануванні фіксуються фінансові показники, яких підприємство прагне досягти в майбутньому [30, с. 81]. Планування стратегії припускає використання таких функцій, як прогнозування, розроблення стратегії і бюджетування. Прогнозування передуює складанню стратегічних планів, що дає змогу виробити обґрунтований підхід до стратегії підприємства. Бюджетування покликане реалізувати взаємозв'язані функції складання бюджетів, впровадження, виявлення і оцінювання результатів їх виконання.

Функція організації визначає організаційну структуру фінансового управління, в якій виникають горизонтальні та вертикальні зв'язки з приводу прийняття і реалізації управлінських рішень на різних рівнях управління, встановлює права і обов'язки виконавців, визначає професійну поведінку персоналу і стиль стратегічного управління фінансами. Функція організації у стратегічному управлінні фінансами спрямована на побудову оптимальної фінансової структури, узгодження структури і системи управління з ви-

браною стратегією, створення корпоративної культури для підтримки стратегії. Фінансова структура забезпечує координацію всіх функцій управління, відповідність об'єкта й суб'єкта управління, відповідність джерел фінансування й напрямків їх вкладення в матеріальні й інтелектуальні активи підприємства.

Регулювання як загальна функція стратегічного управління фінансами є процесом формування коригувальних дій суб'єкта управління, що приводять об'єкт управління в бажаний стан для реалізації вибраного під час планування рішення. Через механізм зворотного зв'язку визначається ступінь досягнення поставлених у межах конкурентної стратегії цілей і встановлюється ступінь неузгодженості, тобто розраховуються показники результативності функціонування фінансової системи. Зворотний зв'язок, що забезпечує успішне управління фінансовою діяльністю, повинен враховувати також наявність і дефіцит фінансових ресурсів. Для усунення неузгодженостей удаються до регулювальних впливів на фінансову систему. Різновидом регулювальних впливів є компенсувальні впливи, які зазвичай реалізуються шляхом залучення в систему додаткових ресурсів і нових фінансових інструментів. Регулювальні впливи на фінансову систему є доцільними, якщо неузгодженості в системі не мають критичного характеру, тобто не виходять за заздалегідь установлені межі. У випадку, якщо неузгодженості мають критичний характер, необхідно використовувати методи реінжинірингу, що охоплює фінансову підсистему та інші підсистеми підприємства. На практиці реінжиніринг є методом інноваційного перетворення всіх підсистем підприємства при переході до високотехнологічного виробництва.

Координація як функція стратегічного фінансового управління – це впорядковане формування ієрархічної системи розподілу завдань за центрами відповідальності, зокрема регулювання повноважень і відповідальності при їх виконанні. Основна умова ефективності стратегічного фінансового управління – узгодженість стратегічних рішень і дій керівників підрозділів і підприємства в цілому для досягнення головної мети, визначеної в довгострокових планах. Мета координації – досягнення узгодженості в роботі всіх рівнів стратегічного управління фінансами шляхом встановлення раціональних зв'язків між ними.

Функція контролю у системі стратегічного фінансового управління є механізмом зворотного зв'язку, який реалізується шляхом перевірки відповідності фінансових результатів діяльності підприємства і його структурних підрозділів показникам стратегічних фінансових планів та оцінювання ефективності виконання стратегічних управлінських рішень. Контроль за досягненням стратегічних цілей здійснюється на основі ключових показників результативності, які є індикаторами ступеня досягнення цілей, а також показників ефективності бізнес-процесів і роботи кожного окремого співробітника [36]. Контроль передбачає оцінювання відхилень фактичних показ-

ників від показників вибраної стратегії, виявлення причин цих відхилень та коригування процесу реалізації стратегічних управлінських рішень.

В умовах невизначеності ринкового середовища стратегічний контроль спрямований на запобігання виникненню можливих кризових ситуацій шляхом вирішення таких завдань [2, с. 218, 219]:

- розроблення моделі ринкової поведінки підприємства, що забезпечує прийнятне співвідношення ризик – прибутковість;
- визначення зон моніторингу загроз зовнішнього і внутрішнього середовища підприємства;
- встановлення критеріїв, що свідчать про фінансову кризу підприємства;
- розроблення інструментарію реагування на ознаки фінансової неспроможності;
- створення програм поведінки в конкурентному середовищі, мета якої – протидія і зрив активних програм інших учасників ринку, спрямованих проти підприємства або на завоювання сектору ринку, що становить для неї інтерес.

Реалізація конкретних функцій стратегічного управління фінансами безпосередньо пов'язана з функціонуванням об'єкта управління, окремих його підсистем і елементів. До конкретних функцій фінансового менеджменту відносять забезпечення підприємства фінансовими ресурсами, аналіз ринку капіталу й інвестиційних пропозицій, формування основного й оборотного капіталу підприємства, організацію управлінського обліку й бюджетування, організацію в цілому фінансової роботи на підприємстві, включаючи конкретні заходи щодо прискорення оборотності його капіталу й активів.

Функції стратегічного управління фінансами на підприємстві реалізуються через фінансовий механізм. Передусім, за допомогою механізму управління фінансами підприємств досягається забезпеченість їх необхідними грошовими коштами, здійснюються планування і стимулювання фінансових потоків, розподіл фінансових ресурсів та контроль фінансових показників діяльності.

Мета фінансового механізму – ефективна дія (вплив) на фінансову стійкість підприємства. Фінансовий механізм здійснює кількісний вплив на фінансові процеси, а якісний – на фінансові відносини [18, с. 76]. Таким чином він сприяє ефективній реалізації фінансами своїх функцій і їх взаємодії.

Фінансовий механізм підприємства являє собою багаторівневу ієрархічну систему взаємозв'язаних елементів (фінансових методів і важелів) та забезпечувальних систем (правове, нормативне й інформаційне забезпечення), використання яких спрямоване на досягнення стійкого фінансового забезпечення діяльності та відтворювальних процесів на підставі збалансованості інтересів усіх груп-учасників ринкових відносин [15, с. 58, 59].

Методи фінансового механізму визначають спосіб дії фінансових відносин на виробничо-господарські, фінансові та інвестиційні процеси на підприємстві та діяльність його структурних підрозділів. Найважливішими змістовними аспектами фінансового методу в системі фінансового механізму є формування і використання фінансових ресурсів підприємства. Дія фінансових методів реалізується шляхом управління рухом фінансових ресурсів на основі порівняння цілей і результатів, результатів і витрат та матеріального стимулювання персоналу для підвищення ступеня його відповідальності за ефективне використання фінансових ресурсів. Фінансові методи охоплюють фінансове прогнозування й планування, різні інструменти й форми фінансування інвестицій, оподаткування, страхування, а також передбачають використання таких фінансових операцій, як заставні, трансферні, трастові, лізингові, форвардні, ф'ючерсні, факторингові.

Фінансовий важіль – це конкретний прийом, спосіб дії методу фінансового механізму. Такими важелями можуть бути прибуток і дохід підприємства, його амортизаційні відрахування; економічні фонди цільового призначення, сформовані шляхом відповідних відрахувань від прибутку підприємства; платежі, що здійснюються в межах лізингових і ліцензійних угод; дивіденди; процентні ставки за кредитами і облігаціями; внески в статутний капітал дочірніх і залежних підприємств; венчурні й портфельні інвестиції; дисконтна ставка, що дає змогу враховувати різночасність фінансових вкладень і фінансових результатів; котирування валютного курсу. Реалізація контрольної функції фінансового механізму підприємств здійснюється шляхом застосування стимулів і санкцій.

Основу фінансового механізму становлять **системи забезпечення**: правове, нормативне та інформаційне. В підсистемі **нормативного забезпечення** найважливіша роль належить діючій на підприємстві системі норм і нормативів. **Правове забезпечення** реалізації фінансового механізму становлять нормативно-законодавчі акти, у тому числі укази Президента України, постанови Верховної Ради, накази міністерств і відомств, якими керуються органи управління підприємством у процесі впливу на його фінансову систему.

Інформаційне забезпечення фінансового механізму формується внаслідок використання економічної, фінансової, комерційної та іншої інформації у фінансовій системі підприємства. В умовах економіки постіндустріального суспільства, основаної на знаннях, інформація забезпечує розвиток діючих методів управління шляхом впровадження новітніх досягнень, знань та ідей, необхідних для успішного соціально-економічного розвитку підприємства. Інформація й комунікації в цих умовах стають одними з найважливіших факторів забезпечення конкурентоспроможності підприємств.

Фінансовий моніторинг забезпечує безперервне спостереження за реалізацією функцій фінансового управління та ключовими показниками діяльності підприємства, оцінювання якості управління за певний період

часу і розроблення превентивних заходів зі створення запасу фінансової міцності та зниження ризиків. Так, моніторинг ринкової вартості є одним з найбільш ефективних засобів контролю інвесторів за діями менеджерів. *Теорія агентських відносин*, яка є складовою концептуальних основ сучасної парадигми фінансового менеджменту, констатує, що між власниками і менеджерами підприємства існує певний конфлікт інтересів. У зв'язку з цим власники повинні нести певні моніторингові витрати, що забезпечують контроль діяльності менеджерів. Основними напрямками реалізації методів фінансового моніторингу є підбір контрольних індикаторів, здійснення постійного спостереження, визначення розмірів відхилень фактичних результатів від передбачених, виявлення причин цих відхилень [20, с. 101, 103, 104].

Запитання для самоконтролю

1. Які основні цілі стратегічного фінансового менеджменту підприємства?
2. Перелічіть основні принципи організації системи стратегічного фінансового менеджменту.
3. Що є об'єктом і суб'єктом стратегічного фінансового менеджменту?
4. Назвіть підсистеми стратегічного фінансового менеджменту.
5. Сформулюйте критерії ефективності системи стратегічного фінансового менеджменту.
6. Дайте визначення фінансового механізму підприємства та назвіть його складові.
7. Назвіть чинники, що визначають вартість підприємства (драйвери вартості).
8. Дайте характеристику концепції вартісно орієнтованого управління.

3. ІНСТРУМЕНТИ СТРАТЕГІЧНОГО УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ: ОБЛІК, АНАЛІЗ, ПЛАНУВАННЯ

3.1. Фінансовий і управлінський облік: завдання, принципи і призначення

Однією з найважливіших функцій управління є облікова функція. У широкому розумінні поняття "облік" означає спостереження, вимір і реєстрацію певних явищ. На сьогодні на вітчизняних підприємствах застосовуються три види обліку: податковий, бухгалтерський (фінансовий) і управлінський.

Фінансовий облік (financial accounting) – процес виявлення, виміру, реєстрації, накопичення, узагальнення і зберігання інформації про господарську діяльність підприємства, яка надається зовнішнім і внутрішнім ко-

ристувачам для прийняття рішень. Він здійснюється в інтересах насамперед зовнішніх користувачів, у тому числі акціонерів, державних органів, банків та інших суб'єктів ринкової інфраструктури. Результат бухгалтерського обліку використовують також внутрішні користувачі для прийняття управлінських рішень, зокрема керівництво підприємства і фінансисти. Принципи і методи бухгалтерського обліку розробляються міжнародними і національними професійними організаціями бухгалтерів. У фінансовому обліку відображаються окремі господарські операції, які становлять фінансові результати діяльності підприємства.

Податковий облік ведеться фіскальними органами і регулюється державою. Податковий облік, правила для якого регламентовані та законодавчо закріплені, регулює відносини між підприємством-платником податків і державою за обсягом і структурою обов'язкових податкових платежів.

Управлінський облік необхідний для внутрішніх користувачів. Основним завданням управлінського обліку є підготовка потрібної інформації для прийняття управлінських рішень. Управлінський облік не регламентується і не регулюється державними органами. Вихідними даними для складання управлінської звітності є нормативно-довідкова і фактична інформація аналітичного обліку.

Основна відмінність управлінського обліку від фінансового полягає в тому, що фінансовий облік орієнтується на зовнішніх користувачів інформації (насамперед на податкову інспекцію), а управлінський – на внутрішніх користувачів (у першу чергу, на керівників підприємства і його підрозділів) [16]. Порівняння систем фінансового та управлінського обліку наведено в табл. 3.1.

Основні риси управлінського обліку:

1. Управлінський облік здійснюється за необхідності, тільки в тому випадку, коли передбачають, що вигода від використання інформації керівництвом підприємства є більшою, ніж витрати на її збір (юридична вимога).

2. Інформація управлінського обліку має більш наближений характер, ніж фінансова інформація. Керівництво підприємства потребує швидкого надання інформації, тому що прийняття рішень не може відкладатися до одержання інформації в повному обсязі (ступінь точності інформації).

3. Сферою застосування управлінського обліку є невеликі ділянки, види діяльності, види продукції й показники (масштаб обліку).

4. Управлінський облік не має законодавчо закріпленого статусу, його інформація має конфіденційний характер. Керівництво встановлює правила управлінського обліку, які є найбільш корисними для прийняття рішень, без перевірки відповідності загальноприйнятим нормам або юридичним вимогам бухгалтерського обліку (прийняті принципи обліку).

5. В системі управлінського обліку формується і використовується фактична і прогнозна інформація. Прийняті рішення спрямовані на майбутнє, тому керівництво підприємства має потребу в детальній інформації

про передбачувані витрати й доходи (часова співвіднесеність інформації).

6. Інформація управлінського обліку вимагається керівництвом підприємства, як тільки в ній з'являється необхідність. Тому звіти, що містять дані управлінського обліку, можуть складатися щодня, щотижня або щомісяця (частота подання інформації).

Таблиця 3.1

Порівняння систем фінансового і управлінського обліку

Ознака порівняння	Управлінський облік	Бухгалтерський (фінансовий) облік
Обов'язковість ведення	Визначається адміністрацією	Регулюється Законом України «Про бухгалтерський облік і фінансову звітність» та П(С)БО
Користувачі інформації	Обмежене коло управлінського персоналу підприємства	Широке коло зовнішніх і внутрішніх користувачів
Мета обліку	Надання інформації менеджменту для планування, управління, контролю	Складання фінансової звітності
Точність інформації	Багато наближених оцінок	Незначні відхилення в межах границь істотності
Об'єкт обліку та звітності	Центри відповідальності, окремі види діяльності та продукти	Підприємства в цілому
Принципи обліку	Корисність інформації для прийняття рішень	Визначені стандартами бухгалтерського обліку
Базисна структура	Залежить від поставленої мети використання інформації	Рівність: Активи = Капітал + Зобов'язання
Часовий аспект інформації	Оцінювання фактичних даних і складання планів на майбутнє	Відображення в обліку операцій безпосередньо після їх здійснення
Облікові вимірники	Грошові, натуральні, трудові, якісні	Грошові, натуральні, трудові
Частота подання звітності	Залежить від потреб управління (денна, тижнева, місячна)	Регулярно (проміжна, річна)
Строки подання звітності	Оперативно після закінченні звітного періоду	Установлені законодавством
Ступінь відповідальності за помилки	Дисциплінарна	Адміністративна
Групування витрат	За напрямками обліку	За елементами витрат
Ступінь відкритості інформації	Конфіденційний характер	Публічна
Порядок розрахунку фінансових результатів	Залежно від мети розраховується прибуток або маржинальний дохід за центрами відповідальності	Фінансовий результат від всіх видів діяльності визначається на рахунку 79 «Фінансові результати»

Управлінський облік доцільно розглядати як систему збору і реєстрації інформації щодо господарської діяльності підприємства і його структурних підрозділів та підготовки необхідної інформації внутрішнім

користувачам для прийняття управлінських рішень. Управлінський облік є складовою процесу управління, що спрямована на формування інформації для таких дій: визначення стратегії і планування; контроль поточної діяльності; оптимізація використання ресурсів; оцінювання ефективності діяльності; зниження рівня суб'єктивності в процесі прийняття управлінських рішень; зміцнення фінансової дисципліни на підприємстві.

Основні функції і завдання управлінського обліку полягають у такому [9]:

- формування інформації, необхідної для прийняття стратегічних і оперативних управлінських рішень;
- оцінювання величини фактичних витрат за носіями (продуктами, роботами і послугами) і місцями виникнення (центрами відповідальності);
- аналіз витрат і результатів та їх відхилень від установлених норм, стандартів і кошторисів;
- складання аналітичних звітів (управлінської звітності).

Система управлінського обліку повинна відповідати функціональному поділу підприємства і забезпечувати ефективність роботи кожної сфери діяльності. Такий підхід до організації обліку допускає визначення таких **складових частин системи управлінського обліку** [26]:

1. Управлінський облік постачальницько-заготівельної діяльності – задовольняє інформаційні потреби щодо формування заготівельної вартості ТМЦ, оптимальних розмірів товарно-виробничих запасів, вибору постачальника.

2. Управлінський облік виробничої діяльності (центральна ланка) – складаються кошториси витрат виробничої собівартості, проводиться класифікація витрат виробництва, вибираються методи розподілу загально-виробничих витрат між виробництвами, центрами відповідальності та видами продукції.

3. Управлінський облік витрат на робочу силу – задовольняє інформаційні потреби щодо витрат на робочу силу (професійний і кваліфікаційний склад, форми і системи оплати праці, преміювання).

4. Управлінський облік інвестиційної діяльності та фінансування – забезпечення підприємства капіталом (планування і аналіз фінансів).

5. Управлінський облік фінансово-збутової діяльності – задовольняє інформаційні потреби про ринки збуту продукції, ціну на продукцію. На цьому етапі складається кошторис витрат на збут, проводиться аналіз виконання кошторису, визначаються прибутковість виробництва і реалізації, рентабельність реалізованої продукції (розрахунок варіантів альтернативних дій).

6. Управлінський облік організаційної діяльності – необхідний для задоволення інформаційних потреб менеджерів різних рівнів про витрати, пов'язані з управлінням підприємством в цілому та за центрами відповідальності. На цьому етапі складаються кошториси адміністративних витрат і

загальновиробничих витрат підприємства.

Основними етапами побудови системи управлінського обліку підприємства є методологічний, методичний і технічний [9]. *На першому етапі* вибирається модель управлінського обліку залежно від завдань, вирішення яких покликано забезпечити облікова система (абсорпшен-костинг або директ-костинг з відповідними модифікаціями; інтегрована або автономна система), визначаються об'єкти витрат та ознаки узагальнення в обліку інформації для аналізу за окремими сегментами ринку (за галузевою або територіальною ознакою, а також за номенклатурою товарів). *Другий етап* характеризується вибором методів управлінського обліку, які забезпечать формування інформації, необхідної для прийняття управлінських рішень: визначення плану рахунків бухгалтерського обліку (у разі потреби додаткової системи рахунків); підбір складу реєстрів аналітичного і синтетичного обліку; вибір складу калькуляційних статей для обліку витрат; розроблення форм внутрішньої звітності та контроль за здійсненням господарських операцій і виконанням виробничих завдань. *Третій етап* передбачає визначення кола осіб і розмежування обов'язків між працівниками.

3.2. Фінансовий аналіз: суть, види і використання результатів для прийняття стратегічних фінансових рішень

Аналіз – це метод наукового дослідження (пізнання) та оцінювання явищ і процесів, в основі якого лежить розкладання досліджуваного об'єкта на окремі складники, елементи, внутрішньо властиві цьому об'єкту, і їх вивчення.

В економіці аналіз застосовується з метою виявлення суті, закономірностей, тенденцій і оцінювання економічних і соціальних процесів, вивчення фінансово-господарської діяльності на всіх рівнях (підприємства, галузі, країни) і в різних сферах відтворення (матеріальному виробництві, розподілі, обміні та споживанні).

У ринкових умовах аналіз є одним з головних інструментів стратегічного фінансового менеджменту підприємств. Для того, щоб підприємство мало можливість вижити в умовах жорсткої конкурентної боротьби, необхідно забезпечити стійкість фінансового стану, прибутковість, ефективне використання фінансових ресурсів і резервів. *Фінансовий аналіз надає необхідну для прийняття стратегічних управлінських рішень інформацію щодо поточного і перспективного фінансового стану підприємства.* Аналіз є вихідною точкою прогнозування, планування, контролю, управління економічними об'єктами.

Суть, предмет, об'єкти і методи вирішення завдань фінансового аналізу мають свою специфіку. У традиційному розумінні **суть фінансового аналізу** розглядається як метод оцінювання і прогнозування фінансового стану підприємства за даними фінансового обліку і звітності. Сучасний фі-

нансовий аналіз охоплює досить широке коло питань, які виходять за межі оцінювання фінансового стану підприємства. **Основними завданнями фінансового аналізу є такі:**

- комплексний аналіз (оцінювання складу і структури джерел фінансових ресурсів, аналіз джерел власних і позикових коштів, аналіз кредиторської заборгованості, оцінювання складу і структури активів, їх стану і руху, аналіз основного і оборотного капіталу, дебіторської заборгованості);
- аналіз платоспроможності та ліквідності підприємства;
- аналіз грошових потоків і оцінювання оптимального рівня грошових коштів підприємства;
- аналіз ділової активності підприємства;
- аналіз ефективності діяльності (структури і динаміки доходів і витрат підприємства, беззбитковості, рентабельності, можливостей стійкого зростання капіталу);
- аналіз фінансової стійкості (абсолютних і відносних показників, оцінювання запасу фінансової стійкості);
- аналіз ринкової активності підприємства;
- аналіз інвестиційної діяльності та оцінювання ефективності інвестиційних проектів підприємства;
- аналіз фінансових резервів підприємства;
- аналіз ризику підприємницької діяльності підприємства.

Характеристику форм проведення фінансового аналізу наведено в табл. 3.2. Основний зміст *зовнішнього фінансового аналізу*, який здійснюється за даними публічної фінансової звітності, полягає в аналізі абсолютних показників прибутку, відносних показників рентабельності, фінансового стану і ринкової стійкості, платоспроможності підприємства і ліквідності його балансу, ефективності використання позикового капіталу, оборотності оборотних коштів, економічній діагностиці фінансового стану і рейтинговому оцінюванню підприємства. Інформаційна база *внутрішнього фінансового аналізу* набагато ширша, тому його основний зміст може бути доповнений і іншими аспектами, що мають значення для оптимізації управління, такими як аналіз ефективності авансування капіталу, аналіз взаємозв'язку витрат, обороту і прибутку.

Метод фінансового аналізу – це системне, комплексне дослідження, взаємозв'язане вивчення, оброблення і використання інформації фінансового характеру з метою виявлення і мобілізації резервів ефективності використання фінансових ресурсів і встановлення оптимальної структури їх джерел для забезпечення стійкого розвитку підприємства.

Використання результатів фінансового аналізу при формуванні фінансової стратегії підприємства дає можливість виявити негативні тенденції розвитку окремих категорій показників, виділити чинники, що вплинули на ці процеси і розробити заходи на майбутнє, які дають змогу не лише усунути негативні наслідки минулих подій, але й попередити їх повторення

в майбутньому.

Орієнтованість фінансової стратегії підприємства на збільшення добробуту власників і максимізацію вартості підприємства обумовлює необхідність проведення комплексного різностороннього аналізу фінансово-господарської діяльності підприємства в попередньому періоді, оскільки збільшення цих двох показників (добробут власників і вартість підприємства) залежить від ефективного і злагодженого функціонування всіх механізмів підприємства.

Таблиця 3.2

Характеристика форм проведення фінансового аналізу

Форма проведення аналізу	Характеристика
Зовнішній	Проводиться зацікавленими контрагентами, власниками або державними органами, які не мають доступу до внутрішньої інформаційної бази підприємства Ґрунтується на даних бухгалтерської звітності
Внутрішній	Проводиться внутрішніми службами (відділами) підприємства. Передбачає використання різноманітної інформації, що циркулює всередині підприємства
Повний	Проводиться з метою вивчення всіх аспектів фінансової діяльності підприємства в комплексі
Тематичний	Обмежується вивченням окремих аспектів фінансової діяльності підприємства
Аналіз фінансової діяльності підприємств у цілому	Об'єктом вивчення є фінансова діяльність підприємства (об'єднання) в цілому без виділення окремих його структурних одиниць і підрозділів
Аналіз фінансової діяльності центрів фінансової відповідальності	Передбачає аналіз фінансової діяльності окремих структурних одиниць і підрозділів. Базується в основному на результатах управлінського обліку підприємства
Аналіз окремих фінансових операцій	Предметом аналізу можуть бути окремі операції, пов'язані з короткостроковими або довгостроковими фінансовими вкладеннями, фінансуванням окремих реальних проєктів
Попередній фінансовий аналіз	Пов'язаний з вивченням умов фінансової діяльності в цілому або здійсненням окремих фінансових операцій підприємства (наприклад, оцінювання власної платоспроможності за необхідності отримання великого банківського кредиту)
Поточний (або оперативний) фінансовий аналіз	Проводиться в процесі реалізації окремих фінансових планів або здійснення окремих фінансових операцій з метою оперативного впливу на результати фінансової діяльності
Перспективний фінансовий аналіз	Обґрунтування на основі вивчення сформованих тенденцій зміни фінансового стану значень ключових показників, що визначають його фінансову стійкість у майбутньому, з позиції їх відповідності цілям розвитку підприємства в умовах мінливого зовнішнього і внутрішнього середовища і під впливом прийнятих рішень

Необхідно враховувати, що фінансовий аналіз ґрунтується на мину-

лих даних. Тому його результати характеризують фінансовий стан підприємства за попередній період. Але сьгоднішні управлінські рішення, прийняті на основі результатів фінансового аналізу, можуть вплинути на майбутній фінансовий стан.

Жодна спроба оцінити ефективність діяльності підприємства не може дати правильних на всі сто процентів відповідей. Досягнуте розуміння того, що відбувається, буде відносним, оскільки в різних підприємствах і галузях умови для виробництва і ведення бізнесу різні. Поправки на відмінності в системах бухгалтерського обліку є додатковою складністю, оскільки зміна системи обліку може значно спотворити аналізовану інформацію і порушити її порівнянність з аналогічними даними іншого періоду. Користувачеві аналітичної інформації необхідно обов'язково враховувати це при формуванні фінансової стратегії.

3.3. Фінансове планування – інструмент реалізації фінансової стратегії підприємств

Вибір фінансової стратегії підприємства повинен бути підкріплений стратегічним фінансовим планом і програмою реалізації поставленої цілі. Реалізація фінансової стратегії являє собою процес, у якому управління перетворюється на дії на основі розроблених програм (планів), процедур і правил. Це дасть можливість підприємству адекватно реагувати на відхилення від заданого (цільового) вектора розвитку і переглядати стратегічні орієнтири.

Процеси фінансового планування і фінансової стратегії підприємства підпорядковуються тим самим закономірностям економічного і соціального розвитку. Пріоритетність фінансового планування у формуванні фінансової стратегії підприємства обумовлена необхідністю фінансового обґрунтування напрямів стійкого розвитку.

З системних позицій **стратегічне фінансове планування** розглядається як центральна система підтримки фінансової стратегії для визначення орієнтирів стійкого розвитку підприємства в просторі та часі. Його **предметною сферою** є пошук, оцінювання і вибір стратегічних альтернатив та прогнозування стійкого розвитку підприємства.

Завдання, пов'язані з вибором фінансової стратегії, повинні бути орієнтовані на досягнення головної мети стійкого розвитку – максимізації вартості підприємства. Незважаючи на визнання показника прибутку як оцінної характеристики діяльності підприємства, міжнародний досвід переконує, що орієнтація на максимізацію прибутку може бути реальною тільки при розширенні виробництва. В умовах кризи або нестабільного фінансового стану більш придатним є показник вартості підприємства. Саме цей підхід припускає дослідження таких характеристик фінансової діяльності підприємства: можливість вибору декількох альтернатив фінансування на

основі стратегічної діагностики; оптимізація структури капіталу; оцінювання гнучкості окремо взятої альтернативи; оцінювання факторів невизначеності формування активів і пасивів стратегічних планів; забезпечення взаємозв'язку стратегічних і тактичних фінансових планів та ідентифікація відхилень фактичних результатів від планових показників.

Посилення комплексності стратегічних рішень потребує постійної **гармонізації фінансових планів**. Складність реалізації цього завдання обумовлюється об'єктивними причинами, пов'язаними з формуванням стратегічних фінансових планів, зокрема це такі: тривалість періоду реалізації стратегічного фінансового плану і наявність численних альтернатив прийняття рішень; неможливість установаження єдиних, стандартних критеріїв збалансування активів і пасивів стратегічного фінансового плану; застосування як індикаторів оцінювання активу і пасиву критеріальних показників, які можуть бути непорівнянними. Під гармонізацією фінансових планів слід розуміти не визначену рівність, а *багатокритеріальну відповідність індикаторів активу і пасиву стратегічного плану за термінами і обсягами*. Процес фінансового планування є безупинним і передбачає повне збалансування елементів і механізмів його реалізації. З цього твердження випливає необхідність оцінювання відповідності трьох *елементів активу стратегічного плану*: обсягу виробництва, структури і величини витрат виробництва і ціни (виручки від реалізації). *Пасив стратегічного фінансового плану* визначається як структура джерел фінансування на основі сукупності індикаторів: вартості підприємства, рентабельності та оборотності власного капіталу, ризику реалізації фінансової стратегії.

Ґрунтуючись на концепціях безперервного розвитку і самоорганізації економічних систем, слід підкреслити, що кожна система обмежена у фінансових можливостях. Завдання має визначатися встановленою траєкторією руху, яка буде відображатися через фінансове планування головної цілі підприємства – максимізації вартості при дотриманні таких обмежень стійкості системи: досягнення цілей в окремих періодах, продуктово-ринкових і соціальних цілей, виробничих і екологічних програм і потенціалу, а також пов'язаних з ними заходів щодо реалізації цілей. З фінансової точки зору розроблення стратегічного фінансового плану передбачає пошук балансу між зовнішніми можливостями (з урахуванням неминучого ризику) і внутрішніми можливостями самого підприємства. Мотиваційною основою механізму фінансового планування є прояв властивості ієрархічності економічних систем, де головною умовою досягнення синергетичного ефекту є цілеорієнтованість системи і її елементів, серед яких центри фінансової відповідальності; структури (пріоритети), обмежені в часі; фінансові показники – деталізовані фінансові плани за центрами фінансової відповідальності.

Стратегічне фінансове планування розглядається як сукупність стратегічних установок, принципів і методів формування об'єкта фінансо-

вого планування. Дані про виконання стратегічних планів узагальнюються з метою контролю за реалізацією фінансової стратегії на конкретному її етапі. Інформація про виконання планових показників за рівнями управління і центрами фінансової відповідальності формує банк даних для прийняття управлінських рішень. Зовнішня релевантна інформація використовується для координації фінансової стратегії на окремих етапах і коректування рішень щодо виконання тактичних планів. Стратегічна діагностика пов'язує перспективи розвитку і цілі підприємства для розроблення фінансової стратегії. Всі блоки механізму фінансового планування тісно взаємозв'язані й залежать від забезпеченості рівнів прийняття рішень, ресурсів і якості інформації, послідовності та структури реалізації поставлених завдань. Взаємозв'язок стратегічних і тактичних планів досягається шляхом деталізації планів за центрами фінансової відповідальності, функціональними завданнями, видами продукції і ринками збуту.

Контроль за виконанням фінансових планів дає можливість оперативно регулювати їх реалізацію і за необхідності їх коректувати. Зокрема, тактичний фінансовий план є інструментом реалізації фінансової стратегії, який дає змогу відслідковувати і координувати цей процес. Ієрархія будується таким чином, щоб звести до мінімуму коректування стратегічних і тактичних фінансових планів підприємства за допомогою своєчасного впливу на фінансові плани нижнього рівня планування. При цьому коректування фінансових планів рекомендується здійснювати, якщо фактичні значення контрольних показників відхиляються від планових не менш ніж на 5 %.

Процедура стратегічного фінансового планування передбачає такі аспекти: прогнозування системи збалансованих фінансових показників за принципом економічного компромісу – максимізації економічної вигоди; вибір найкращого варіанта стратегічного фінансового плану на основі інтегрального критерію потенціалу фінансової стійкості; оцінювання структури стратегічних переваг окремих елементів і відповідності їх принципу оптимальності Парето.

Процедура формування прогнозних показників фінансових результатів передбачає шість етапів: постановка задачі прогнозування фінансових результатів відповідно до вектора стратегічної альтернативи; обґрунтування моделей очікуваної прибутковості й витрат; прогнозування чистого прибутку; статистичне і логічне оцінювання адекватності моделі; оцінювання чутливості характеристик, які впливають на прибуток і коригування прогнозних функцій; формування ключових показників прогнозу фінансових результатів.

Методологічним базисом прогнозування показників дохідності та прибутковості є положення теорії вартості, беззбитковості та ризику, відомі методи екстраполяції і прогнозування. Прогнозування показників фінансових результатів ґрунтується на побудові моделей оптимізації доходу, витрат і прибутку з урахуванням залежності обсягу продажів від ціни. Кіль-

кісне оцінювання зв'язку цінової політики і обсягу продажів при заданому векторі стратегічної альтернативи розвитку підприємства здійснюється на основі відомого методу найменших квадратів. Для спрощення процедур прогнозування кредитна ставка і ставка податку на прибуток беруться на рівні попереднього періоду. Операційні доходи і витрати вважаються умовно-змінними величинами і прогнозуються прямо пропорційно виручці. Фінансові витрати визначаються на основі прогнозних показників позикового капіталу за результатами оптимізації структури капіталу.

Залежно від типу фінансової стратегії розрізняють такі *види прибутку*: мінімальний – відповідає стратегії становлення, тобто прибуток, який забезпечує беззбиткову діяльність; максимальний – стратегії розвитку; нормальний – стратегії стабілізації; критичний – стратегії диверсифікації. Таким чином, оптимальний прибуток являє собою не прогнозний прибуток, а прибуток, який вважається оптимальним унаслідок реалізації конкретної стратегічної альтернативи.

Ключовими напрямками **прогнозування фінансових показників у форматі балансу** є такі: вибір моделей прогнозного балансу (перспективний, директивний, проєктований); вибір методів підготовки та оцінювання інформації для розроблення прогнозних балансів; прогнозування фінансових потреб на основі змін коефіцієнтів; обґрунтування методів прогнозування активів і пасивів підприємства.

Розрахунки прогнозних фінансових показників у форматі балансу здійснюються за допомогою *методів*: пропорційної залежності статей балансу від обсягу продажів; зміни балансових коефіцієнтів, обумовлених масштабом виробництва чи ефектом масштабу; лінійного програмування і комплексної моделі фінансового планування.

Прогнозування показників активів і пасивів ґрунтується на таких *припущеннях*:

1. Фінансові показники взаємозв'язку і показники активу мають бути збалансовані з джерелами фінансування. Так, зміна обсягу продажів визначається зміною фінансових потреб підприємства. Тому однією з проблем є зведення його показників, подолати яку можна ітераційним шляхом. Традиційна рівність, яка існує у межах балансу, порушується внаслідок того, що зростання активів, зобов'язань і капіталу прогнозується окремо. Це потребує розроблення попередніх базових прогнозів, оснований на складених трендах, оптимізаційних моделях і параметрах відповідного типу фінансової стратегії. Остаточні стратегічні фінансові плани формуються на основі ітераційного процесу модифікації альтернативних планів.

2. Розрахунок статей активу і пасиву балансу здійснюється на основі сформованих обмежень для різних стратегічних альтернатив (табл. 3.3), отриманих за результатами стратегічної діагностики.

3. Розрахунок статей пасиву здійснюється за результатами вибору оптимальної структури капіталу. Величина нерозподіленого прибутку ви-

значається на основі прогнозних показників фінансових результатів. Прогнозна величина грошових коштів розраховується за результатами прогнозування чистого грошового потоку. Показники пасиву повинні задовольняти співвідношенню темпів зростання власного капіталу T_{BK} , інвестицій $T_{інв}$ і позикового капіталу $T_{ПК}$ у межах «золотого правила економіки» і моделі економічного зростання:

$$T_{BK} > T_{інв} > T_{ПК}. \quad (3.1)$$

Таблиця 3.3

Система обмежень прогнозування фінансових показників залежно від типу фінансової стратегії підприємства [20, с. 288]

Тип стратегії	Обмеження за статтями активу	Обмеження за статтями пасиву	Обмеження за чистими активами і чистими пасивами	Обмеження за чистим оборотним капіталом	Додаткові обмеження
Становлення	$A_3 < A_2$ $ДЗ_2 < ДЗ_1$	$П_4 > П_1 + П_2 + П_3$	$СК > ЧА$, $СК > ЧП$, $ЧП \leq 0$	$ЧОК < 0$, $ПФП < 0$, $ГК \geq 0$; $ЧОК < 0$, $ПФП > 0$, $ГК > 0$ $ЧОК_{t-1} < ЧОК_t$	$НФЗ < ФА$
Розвиток		$BK_{t-1} < BK_t$	$ЧА > 0$, $ЧП > 0$, $ЧА > СК$, $ЧП > СК$	$ЧОК > 0$, $ПФП > 0$, $ГК \geq 0$	$ВР_{t-1} < ВР_t$, $K_{пр} = П_4 / BK \uparrow$, $B_{пс} < П_м$, $B_{с t-1} > B_{с t}$; $K_{рс} \uparrow$
Стабілізація		$BK > ПК$	$СК = ЧА$, $СК = ЧП$, $ЧП > 0$	$ЧОК > 0$, $ПФП < 0$, $ГК > 0$, $ЧОК_{t-1} < ЧОК_t$	$ВР > B_c$, $П_{ч t-1} < П_{ч t}$
Диверсифікація	$A_4 \leq 60\%$; $A_1 + A_2 + A_3 \geq 40\%$ $A_2 \rightarrow A_1$		$СК > ЧА$, $СК > ЧП$, $ЧП > 0$	$ЧОК < 0$, $ПФП > 0$, $ГК = 0$	$РОД_{t-1} <$ $< РОД_t$, $ВР > B_c$

Позначення: A_1 – найбільш ліквідні активи; A_2 – швидко мобілізовані активи; A_3 – повільно реалізовані активи; A_4 – важко реалізовані активи; $ДЗ_1$ – дебіторська заборгованість строком мобілізації до 90 днів; $ДЗ_2$ – дебіторська заборгованість строком мобілізації більше 90 днів; $П_1$ – найбільш термінові зобов'язання; $П_2$ – короткострокові зобов'язання; $П_3$ – менш термінові зобов'язання; $П_4$ – постійні та прирівняні до них пасиви; BK – власний капітал; $ПК$ – позиковий капітал; $СК$ – статутний капітал; $ЧА$ – чисті активи; $ЧП$ – чисті пасиви; $ЧОК$ – чистий оборотний капітал; $ПФП$ – поточні фінансові потреби; $ГК$ – грошові кошти; $НФЗ$ – нефінансові зобов'язання; $ФА$ – фінансові активи; $ВР$ – виручка; $K_{пр}$ – коефіцієнт потенціалу економічного розвитку; $П_ч$ – чистий прибуток; $B_{пс}$ – постійні витрати; $П_м$ – маржинальний прибуток; B_c – витрати (собівартість); $K_{рс}$ – коефіцієнт ресурсовіддачі; $РОД$ – результат операційної діяльності.

4. Перевірка на адекватність запропонованої моделі прогнозного балансу виконується відповідно до заданої моделі стійкого зростання підприємства.

Ці положення є підґрунтям здійснення *послідовності процедур прогнозування активів і пасивів підприємства* й інтегрують сім етапів: підготовка і оцінювання якісних характеристик вихідного балансу; оцінювання впливу облікової політики підприємства на зміну статей балансу; формування структури чистих активів підприємства; формування структури чистих пасивів підприємства; розрахунки прогнозних показників; прогнозування перспектив стійкого розвитку підприємства на основі критерію його стратегічної вартості; оцінювання адекватності сформованої моделі прогнозного балансу.

Оцінка перспектив розвитку підприємства ґрунтується на футуристичній оцінці, а не на оцінці за історичною собівартістю. Футуристична оцінка невизначена і багатоваріантна, тому можливі різні прогнози економічної вигоди і на момент визначення майбутньої оцінки активу вона є нижчою від номіналу. Для одержання точних і надійних прогнозів доцільно використовувати *критерій балансу змінних*, основна ідея якого полягає в такому: закон зв'язку між змінними системи, встановлений у попередньому періоді за рівнями рядів динаміки фінансових показників, повинен виконуватися у прогнозному періоді.

Прогнозування грошових потоків передбачає таку послідовність: прогнозування чистого прибутку, розрахунок майбутніх чистих грошових потоків, дисконтування грошових потоків. Розрахунок майбутніх грошових потоків припускає використання оцінок математичного сподівання прибутку за трьома сценаріями: оптимістичним, песимістичним і найбільш імовірним.

3.4. Роль бюджетування в стратегічному управлінні фінансами

Актуальність впровадження системи бюджетування як інструмента управління для підприємств має переваги, подані нижче.

По-перше, використання цієї технології забезпечує нерозривний зв'язок стратегічних фінансових цілей з планами, спрямованими на їх досягнення, і оперативними процесами, які забезпечують реалізацію стратегічного фінансового плану. Фінансова стратегія підприємства повинна бути реалізована у вигляді системи значень основних показників ефективності. Іншими словами, цілі, що поставлено в стратегічному плані, мають бути економічно обґрунтовані й уточнені в перспективних, поточних і оперативних планах. З цією метою необхідно використовувати **стратегічно орієнтовану систему бюджетного управління підприємством**. Іншими словами, система бюджетування повинна допомагати не тільки вирішувати завдання оперативного управління, але й досягати стратегічних цілей, які ставить керівництво підприємства.

Бюджет підприємства є інструментом кількісного (монетарного) опису

стратегії і тактики досягнення цілей, поставлених різним бізнес-одинацям. Саме бюджетування приводить стратегію в дію. Розроблення бюджетів забезпечує кількісну визначеність вибраним перспективам існування підприємства. Роль бюджету – перетворити довгострокові плани на проекти, які мають бути здійснені в найближчому майбутньому. Бюджетування є інструментом досягнення стратегічних і тактичних фінансових цілей підприємства.

По-друге, **управлінська технологія бюджетування – це інструмент планування, обліку і контролю**. Ці функції бюджетування реалізуються за допомогою формування звітності про виконання бюджету, де зіставляють планові та фактично досягнуті значення показників. Дані про фактичні результати за певний період порівняно із запланованими показниками є основою для здійснення управління за відхиленнями. В межах такого управління головна увага менеджерів вищої ланки концентрується на видах діяльності, за якими не виконано бюджет. За результатами порівняння проводиться аналіз відхилень, досліджуються причини їх виникнення, визначаються відповідальні особи. При цьому в контексті стратегічного управління необхідно сконцентрувати увагу на створенні нової вартості (цінності), невикористаних функціональних можливостях забезпечення стійкого зростання. Регулярна звітність щодо відхилень є основою системи управлінського контролю. Якщо будуть виявлені значні розбіжності, слід вживати корегувальних заходів для досягнення цілей підприємства. Якщо виявиться, що закладені до бюджету цифри ґрунтовані на неправильних припущеннях стосовно майбутнього, то може виникнути необхідність перегляду бюджету. Таким чином, бюджет є інструментом, який дає змогу оцінити якість господарської діяльності та планування [32, с. 91]. Оцінювання якості та обґрунтованості планування є дуже важливим, оскільки формування неправильних кількісних орієнтирів, відповідно до яких підприємство діє, неточне визначення часової структури і обсягу фінансових потреб, неефективна процедура узгодження і прийняття бюджетів можуть призвести до погіршення фінансової ситуації. Результатами контрольної функції бюджетування є формування інформації щодо такого [4, с. 85, 86]: проблемних видів діяльності або складових виробничо-комерційного циклу; центрів відповідальності, які не справляються з покладеними завданнями; асортиментних зрушень і їх впливу на фінансові результати; напрямів, за якими підготовлений бюджет був нереалістичним.

По-третє, **бюджетування дає змогу координувати діяльність різних підрозділів і підприємства в цілому**. Одним з найголовніших аспектів процесу бюджетування є встановлення зв'язку між бюджетами різних підрозділів підприємства таким чином, щоб плани одного підрозділу відповідали і доповнювали плани інших підрозділів. Бюджетування дає змогу децентралізувати процес управління на прийнятному для власника рівні ризику втрати контролю над бізнесом. Це реалізується через центри фінансової відповідальності (ЦФВ), які формують фінансову структуру під-

приємства. Децентралізація управління на практиці означає делегування вниз контролю і відповідальності за локальні результати. Оцінювання результатів діяльності підприємства і його ЦФВ є головним компонентом системи бюджетування. Діяльність ЦФВ повинна підпорядковуватися довгостроковому завданню прирощення вартості підприємства, тому оптимальним критерієм їх оцінювання є показник економічного прибутку і його модифікації. Планування фінансової діяльності через визначення бюджетів структурних підрозділів дає змогу більш точно описати бізнес-процеси, що є важливим для якості управління.

По-четверте, **бюджетування є одним з інструментів підвищення ефективності діяльності підприємства.** Застосування бюджетування дає змогу на ранніх етапах планування сформулювати фінансову модель підприємства, оптимізувати фінансові потоки, заздалегідь визначивши критичні періоди в діяльності підприємства і необхідність зовнішнього фінансування, а також «вузькі» місця в управлінні [32, с. 81]. Використовуючи технологію бюджетування, можна виявити й розрахувати величини несприятливих відхилень фактичних результатів діяльності підприємства від прогнозних показників і, що важливо, виділити вартісні драйвери відхилень, оперативно внести коректування для попередження кризового стану та визначити напрями поліпшення показників діяльності.

По-п'яте, **бюджетування сприяє перспективному мисленню, позитивно впливає на мотивацію колективу.** Бюджетування як інструмент фінансового управління підприємством починається з формування бюджету продажів. Тому перехід до бюджетування дає змогу сконцентрувати зусилля адміністративного й виробничого персоналу на досягненні балансу інтересів виробників і споживачів продукції. Вважається, що діяльність менеджерів стимулюється можливістю пов'язати їх певну роль із загальними завданнями підприємства в цілому. Оскільки бюджети орієнтовані на вирішення стратегічних і тактичних завдань підприємства, бюджетування забезпечує таку можливість. Крім того, чітко сформульоване завдання у форматі бюджету дає змогу менеджерам і співробітникам покращувати свою діяльність.

Головна мета бюджетування полягає в підвищенні вартості та фінансової стійкості підприємства шляхом координації діяльності всіх підрозділів. Основне призначення бюджетів – це підтримка вирішення трьох управлінських завдань [32, с. 90]:

- прогноз фінансового стану;
- порівняльний аналіз запланованих і фактично отриманих результатів;
- оцінювання і аналіз виявлених відхилень.

Бюджетний процес можна подати у вигляді послідовних етапів: складання і узгодження бюджету, його реалізації і зіставлення фактичних результатів із запланованими. Бюджет на підприємстві виконує такі **функції** (рис. 3.1):

Концептуальні основи бюджетування	
Цілепокладання, цілеузгодження, пріоритетність, причинність, комплексність, відповідальність	
Функції	Завдання
Планування операцій, що забезпечують досягнення цілей діяльності підприємства	Зведення в єдиний баланс фінансових потоків і пов'язаних з ними витрат і результатів
Координація діяльності підприємства та його структурних підрозділів	Закріплення бюджетів за підрозділами підприємства
Матеріальна зацікавленість працівників	Підвищення відповідальності за рівень витрат
Контроль виконання робіт центрами відповідальності	Забезпечення матеріальної зацікавленості всього персоналу
Оцінювання поточної діяльності, контроль за дотриманням планової дисципліни	Реалізація всіх функцій управління
Бюджет є стандартом, з яким можуть порівнюватися отримані результати	Орієнтація фінансової політики на вирішення конкретних завдань
Принципи:	
відповідність організаційній структурі; однозначність; цілісність і несуперечність; уніфікація і методологічна єдність; персональна відповідальність; безперервність і спадкоємність бюджетного процесу; наочність і прозорість; збалансованість; обережність; бездефіцитність; ітераційність бюджетного процесу	

Рис. 3.1. Методологічні основи бюджетування

- 1) планування операцій, що забезпечують досягнення поточних цілей підприємства;
- 2) координація різних видів діяльності підприємства та окремих підрозділів, узгодження інтересів окремих працівників і груп в цілому по підприємству;
- 3) стимулювання керівників всіх рангів у досягненні цілей своїх центрів відповідальності;
- 4) контроль поточної діяльності, оцінювання і контроль планів підприємства;
- 5) забезпечення інформацією для оцінювання виконання плану центрами відповідальності їх керівників.

Основою формування бюджетів є задані вищим керівництвом основні параметри діяльності підприємства (стратегія, темпи зростання, очікувані фінансові результати). Фінансова мета стратегії підприємства (прибуток) реалізується в бюджеті доходів і витрат, маркетингова (обсяги і структура продажів) – в бюджеті продажів та бюджеті доходів і витрат; витрати ресурсів для забезпечення заданої ефективності бізнес-процесів і кваліфікації кадрових ресурсів – в бюджеті на навчання і залучення персоналу, бюджеті техпереозброєння, капітальних ремонтів і капітального будівництва і в бюджеті витрат на оплату праці працівників підприємства.

На практиці використовуються три **способи бюджетування**:

- *інкрементне* – базується на даних бюджетів попереднього періоду

з деякими корегуваннями, обумовленими очікуваними змінами окремих чинників, які виявляються впливовими в майбутньому бюджетному періоді (наприклад, інфляція). Цей спосіб використовують при складанні «дискреційних» бюджетів, згідно з якими менеджерів, що відповідає за бюджет, виділяється сума грошових коштів для витрачання в певній сфері діяльності (бюджети коштів на наукові дослідження і навчання співробітників);

- *бюджетування з нуля* (нуль – базис – бюджетування (ZBB – Zero – Base – Budgeting)) – здійснюється на основі нового розрахунку потреб в капіталі для фінансування необоротних і оборотних активів з використанням широкого масиву інформації стосовно технологічних процесів, норм і нормативів, калькуляції собівартості продукції, ціноутворення. Використовується в разі створення нового підприємства, розширення виробничих потужностей для збільшення обсягів і асортименту продукції або в межах контролінга витрат з метою виявлення резервів їх зниження;

- *бюджетування за видами діяльності* – базується на методі калькуляції за видами діяльності та розподілі відповідальності менеджерів за витрати, які формуються видами діяльності. Забезпечує особам, відповідальним за виконання конкретного бюджету, можливість контролювати події, що впливають на результати діяльності в дорученій їм сфері діяльності.

Упровадження бюджетного управління на вітчизняних підприємствах пов'язано з низкою проблем: відсутність розуміння переваг бюджетування з боку вищого менеджменту; недостатня увага до взаємоув'язки бюджетів з цілями підприємства; недостатня регламентованість процедур; нестача кваліфікованих фахівців з організації бюджетного управління; фрагментарність бюджетування.

У сучасних умовах зовнішнього середовища, що нестримно змінюється, статичне бюджетування не відповідає потребам управління. Основний кошторис готується на початок кошторисного періоду для рівня виробництва, запланованого на даний період, та не передбачає поправок на фактично досягнуті результати у випадку відхилень від статичного бюджету. Обмеження використання фінансових ресурсів, що встановлюють затвердженими бюджетами, призводять до відмови від прийняття стратегічних рішень, які дають змогу отримати високі фінансові результати у віддаленій перспективі, але потребують додаткових витрат ресурсів у поточному періоді. В ринковому середовищі, що характеризується зростанням конкуренції, бюджетування має бути гнучким і оперативно реагувати на зміну умов.

Гнучкий бюджет складається після завершення періоду, коли фактично обсяги відомі. Оскільки гнучкий кошторис оснований на запланованих доходах і витратах, перерахованих на фактичний обсяг, досягнутий за період, то отримані відхилення дають менеджерам більш цінну інформацію, ніж відхилення, розраховані з використанням статичного кошторису. Процедура складання гнучких бюджетів полягає в розрахунку фінансових

показників для різних рівнів продажів і виробничої діяльності при дотриманні всіх нормативів, прийнятих в основному бюджеті. Підприємства, що використовують гнучкі бюджети зазвичай розробляють нормативи (стандарти) для основних видів витрат. Порівняння бюджетів і фактичного їх виконання дає інформацію щодо реалістичності планування, показує допустимі коливання основних параметрів (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

Інформація, що отримується при порівнянні гнучких і основних бюджетів [4, с. 91]

Порівнювані документи	Характер інформації
Гнучкий бюджет і фактичне виконання плану	Показує, наскільки підприємство може витримувати нормативи (стандарты) витрат, утримувати планові ціни продажів
Гнучкий і основний бюджети	Намічає інтервал, в якому фінансові результати коливатимуться з найбільшою вірогідністю: нижня межа показників, при яких підприємство продовжує функціонувати без істотного збитку, і найбільш оптимістичний сценарій
Основний бюджет і фактичне виконання плану	Свідчить про якість планування на підприємстві, рівень передбачуваності ринкових змін

За результатами порівняння здійснюється управління за відхиленнями, яке передбачає концентрацію уваги менеджерів на тих підрозділах, показники виконання бюджетів яких відрізняються від запланованих значень. Інформація щодо відхилень є основою планування і контролю діяльності та аналізу якості процедур планування.

Запитання для самоконтролю

1. Що таке управлінський облік? Яке значення має облік у процесі прийняття управлінських рішень?
2. Дайте порівняльну характеристику бухгалтерського і управлінського обліку. Які підходи до їх взаємодії вам відомі?
3. Сформулюйте відмітні риси, функції й завдання управлінського обліку.
4. Розкрийте основні етапи побудови та складові системи управлінського обліку.
5. Дайте визначення фінансовому аналізу, назвіть його предмет і об'єкти.
6. На вирішення яких завдань спрямовано проведення фінансового аналізу діяльності підприємства?
7. У чому полягає основна відмінність внутрішнього фінансового аналізу від зовнішнього?
8. Порівняйте такі форми фінансового аналізу, як попередній, поточ-

чний і перспективний.

9. У чому полягає суть фінансового планування в процесі реалізації фінансової стратегії підприємства?

10. На яких принципах базується стратегічне фінансове планування?

11. Яким чином стратегічне фінансове планування взаємозв'язане з іншими функціями управління?

12. На яких припущеннях ґрунтується прогнозування показників активів і пасивів?

13. Які підходи використовуються для прогнозування чистого прибутку і чистих грошових потоків підприємств?

14. Чи має переваги впровадження системи бюджетування на підприємстві?

15. Якими є мета бюджетування і його призначення? Які функції виконує бюджет на підприємстві?

4. СТРАТЕГІЯ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВ

4.1. Формування стратегії управління вартістю підприємств

Розроблення і реалізація стратегії є необхідною умовою формування вартості підприємства, оскільки стратегія розглядається як механізм реалізації і примноження його потенціалу. Методологічним базисом формування стратегії управління вартістю підприємства є **концепція ланцюжка цінностей**, розроблена в 1985 р. професором Гарвардської школи бізнесу Майклом Портером. Основними положеннями цієї концепції є такі:

- 1) підприємство можна розглядати як портфельні інвестиції;
- 2) вартість підприємства вимірюється її майбутніми доходами;
- 3) для успішного здійснення діяльності підприємство повинне використовувати позиціонування й портфельний аналіз.

Управління, орієнтоване на вартість, націлене на визначення ринкових можливостей і розроблення стратегії зростання, а також на розвиток стійких відносин із цільовими групами учасників ринкових відносин. *Ланцюжок створення вартості* підприємства відображає чотири основні види зв'язків: з постачальниками, зі споживачами, між елементами ланцюжка цінностей бізнес-одиниці, між ланцюжками цінностей бізнес-одиниць усередині підприємства.

Усі підприємства і стратегічні господарські одиниці підприємств – і в промисловості, і у сфері послуг – мають ланцюжки створення вартості. Хоча у сфері послуг ці ланцюжки відрізняються формою і ключовими ланками.

Управління кожною ланкою ланцюжка потребує розроблення и відповідної стратегії. **Стратегія управління вартістю підприємства** – стратегія, розроблення якої базується на визначенні ієрархії вимог ринку та спрямована на забезпечення безперебійності процесу створення вартості

підприємства та його стійкої конкурентоспроможності. Конкурентоспроможність є рушійною силою розвитку підприємства, основою створення і зростання його вартості. Саме конкурентоспроможність підприємства дає можливість створювати *ядро вартості*, тобто реалізовувати потенційну здатність підприємства задовольняти потреби основного суб'єкта економічних відносин – споживача. У зв'язку з цим вимоги ринку поділяються на дві групи:

1) порогові – відповідають мінімальному рівню вимог, при якому підприємство може конкурувати на ринку;

2) диференціовальні – відповідають найвищому рівню вимог і надають підприємству конкурентні переваги.

Різні ринкові умови ставлять перед конкуруючими підприємствами різні вимоги. Якщо ринок характеризується інтенсивною ціновою конкуренцією і низькою лояльністю споживачів, то головним є зниження питомих витрат. Але якщо конкурентна боротьба розгортається головним чином навколо швидкості доставки, то це потребує чітко налагодженої системи логістики або управління товарно-матеріальними запасами. Наприклад, для авіакомпанії поліпшення рівня обслуговування пасажирів під час польоту підвищує вимоги до якості людських ресурсів і рівня логістики.

Формування стратегії управління вартістю підприємства, з одного боку, дає змогу зосередити зусилля на основних напрямках діяльності, які забезпечать конкурентоспроможність підприємства, а з іншого – здійснювати цілісне управління всім ланцюжком створення вартості і координацію всіх його ланок, розміщених на різних рівнях організаційної ієрархії. Саме здатність підприємства інтегрувати всі функціональні підсистеми управління навколо однієї мети дає вирішальну перевагу в конкурентній боротьбі.

Відповідно до основних елементів вартісного ланцюжка можна виділити шість **складових стратегії управління вартістю підприємства**:

- стратегія основної діяльності;
- стратегія маркетингу, продажів і обслуговування;
- інноваційна стратегія;
- фінансова стратегія;
- кадрова стратегія;
- інформаційна стратегія.

Таким чином, управління вартістю охоплює різні ланки менеджменту, і кожна функціональна гілка фокусує увагу на власних завданнях на шляху до зростання вартості підприємства.

Головними питаннями щодо ефективності стратегії управління вартістю є такі:

1) чи сконцентровані зусилля в тих сферах, які реально визначають створення вартості?

2) наскільки види діяльності, що складають ланцюжок створення вартості, відповідають ієрархії вимог ринку?

3) чи достатньо скоординовані елементи ланцюжка створення вартості?

сті та складові стратегії управління вартістю?

Посилення конкуренції і зростання потужності ринків капіталу висуюють цю проблему на перший план, оскільки застосування концепції VBM дає можливість виявити значні приховані та невикористані резерви зростання вартості підприємств.

Елементи ланцюжка створення вартості мають різну значущість. Ієрархія цих елементів (сфер компетентності) включає такі види діяльності:

- ключові – види діяльності, які здійснюють найбільший внесок у зростання споживчої вартості продукту або послуги;
- базові – види діяльності, які повинні відповідати певному пороговому рівню конкурентоспроможності.

Оцінювання вартості підприємства на основі грошових потоків майбутніх періодів передбачає прогнозування зміни ринкових умов і результатів діяльності підприємства. Проведення аналізу ринку дозволить скласти обґрунтовану думку щодо динаміки доходів і прибутків у майбутньому за умови незмінності загального курсу підприємства. У відповідь на нові вимоги конкуренції може змінитися, наприклад, інвестиційна політика підприємства, що приведе до зміни її амортизаційних відрахувань і капіталовкладень. Вимушене скорочення терміну погашення кредиторської заборгованості під тиском постачальників і одночасне затягування покупцями оплати дебіторської заборгованості можуть привести до зростання потреби підприємства в оборотних коштах. Зміна структури капіталу підприємства впливає як на величину процентних виплат, так і на обсяг боргу в балансі. Таким чином, очікувані зміни стратегії підприємства і ринкових умов в сукупності здійснюють вирішальний вплив на майбутні грошові потоки і вартість підприємства (табл. 4.1).

При розробленні стратегії управління вартістю необхідно брати до уваги, що існують два підходи до створення акціонерної вартості: збільшення продажів і підвищення продуктивності. Якщо мета підприємства або його стратегічної бізнес-одиниці полягає в зростанні або проникненні на ринок, то орієнтуватися слід на підвищення обсягу продажів. У разі якщо метою є збереження частки ринку, збирання врожаю або інвестицій, треба орієнтуватися на продуктивність.

Процес формування вартості підприємства можна розглядати як *різновид інвестиційного проєкту*. У межах цього проєкту розраховується сукупність динамічних (дисконтованих) показників і за відповідними критеріями вибирається найкращий варіант реалізації стратегії управління вартістю. Однак порівняно з управлінням інвестиційними проєктами управління вартістю підприємства має кілька особливостей. Ці особливості обумовлені, по-перше, значною тривалістю часового інтервалу, протягом якого формується вартість підприємства, по-друге, наявністю великої кількості факторів, що впливають на підсумкове значення показника вартості.

Таблиця 4.1

Вплив змін у ланцюжку створення вартості та зміни ринкових умов на майбутній грошовий потік і вартість підприємства

Ключові фінансові змінні майбутніх періодів*	Вплив зміни рівня конкуренції	Вплив можливих дій у ключових ланках вартісного ланцюжка										Чистий сумарний ефект
		Закупівлі та поставання	Основне виробництво	Розподіл	Продаж та обслуговування	Маркетинг	Інформаційні технології	Відносини з органами влади	Нововведення	Фінанси	Управління людськими ресурсами	
Дохід	↓					↑		↑				→
Прямі витрати	↑	↓		↓								→
Накладні витрати	↑											↑
Відсотки	→											→
Післяподатковий прибуток	↓	↑		↑		↑		↑				↓
Амортизація	→						↑					↑
Чисті оборотні кошти	↑	↓		↓								→
Капітальні витрати	→						↑					↑
Грошовий потік	↓	↑		↑		↑	↓	↑				→
Борг	→											→
Чиста приведена вартість	↓	↑		↑		↑	↓	↑				→

Примітка: ↑ – збільшення; ↓ – зменшення; → – нульовий ефект.

* За відправні передумови будь-яких прогнозів приймаються рівномірне зростання доходу й стабільність фінансових коефіцієнтів.

Формуючи стратегію управління вартістю підприємства, необхідно вибрати *тривалість часового інтервалу*, протягом якого формується вартість. Правильне визначення цього параметра є особливо актуальним при оцінюванні вартості методами дохідного підходу. Прогнозна величина сумарного грошового потоку, що визначає вартість підприємства, багато в чому залежить від тривалості часового інтервалу, протягом якого формуються ці потоки.

Розробляючи стратегію управління вартістю підприємства, слід враховувати, що вартість підприємства формується внаслідок використання всіх активів і фінансових ресурсів, у тому числі й тих *активів, які не відображаються в бухгалтерській звітності підприємства*. До таких активів відносять: ділову репутацію; устаткування, отримане за лізинговими договорами (якщо воно не враховується на балансі лізингоотримувача); технології, придбані на основі патентних і безпатентних ліцензійних угод. У цій ситуації орієнтація управління на оцінку вартості підприємства, отриману методами витратного підходу, наприклад методом чистих активів, може призвести до неправильних результатів. На створення активів, не відображених у бухгалтерській звітності, витрачено фінансові ресурси підприємства. Тому ці активи поряд з активами, відображеними в бухгалтерській звітності підприємства, беруть участь у генеруванні потоків грошових коштів. Водночас до складу майна підприємства можуть входити *активи, які не генерують потоків грошових коштів*, наприклад придбане, але не встановлене устаткування. У цій ситуації орієнтація на методи дохідного підходу, наприклад метод дисконтування грошових потоків, також може спотворити кінцеву величину вартості й відповідно сформувані неправильні уявлення про результати реалізації стратегії управління вартістю підприємства.

Ефективність стратегії управління вартістю оцінюється як відношення приросту вартості підприємства за стратегічний період до теперішньої вартості підприємства.

Для визначення ефективності на основі порівняльного аналізу виділяють дві можливості розвитку підприємства:

1. Інтенсивний шлях розвитку, що передбачає реалізацію вибраних фінансових пріоритетів.
2. Інерційний шлях розвитку, що передбачає розвиток підприємства без реалізації вибраних фінансових пріоритетів.

4.2. Система показників, що характеризують потенціал відтворення вартості підприємств

Фундаментальна вартість підприємства є інтегрованою оцінкою ефективності функціонування підприємства і його стратегічного потенціалу. Тому ключовим рішенням при побудові ефективної системи оцінювання

вартості є рішення про вибір основних показників результатів діяльності підприємства. Це рішення «переводить» загальну філософію створення цінності для акціонерів у практичну площину, відповідаючи на запитання, добре чи погано «спрацювало» підприємство в цілому за звітний період, чи була фактично створена цінність для акціонерів протягом періоду.

Система показників, що характеризують діяльність підприємства у межах концепції управління вартістю, постійно оновлюється.

У 1940–1960-ті рр. ключовими найчастіше були показники рентабельності. На сьогодні не втратили своєї актуальності та широко використовуються показники рентабельності вкладеного капіталу (*Return On Investment Capital, ROIC*) і коефіцієнт реінвестування (*Reinvestment Rate, RR*):

$$\begin{aligned} ROIC &= EBIT(1 - T)/(BD + BE); \\ RR &= ((CE - D) - \Delta NCWC)/EBIT(1 - T), \end{aligned} \quad (4.1)$$

де ROIC – рентабельність інвестованого капіталу; EBIT – прибуток до виплати відсотків і податків; T – ставка податку на прибуток; BD – балансова вартість зобов'язань; BE – балансова вартість акціонерного капіталу; RR – коефіцієнт реінвестування; CE – капітальні витрати; D – амортизація; $\Delta NCWC$ – приріст чистого оборотного капіталу.

Потенціал розвитку підприємства, відображений у показнику темпу приросту прибутку, згідно з моделлю А. Дамодарана можна визначити шляхом множення цих показників [7]. Широко відомі також факторні моделі рентабельності власного капіталу (*Return On Equity, ROE*), розроблені компанією DuPont в 1950-х рр.

До появи концепції управління вартістю основною метою діяльності підприємства менеджери вважали забезпечення інтересів вищого керівництва і працівників. Управління вартістю принципово відрізняється від інших концепцій. Воно перестало бути функцією винятково керівного апарату. Сьогодні головна мета менеджерів всіх рівнів підприємства полягає у збільшенні вартості для акціонерів. Новим напрямом є принцип «*всеосяжної вартості бізнесу*» (*total value creation*) [37], що використовує модель оцінювання вкладу відносин підприємства із зацікавленими групами в створення вартості підприємства (*business value of stakeholder's relationships*), а також способи оцінювання і системи відображення цієї інформації в корпоративних звітах.

У 1970–1980-ті рр. було розроблено кілька інших показників, що відповідають важливішій вимозі ринкової економіки – *підвищенню добробуту акціонерів*. Найбільш відомими і поширеними з них являються показник "чистий прибуток на звичайну акцію" (EPS) і показник "ціна до доходу" (P/E).

У 1980-ті рр. розвиток *концепції грошових потоків* привів до створення показників оцінювання і управління підприємством, серед яких найчастіше застосовуються "грошовий потік для усього капіталу" (вільний

грошовий потік FCF) і "грошовий потік для власників власного капіталу" (FCFE):

$$\text{FCF} = \text{прибуток до виплати відсотків, податків і дивідендів} + \text{амортизація} - \text{чисті інвестиції в довгострокові активи} + \text{приріст/зменшення чистого оборотного капіталу}; \quad (4.2)$$

$\text{FCFE} = \text{чистий прибуток} + \text{негрошові витрати (амортизація, резерви)} + \text{приріст/зменшення чистого оборотного капіталу} - \text{чисті інвестиції у довгострокові активи} + \text{приріст/зменшення довгострокової заборгованості}.$

На початку 1990-х рр. фірма Stem Stewart Management Services розробила показник **економічної доданої вартості (EVA)**, оснований на традиційній концепції бухгалтерського обліку – залишкового доходу (Residual Income, RT) [36].

Згідно з концепцією EVA вартість підприємства є балансовою вартістю, збільшеною на поточну вартість майбутніх доданих вартостей. Розрахунок EVA можна виконати двома способами:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{C}, \quad (4.3)$$

де NOPAT (Net Operating Profits After Taxes) – прибуток після виплати податків, WACC – середньозважена вартість капіталу, C – інвестований капітал;

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{WACC}) \times \text{C}, \quad (4.4)$$

де ROI (Return on Investment) – рентабельність інвестованого капіталу.

Вартість підприємства залежить від різниці між очікуваною величиною рентабельності інвестованого капіталу (ROI) і середньозваженою вартістю капіталу підприємства (WACC). Якщо значення ROI більше, то дохід на інвестований капітал більше, ніж витрати на його залучення і обслуговування, отже, менеджмент збільшує його вартість. У цьому випадку збільшення темпів зростання підприємства прискорює його нарощування. Якщо ж значення ROI менше, то різниця між ROI і WACC від'ємна, менеджмент руйнує вартість підприємства, і чим вище темп її зростання, тим швидше. Таким чином, *підприємство створює вартість, коли різниця між його рентабельністю інвестованого капіталу і середньозваженою вартістю капіталу додатна (ROI > WACC).*

EVA є сигналом для фінансових менеджерів про те, чи варто інвестувати, чи достатній приріст прибутку від капіталовкладень для відшкодування витрат на капітал. Впливаючи на показники, що фігурують в моделі, менеджер формує важелі управління і отримує можливість збільшити значення EVA, що веде до нарощування вартості підприємства. Менеджер підприємства може покращити показник EVA трьома способами:

- 1) скоротити інвестиції шляхом розроблення стратегії, спрямованої на збільшення ефективності використання вже здійснених вкладень;
- 2) організувати підприємство таким чином, щоб його прибутковість

була вищою за ціну капіталу, використаного при його створенні;

3) прискорити оборотність капіталу, яка підвищить його рентабельність, і не вкладати кошти в проекти з тривалим терміном окупності.

Основними недоліками показника EVA є такі [14, с. 503, 504]:

- істотний вплив на величину EVA первинної оцінки інвестованого капіталу: якщо вона занижена, то додана вартість висока, і навпаки;

- зниження об'єктивності результатів розрахунку EVA через проведення кількох коригувань чистого операційного прибутку і величини капіталу;

- не враховує майбутні грошові потоки.

Використання концепції EVA є корисною для управління вартістю підприємства, оскільки вона допомагає пов'язати корпоративну стратегію та інвестиції в розвиток з вартістю підприємства для акціонерів і можливістю збільшення добробуту акціонерів.

Модифікацією моделі EVA є **ринкова додана вартість** (MVA – Market Value Added). Цей показник є додатковим інструментом, на основі якого фондовий ринок може оцінювати потенціал підприємства щодо створення доданої вартості в майбутньому. З точки зору теорії корпоративних фінансів MVA відображає дисконтовану вартість усіх поточних і майбутніх інвестицій:

$$\text{MVA} = \text{ринкова капіталізація (ринкова вартість акціонерного капіталу)} + \text{ринкова вартість боргу} - \text{сукупний інвестований капітал (балансова вартість)}. \quad (4.5)$$

Ринкова капіталізація є сукупною вартістю всіх (звичайних і привілейованих) акцій підприємства, випущених в обіг, яка визначається на основі ринкового курсу акцій.

Такий підхід до оцінювання результатів стратегічного управління через механізм ринку корпоративного контролю можна визнати адекватним у країнах з англо-американською моделлю економіки з розвиненим фондовим ринком. Капіталізація є значно менш корисним показником успіху підприємства для європейських (континентальних) країн та країн, моделі корпоративного управління яких ще формуються [11, с. 437].

Вартість акціонерного капіталу підприємства визначається переважно стійкими темпами зростання прибутковості. Тому ринок слідує за довгостроковим зростанням показника *прибутку на акцію*, наскільки воно відповідає очікуванням. Проте одержання прибутку і його зростання є необхідною, але недостатньою умовою зростання цінності для акціонерів. **Головна відмінність VBM-показників** від показників ефектів і ефективності полягає в тому, що вони покликані сигналізувати про зміну цінності для постачальників капіталу (насамперед власників, акціонерів) за звітний період. У всіх моделях економічного прибутку передбачається, що для створення вартості ефективність діяльності підприємства повинна перевищувати витрати на залучення капіталу (табл. 4.2). Величина приросту

вартості за період, тобто додана вартість, є результатом множення спреду ефективності (різниця між заробленою і необхідною прибутковістю на інвестований капітал) на капітал.

Таблиця 4.2

Ключові параметри моделей доданої вартості

Модель	Рентабельність капіталу	Необхідна прибутковість	Вкладений капітал
<i>Оцінка тільки для акціонерів</i>			
RI – Residual Income – Залишковий дохід	Рентабельність власного капіталу (ROE)	Вартість акціонерного капіталу (R_e)	Акціонерний капітал (або балансова величина власного капіталу)
EBO -Edwards-Bell-Ohlson Model – Модель Едвардса-Белла-Ольсона	Потік «понад»-доходи	Вартість акціонерного капіталу (R_e)	Акціонерний капітал
<i>Оцінка для акціонерів і кредиторів</i>			
EP – Economic Profit – Економічний прибуток	Рентабельність вкладеного капіталу (ROCE)	Середньозважена ціна капіталу (WACC)	Чисті активи (або балансова величина вкладеного капіталу)
EVA – Economic Value Added – Економічна додана вартість	Рентабельність вкладеного капіталу (ROCE) з урахуванням коректувань	Середньозважена ціна капіталу (WACC)	Чисті активи (або вкладений капітал) з урахуванням коректувань
RCF – Residual Cash Flow – Залишковий грошовий потік, CVA – Cash Value Added – Грошова додана вартість	Рентабельність на основі грошового потоку (CFROI)	Середньозважена ціна капіталу (WACC)	Валовий вкладений капітал
SVA – Shareholders' Value Added – Акціонерна додана вартість	Залишкова цінність (RV)	Середньозважена ціна капіталу (WACC)	Інкрементальні інвестиції (або приріст балансової вартості активів)

Для оцінювання створення акціонерної вартості використовують дві конкуруючі системи: **бухгалтерську модель і фінансову модель** (модель дисконтованого грошового потоку). Кожній моделі властиві свої принципи, саме з їх допомогою пояснюється діяльність підприємства, а також показники, які логічно впливають з них, для вимірювання його результатів (табл. 4.3). Сучасне підприємство здійснює свою діяльність в середовищі, якому властиві три виміри: ризик і невизначеність; прибутковість; ліквідність, здатність швидко трансформувати створювані продукти і результати в найзручнішу форму – грошові потоки. За всіма трьома вимірами бухгалтерська і фінансова моделі розходяться.

Бухгалтерська модель дає змогу вартості акціонерного капіталу ґрунтується на дослідженні взаємозв'язку звітного прибутку з ринковою оцінкою цього прибутку, вираженою у відношенні ціна/ прибуток на акцію.

Проблема використання прибутку в цьому випадку полягає в тому, що максимізація прибутку й зростання прибутку необов'язково максимізують цінність акції, оскільки цінність акції відображає поточну вартість всіх майбутніх грошових потоків (а не тільки поточного прибутку). Бухгалтерське бачення підприємства ґрунтується на фактичних операціях, виключає аналіз альтернативності можливих дій і практично ігнорує варіанти розвитку. Це не відповідає сучасній основоположній *концепції створення економічного прибутку*, яка є підґрунтям розроблення критеріїв доданої вартості. Головний принцип цієї концепції полягає в урахуванні альтернативних варіантів вкладення капіталу з певним ризиком і економічним ефектом, що відповідає ризику, або в урахуванні втраченого інвестиційного доходу. Вона базується на класичній передумові щодо необхідності покриття підприємством всіх витрат, зокрема пов'язаних із залученням капіталу. Бухгалтерська модель не орієнтує аналіз на проблему невизначеності очікуваного результату, яка постає перед інвесторами. Показники рентабельності або прибутковості (ROA, ROE), отримані на основі даних фінансової звітності підприємства, не пов'язані з ризиком і тому не можуть бути критерієм для прийняття фінансових стратегічних рішень.

Таблиця 4.3

Конкуруючі системи оцінювання вартості акціонерного капіталу

Характеристика	Бухгалтерська модель (за прибутком)	Фінансова модель (модель дисконтованого грошового потоку)
Оцінка акціонерного капіталу	Співвідношення ціна/прибуток × Прибуток на акцію	Поточна вартість майбутніх грошових потоків
Фактори, що впливають на вартість	Визначальні фактори бухгалтерського прибутку й співвідношення ціна/прибуток	Визначальні фактори майбутніх грошових потоків підприємства й альтернативної вартості капіталу

Концепція управління вартістю підприємства ґрунтується на зміні парадигми аналізу, побудові його на принципах **фінансової моделі**. Особливістю фінансової моделі підприємства є використання *економічного прибутку* для аналізу результатів діяльності та обґрунтування рішень. Це дає змогу визначити, чи достатніми є потоки грошових коштів для забезпечення очікуваного рівня прибутковості капіталу власників підприємства. У фінансовій моделі аналізу діяльності підприємства мета його розвитку кількісно виражена у вигляді інвестиційної вартості капіталу власників підприємства, в якій підсумовуються потоки вільних грошових коштів (free cash flows (FCF)) з урахуванням необхідного рівня прибутковості. Модель дисконтованих грошових потоків оцінювання акціонерного капіталу містить передбачувані інвесторами грошові потоки в невизначеному майбутньому,

а також альтернативну вартість активів при визначенні вартості акціонерного капіталу підприємства.

Ринкова вартість акцій підприємства в будь-який момент дорівнює дисконтованій вартості очікуваних акціонерами майбутніх грошових потоків.

Таким чином, фінансова модель є найбільш придатною в умовах ринкової економіки, невід'ємними рисами якої є альтернативність і наявність вибору. Оцінювання витрат ресурсів здійснюється на основі порівняння з оптимальним способом їх використання. Тому підприємство має можливість приймати більш ефективні управлінські рішення.

4.3. Методи оцінювання вартості бізнесу і їх вплив на формування стратегії підприємств

На етапі розроблення і реалізації стратегії управління вартістю підприємства важливе значення має її оцінювання. При вирішенні цієї складної проблеми необхідно враховувати такі аспекти.

1. Вибір критеріїв оцінювання вартості підприємства залежить від мети, яку ставить перед собою користувач такої інформації. Наприклад, оцінювання вартості підприємства є необхідним при проведенні угод з державним і муніципальним майном, угод з продажу або купівлі активів, реорганізації підприємства, реструктуризації його активів, зміни організаційно-правової форми й форми власності підприємства. Крім того, стратегія може передбачати викуп підприємством акцій у своїх акціонерів або фінансові інвестиції в статутний капітал інших підприємств.

Оцінювання вартості підприємства залежно від конкретного користувача має своє призначення [16, с. 36] (табл. 4.4):

- для власника підприємства – отримання правової оцінки фінансово-господарської діяльності та, відповідно, об'єктивних даних стосовно зростання власного капіталу;
- акціонерів підприємства – отримання об'єктивної оцінки доходів (прибутку), підприємства та їх розподілу;
- працівників підприємства – отримання об'єктивної оцінки результативності їх роботи;
- оцінної фірми – підтримка оцінної діяльності, отримання коштів унаслідок наданих послуг, підвищення своєї репутації;
- держави – дисциплінування суб'єктів господарювання в дотриманні вимог законодавства, що регулює фінансово-господарську діяльність підприємств, сплату податків, зборів та інших обов'язкових платежів.

2. Використання різних підходів і способів оцінювання вартості підприємства. Вибір дохідного, витратного або порівняльного підходів значною мірою залежить від того, на якому етапі реалізації стратегії управління вартістю виконується оцінювання вартості підприємства. Використання різних підходів і методів приводить до різних результатів розрахунку. Тому

для реального оцінювання вартості підприємства слід використовувати інтегральний показник, який дає змогу врахувати якість оцінювання різними методами, рівень інфляції і ризик реалізації фінансової стратегії.

Таблиця 4.4

Упорядкована класифікація цілей оцінювання вартості підприємства

Суб'єкт	Причини оцінювання
Підприємство як юридична особа	Розроблення стратегії розвитку підприємства
	Забезпечення фінансової безпеки
	Оцінювання ефективності управління
	Випуск акцій
Власники	Отримання об'єктивних даних стосовно зростання власного капіталу
	Вибір варіанта розпорядження власністю
	Складання консолідованої звітності (при об'єднанні) та розподільвальних балансів при реструктуризації
	Установлення розміру виторгу при упорядкованій ліквідації
	Обґрунтування ціни купівлі-продажу підприємства
Кредитні установи	Перевірка фінансової спроможності позичальника
	Визначення розміру позики, виданої під заставу
Страхові компанії	Установлення розміру страхового внеску
	Визначення суми страхових виплат
Фондова біржа	Розрахунок кон'юнктурних характеристик
	Перевірка обґрунтованості котирувань цінних паперів
Потенційні інвестори	Визначення доцільності інвестиційних вкладень
	Визначення припустимої ціни купівлі підприємства з метою включення його в інвестиційний проект
Державні органи	Визначення бази оподаткування
	Підготовка підприємства до приватизації
	Визначення виторгу від примусової ліквідації через процедуру банкрутства
	Оцінювання для судових цілей

3. Методика розрахунку повинна бути доступною, оскільки для розроблення фінансової стратегії не обов'язково вдаватися до послуг професійного оцінювача, всі розрахунки проводяться на рівні фінансового відділу.

4. Необхідність якісної інформаційної бази, яка використовується для розрахунку прогнозних показників стратегічної вартості. Недостовірність або недостатність інформації може привести до помилкових результатів оцінювання вартості підприємства. У цьому випадку необхідно крім традиційного бухгалтерського балансу використовувати аналітичні (модифіковані) балансові моделі, сформовані на основі уточненої оцінки статей балансу підприємства.

5. Оптимізація процедури прогнозування стійкого розвитку підприємства на основі його стратегічної вартості, реалізація якої ґрунтується на

сценарному підході.

Під **стратегічною вартістю підприємства** слід розуміти вартість чистих активів або чистих пасивів, скоректовану на чинники якості (похибки) оцінювання, інфляції і фінансового ризику.

Відповідно до міжнародних стандартів оцінювання **вартість діючого підприємства** – це вартість цілісного майнового комплексу, зумовлена результатами функціонуючого виробництва, яка визначається на основі складових частин підприємства, що відображають їх внесок у загальну вартість.

Оцінювання вартості підприємства – це впорядкований цілеспрямований процес визначення в грошовому вираженні вартості об'єкта з урахуванням потенційного і реального часу в умовах конкретного ринку.

Оцінювання підприємства може бути орієнтоване на отримання як фактичних, так і на прогнозних результатів реалізації стратегії. Під час оцінювання, базуючись на динамічних (дисконтованих) показниках і критеріях, можна розрахувати приріст вартості на кожному етапі реалізації стратегії.

Об'єктами оцінювання можуть бути:

- бізнес, тобто діюче підприємство в цілому;
- окремі елементи активів і їхні групи;
- сукупність груп активів, що входять до складу майна підприємства;
- виняткові й невиняткові права інтелектуальної власності, а також інші майнові права;
- права вимоги й фінансові зобов'язання підприємства;
- роботи й послуги;
- інформація й інші елементи інтелектуальних активів підприємства.

Правові основи регулювання процесу оцінювання майна, майнових прав і професійної оцінної діяльності регламентовані Законом «Про оцінку майна, майнових прав і професійної оцінної діяльності в Україні» [10], Національним стандартом № 1 "Загальні принципи оцінки майна і майнових прав" [22] і Національним стандартом № 2 "Оцінка нерухомого майна" [23].

Головним завданням оцінювання є визначення об'єктивної суті вартості підприємства, виявлення чинників, які створюють вартість, і ціноутворюючих чинників, що впливають на ринкову оцінку.

Предметом оцінювання можуть бути різні види вартості (ринкова, інвестиційна, ліквідаційна), які визначаються передбачуваним напрямом використання результату оцінювання.

Ринкова вартість являє собою найбільш імовірну ціну, за якою об'єкт оцінки може бути відчужений на дату оцінювання на відкритому ринку в умовах конкуренції, коли сторони угоди діють розумно, маючи в розпорядженні всю необхідну інформацію, а на величині ціни угоди не позначаються які-небудь надзвичайні обставини [14, с. 496].

Інвестиційну вартість доцільно визначати для розроблення інвестиційної стратегії у межах стратегії управління вартістю підприємства. Цей

вид вартості розраховується, виходячи із заздалегідь заданих інвестиційних цілей і прогнозованої прибутковості оцінюваного об'єкта з погляду конкретного інвестора.

Ліквідаційна вартість визначається у випадку, якщо об'єкт оцінювання повинен бути відчужений у строк, менший строку експлуатації аналогічних об'єктів, в умовах, коли продавець вимушений скласти угоду щодо відчуження майна. Для розрахунку цього виду вартості об'єкта оцінювання визначається розрахункова величина, що відображає найбільш вірогідну ціну, за якою цей об'єкт оцінювання може бути відчужений за термін експозиції об'єкта оцінювання, менший типового терміну експозиції для ринкових умов [14, с. 497].

В економічній літературі відомі три підходи до визначення вартості підприємства: **витратний, дохідний і порівняльний**, яким властиві відповідні методи оцінювання.

У процесі оцінювання вартості підприємства розрізняють **дві складові**: по-перше, відособлений майновий комплекс, по-друге, діяльність, що приносить певний дохід. У дохідному підході ринкова вартість визначається на основі аналізу прибуткової діяльності підприємства, а у витратному – на основі аналізу його майнового комплексу [26, с. 9].

Дохідний підхід поєднує сукупність економіко-математичних методів оцінювання вартості, оснований на визначенні очікуваних доходів від використання об'єкта оцінювання в прогнозованому періоді. З використанням операції дисконтування ці доходи приводяться до поточної вартості. У цьому випадку вартість бізнесу, тобто вартість діючого підприємства, буде являти собою суму поточних вартостей, розрахованих в інтервалі прогнозного періоду. Основною сферою застосування методів дохідного підходу є оцінювання вартості підприємств, що приносять дохід. На практиці цей підхід традиційно використовується для визначення вартості власного капіталу діючого підприємства, пакетів його акцій або інвестованого капіталу.

До методів дохідного підходу відносять метод дисконтування грошових потоків і метод капіталізації прибутку. При практичному використанні цих методів кінцева величина вартості підприємства містить дві складові: суму прогнозних дисконтованих величин поточних доходів і дисконтовану величину постпрогнозованої вартості. Оскільки метод капіталізації доходу передбачає постійний потік прибутків, то він більшою мірою підходить для оцінювання нерухомості, яка приносить дохід. Грошовий потік підприємства більш мінливий і схильний до впливу великої кількості чинників, тому для інвестиційного оцінювання вартості підприємств доцільно використовувати метод дисконтованого грошового потоку.

Витратний підхід передбачає визначення вартості окремих активів підприємства або їхніх груп. Цей підхід охоплює сукупність методів, оснований на визначенні витрат, необхідних або для відновлення, або заміщення об'єкта оцінювання. Методи витратного підходу також можуть

використовуватися й для оцінювання ринкової вартості власного капіталу підприємства, виходячи з уявлення про гіпотетичний продаж його активів. У цьому випадку ринкова вартість власного капіталу підприємства визначається співвідношенням між ринковою вартістю суми всіх активів і поточною вартістю всіх зобов'язань підприємства.

Таким чином, при витратному підході до оцінювання процес розроблення й реалізації конкурентної стратегії підприємства розглядається з погляду формування вартості при створенні активів і їх нагромадженні в складі майна підприємства. Методами витратного підходу є метод накопичених чистих активів і метод ліквідаційної вартості. Найбільше значення результати, отримані у межах застосування методів витратного підходу, мають для оцінювання холдингових структур, а також підприємств, що здійснили великі фінансові вкладення, тобто які володіють значними активами й капіталом.

Оцінювання вартості підприємства методами порівняльного підходу ґрунтується на принципі визначення ефективності альтернативних інвестицій та передбачає використання даних щодо реально сформованих ринком цін, які інтегрально враховують всі фактори, що впливають на величину вартості власного капіталу оцінюваного підприємства. Найбільш значущими із цих факторів є інноваційні, виробничі й фінансові можливості (інноваційний, виробничий і фінансовий потенціал) підприємства, перспективи його розвитку.

При застосуванні порівняльного підходу економіко-математичні моделі оцінювання вартості допускають використання різних фактичних даних:

- 1) даних фондового ринку про котирування оцінюваного підприємства, а також підприємств-аналогів;
- 2) фактичної інформації про угоди поза фондовим ринком з пакетами акцій як оцінюваного підприємства, так і порівнянних з ним підприємств;
- 3) інформації про злиття й поглинання підприємств.

Методи порівняльного підходу об'єднують метод прямої капіталізації, метод ринку капіталу, метод угод, метод галузевих коефіцієнтів (співвідношень), метод статистичного моделювання вартості. Всі вони базуються на принципі визначення ефективності альтернативних інвестицій. Тому основною умовою застосування методів порівняльного підходу є наявність достовірної інформації про угоди на ринку капіталу з акціями оцінюваного підприємства або з акціями аналогічних підприємств.

Порівняльний аналіз переваг і недоліків підходів до оцінювання вартості підприємств наведено в табл. 4.5.

Використання різних підходів і методів оцінювання призведе до того, що розраховані значення вартості за кожним методом будуть розрізнятися. Причинами такого розходження є, по-перше, ринкові фактори, дія яких спричиняє динаміку вартості, а по-друге, різний обсяг вихідних даних і час-

то недостатня вірогідність інформації, що використовується при оцінюванні. Тому необхідним є узгодження результатів оцінювання, отриманих з використанням різних методів і економіко-математичних моделей розрахунку. На практиці це досягається за допомогою математичного зважування або логічного узгодження.

Таблиця 4.5

Принципова характеристика підходів і методів оцінювання вартості підприємства

Підхід	Переваги	Недоліки
Майновий	<p>Дає можливість оцінити вартість діючого підприємства як цілісного майнового комплексу.</p> <p>Ураховує вплив виробничо-господарських факторів на зміну вартості активів.</p> <p>Обґрунтованість результатів, оскільки розрахунки базуються на обліковій інформації та даних фінансової звітності</p>	<p>Відображає минулу вартість.</p> <p>Не враховує ринкову ситуацію на дату оцінювання.</p> <p>Не враховує перспективи розвитку підприємства.</p> <p>Статичний.</p> <p>Відсутність зв'язку з дійсними та майбутніми результатами діяльності підприємства</p>
Дохідний	<p>Враховує вартість майбутніх грошових потоків, прогнозовану ринкову кон'юнктуру (через ставку дисконту).</p> <p>Використання довгострокового (10-15 років) періоду прогнозування майбутніх доходів і витрат.</p> <p>Враховує інтереси інвестора</p>	<p>Складність прогнозування майбутніх результатів і витрат через імовірнісний характер.</p> <p>Можливо кілька норм прибутковості, що утрудняє прийняття рішень.</p> <p>Не враховується кон'юнктура ринку</p>
Порівняльний	<p>Базується на реальних ринкових даних.</p> <p>Відображає практику продажів і купівлі акцій або майна.</p> <p>Ураховує вплив галузевих (регіональних) факторів на ціну акцій підприємства</p>	<p>Не досить чітко характеризує особливості організаційної, технічної, фінансової підготовки підприємства.</p> <p>Використовується тільки ретроспективна інформація.</p> <p>Складність формування вхідної інформації, необхідність кількох коригувань.</p> <p>Не беруться до уваги майбутні очікування інвесторів</p>

4.4. Особливості вартісно-орієнтованого стратегічного управління потоками грошових коштів підприємств

Сучасна практика фінансового менеджменту все ширше використовує динамічний або потоковий підхід до регулювання діяльності підприємств. Потокові показники характеризують стан об'єкта дослідження не на конкретний момент часу, а за певний часовий інтервал. Власник об'єкта

одночасно є власником грошового потоку, який цей об'єкт може створити в майбутньому. В цьому контексті в системі вартісно-орієнтованого управління особливої ролі набувають платежі та надходження на підприємство грошових коштів і грошових еквівалентів.

Відповідно до одного з **фундаментальних принципів концепції вартісно-орієнтованого управління** вартість компанії визначається грошовими потоками, які вона зможе генерувати в майбутньому, дисконтованими за ставкою прибутковості, що враховує сукупні ризики всіх активів компанії.

У концепції вартісно-орієнтованого управління А. Дамодаран виділив три основні **чинники грошових потоків, які впливають на вартість** [14, с. 498]:

- величина грошових потоків, які генеровані наявними активами;
- очікуваний темп зростання грошових потоків за рахунок реінвестування прибутку або зміни віддачі інвестованого капіталу;
- зміна тривалості періоду високого темпу зростання грошових потоків.

Виділення відособленого чинника – тривалості зростання грошового потоку – має ключове значення для прогнозного і постпрогнозного періодів діяльності підприємства, оскільки **забезпечення довготривалих темпів зростання грошового потоку є засобом реалізації стратегії управління вартістю підприємства**. Таким чином, вже на рівні цільових установок і ключових чинників створення вартості підприємства А. Дамодаран використав модель конкурентної стратегії М. Портера і реалізував **основний принцип вартісно-орієнтованого управління – довгостроковий характер темпів зростання грошових потоків**.

Концепція грошового потоку являє собою ідею застосування моделі грошового потоку для опису фінансових інструментів, результатів діяльності підприємств та інших економічних об'єктів [14, с. 89].

Під **грошовим потоком** розуміється рух грошових коштів і їх еквівалентів у процесі господарської діяльності підприємства з урахуванням чинників часу, простору, ризику і ліквідності.

Сукупний ефект від руху грошових коштів повинен проявлятися у вигляді зростання вартості підприємства, який забезпечується тільки за умови перевищення їх надходжень над виплатами в обсягах, достатніх для задоволення цілей і вимог інвесторів.

На грошові потоки і вартість підприємства впливають такі фактори:

- а) операційна ефективність (темп зростання продажів, рентабельність продажів, податкові ставки);
- б) інвестиційна ефективність (ефективність інвестицій в оборотні й довгострокові активи);
- в) фінансова ефективність (оптимізація структури й вартості капіталу).

Управління фінансовими потоками визначають як управління фінансами в частині придбання і управління активами, фінансування діяль-

ності для досягнення поставленої мети [4, с. 20].

Система управління грошовими потоками охоплює сукупність методів, інструментів і специфічних прийомів цілеспрямованої, безперервної дії на рух грошових коштів підприємства для досягнення поставленої мети.

Метою стратегічного управління грошовими потоками є забезпечення зростання вартості підприємства при збереженні його платоспроможності та фінансової стійкості на основі раціонального використання активів і джерел фінансування.

Стратегічне управління грошовими потоками базується на таких *основних принципах* [1]:

- забезпечення синхронізації позитивного і негативного грошових потоків підприємства за видами діяльності, обсягом, часовими інтервалами;
- забезпечення ефективності використання грошових потоків шляхом здійснення фінансових інвестицій;
- забезпечення ліквідності, яке досягається шляхом оптимізації залишку грошових коштів за величиною, що відповідає розміру термінових зобов'язань.

Механізм управління грошовими потоками покликаний забезпечити господарські процеси необхідними грошовими ресурсами і підтримувати оптимальний залишок вільних грошових коштів шляхом регулювання збалансованості їх надходження і витрачання.

Управління потоками грошових коштів у загальному випадку передбачає облік руху грошових потоків, аналіз і прогнозування грошових потоків, складання і контроль бюджетів грошових коштів. При цьому слід мати на увазі, що для прийняття стратегічних рішень щодо управління фінансовими потоками необхідна інформація за останні п'ять років і більше.

Американські економісти Е. С. Хендріксен і М. Ф. Ван Бреда вважають, що головна мета організації *обліку і формування фінансової звітності про рух грошових коштів* підприємства полягає в забезпеченні акціонерів і кредиторів інформацією щодо оцінювання підприємства як діючого.

Аналіз фінансових потоків дає змогу виявити елементи, з яких складається вартість, – види діяльності зі створення вартості та прибутку. До основних видів діяльності промислового підприємства, що безпосередньо створюють вартість, слід віднести виробничий процес і фінанси, ціноутворення, управління і логістику, маркетинг і продажі, а також обслуговування.

Для менеджерів, кредиторів, інвесторів, аналітиків та інших осіб, зацікавлених у діяльності підприємства, фактичний рух грошових потоків є основою оцінювання її ринкової вартості та прогнозування подальших перспектив. Обґрунтування Дж. Хіксом у 1939 р. уявлення про економічний об'єкт як про грошовий потік дало змогу науково сформулювати проблему оцінювання його вартості [14, с. 89].

Вартість економічного об'єкта, який породжує деякий грошовий

потік, еквівалентна вартості цього грошового потоку.

Оцінювання підприємства ґрунтується на застосуванні однієї з двох моделей грошового потоку:

- для власного капіталу;
- для всього інвестованого капіталу.

Чистий (вільний) грошовий потік є сумою, яку можна вилучити з підприємства без збитку для майбутньої діяльності, оскільки були враховані всі внутрішні потреби підприємства. Для приведення до єдиного моменту часу чистих грошових потоків, що виникають на різних часових інтервалах реалізації конкурентної стратегії підприємства, використовується операція дисконтування. На практиці застосовуються такі основні методи й моделі визначення норми дисконту:

- метод кумулятивної побудови;
- метод, оснований на використанні моделі оцінювання прибутковості капітальних активів (CAPM);
- метод, оснований на використанні моделі арбітражного ціноутворення;
- метод, що базується на визначенні середньозваженої вартості капіталу.

Результати аналізу грошових потоків і оцінювання вартості підприємства методом дисконтованих грошових потоків становлять інформаційне поле управління цими потоками. Управління фінансовими потоками здійснюється на основі прийнятої фінансової політики підприємства, яка сформована комплексно з урахуванням амортизаційної і дивідендної політики, режиму оподаткування, умов розрахунків з дебіторами і кредиторами, принципів оптимізації структури капіталу і здатності підприємства генерувати грошові потоки в майбутньому.

Ефективне управління грошовими потоками забезпечує:

- "фінансове здоров'я" і досягнення високих кінцевих результатів діяльності;
- фінансову рівновагу підприємства в процесі його стратегічного розвитку за допомогою фінансових інструментів, які регулюють показники прибутку, рентабельності, капіталу;
- підвищення ритмічності здійснення процесу виробництва за умови дотримання дисципліни платежів;
- скорочення потреби підприємства в позиковому капіталі;
- раціональне і економне використання власних фінансових ресурсів, що формуються з внутрішніх джерел;
- прискорення обігу капіталу підприємства через скорочення тривалості операційного циклу і зниження потреби в капіталі;
- зниження ризику неплатоспроможності.

Запитання для самоконтролю

1. Дайте визначення вартості підприємства як економічної категорії.

2. Розкрийте основні положення концепції ланцюжка цінностей. Який вплив на нього здійснює ієрархія вимог ринку?
3. Назвіть ключові фактори формування стратегії управління фінансами, що забезпечують підвищення вартості підприємства.
4. Перелічіть складові стратегії управління вартістю підприємства.
5. Які особливості має управління вартістю підприємства порівняно з управлінням інвестиційними проектами?
6. За якими основними напрямками здійснюється реалізація стратегії, орієнтованої на створення вартості для акціонерів?
7. Який показник є індикатором оцінювання ефективності стратегії управління вартістю?
8. Що характеризує економічна додана вартість і як вона визначається? Яким чином цей показник взаємозв'язаний з ринковою доданою вартістю?
9. У чому полягає суть показників доданої вартості та їх головна відмінність від показників ефективності? Назвіть ключові параметри моделей доданої вартості.
10. Проведіть порівняльний аналіз бухгалтерської і фінансової моделей оцінювання створення акціонерної вартості. Яка з цих моделей відповідає концепції управління вартістю підприємства?
11. Сформулюйте умови довгострокового зростання інвестиційної вартості капіталу власників підприємства.
12. Яка економічна суть управління вартістю відповідно до фінансової моделі?
13. Розкрийте економічний зміст категорій «оцінка вартості підприємства (бізнесу)» та «стратегічна вартість підприємства»? Що може бути об'єктом і предметом оцінювання?

5. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВ

5.1. Сутнісні характеристики фінансової стратегії підприємств

У сучасних динамічно змінних умовах зростає значення стратегічного управління, яке дає змогу підприємствам адаптуватися до змін, що відбуваються в навколишньому середовищі, і виживати в конкурентній боротьбі в довгостроковій перспективі. Перед вітчизняними підприємствами постають складні завдання: підвищення конкурентоспроможності, інвестиційної привабливості, інноваційний розвиток, досягнення стійких темпів економічного зростання. Сьогодні український ринок вступив в ту стадію розвитку, коли відсутність формалізованої стратегії гальмуватиме подальший розвиток підприємств. Від інтуїтивного управління підприємства переходять до формалізації стратегії. Управління підприємством передбачає урахування економічних, технологічних, соціальних, політичних, правових чинників.

Стратегія синтезує різні бачення і розуміння в цілісну картину поточного стану і перспектив розвитку.

Фінансова стратегія як економічна категорія виникла внаслідок еволюції теорії стратегічного менеджменту і визначалася послідовністю фінансових дій в сфері стратегічних рішень. Зарубіжні та вітчизняні дослідники виділяють такі **сутнісні характеристики фінансової стратегії підприємства**:

1. Фінансова стратегія є *елементом загальної корпоративної стратегії*, що обумовлює розгляд її суті та змісту в контексті загального стратегічного менеджменту. Розроблення фінансової стратегії підприємства має бути органічно вбудоване в діяльність з підготовки і реалізації загальної стратегії. Відносно корпоративної стратегії фінансова має підпорядкований характер, тому вона повинна бути узгоджена з цілями і напрямками корпоративної стратегії (прямий зв'язок). Фінансова стратегія повинна бути спрямована на досягнення загальної мети управління щодо забезпечення стійкого зростання вартості підприємства. З іншого боку, фінансова стратегія суттєво впливає на формування загальної стратегії розвитку підприємства, оскільки зміна ситуації на фінансовому ринку спричиняє коригування фінансової, а потім, як правило, і загальної стратегії розвитку підприємства (зворотний зв'язок).

2. Важливість фінансової стратегії як *однієї з функціональних стратегій управління* полягає в тому, що фінанси виконують координувальну функцію в господарській діяльності, а обмеженість фінансових ресурсів накладає обмеження на прийняття стратегічних рішень. Фінансова діяльність має унікальну особливість – вона зв'язує воедино всі сфери діяльності та управління підприємства, є головною формою ресурсного забезпечення реалізації загальної стратегії розвитку підприємства, зростання його ринкової вартості. Саме фінансовим показником (або системою фінансових показників) виражаються головна мета і критерій результативності ведення бізнесу. Які б не були цільові установки підприємства, ефективність їх вибору і досягнення визначається на основі динаміки вибраного показника. З огляду на це фінансова стратегія є найважливішим елементом корпоративної стратегії і має універсальний характер.

3. Фінансова стратегія є інструментом, що забезпечує цілеспрямовану *інтеграцію всіх основних напрямів розвитку фінансової діяльності*, конкурентних і функціональних стратегій в єдину, цілісну корпоративну стратегію. В цьому проявляється її універсальність – фінансовий аспект властивий кожній з функціональних стратегій і для всіх них є суттєвим; фінансові аспекти всіх функціональних стратегій і загальної стратегії – це елементи фінансової стратегії.

4. Фінансова стратегія являє собою процес розроблення системи довгострокових фінансових цілей розвитку діяльності підприємства і механізму їх досягнення.

Згідно із загальним визначенням **стратегія** – це шлях, детальний всесторонній комплексний план здійснення місії та досягнення поставлених довгострокових цілей підприємства [27, с. 78].

5. Фінансові умови (обмеження, можливості та загрози) є критичними чинниками здійснення господарської діяльності в тактичному і стратегічному періодах. Вони визначають *вибір цілей і завдань фінансового управління та ефективних напрямів їх досягнення*. На цій основі детально опрацьовується концепція залучення і використання фінансових ресурсів, включаючи конкретний механізм формування необхідного обсягу фінансування за рахунок різних джерел і форм, а також механізм ефективного вкладення цих ресурсів в активи підприємства.

6. Фінансова стратегія є засобом, що дає змогу управляти змінами на базі нейтралізації негативних і активного використання позитивних чинників розвитку. Іншими словами, вона повинна забезпечувати *адекватне реагування на зміни зовнішніх і внутрішніх чинників* фінансової діяльності підприємства. До таких факторів слід віднести, у першу чергу, динамічні зміни характеристик зовнішнього (коливання валютних курсів, процентних ставок, інфляція, податкова політика, ризики) і внутрішнього середовища (ефективність операційної і фінансової діяльності, фінансова рівновага, потенціал фінансової стійкості, можливості доступу підприємства до фінансових інструментів ринку капіталів).

7. Одним з основних завдань фінансової стратегії, спрямованої на стійкий розвиток підприємства, є *адаптація фінансової діяльності до внутрішніх і зовнішніх умов*. В сучасних умовах уміння гнучко, своєчасно і ефективно адаптуватися до змін соціальних, екологічних і економічних чинників є головною запорукою успіху підприємства. Розроблення і реалізація фінансової стратегії дає змогу завчасно адаптувати фінансову діяльність підприємства до майбутніх кардинальних змін можливостей його розвитку шляхом розроблення стратегічних альтернатив і сценаріїв майбутнього розвитку та вибору оптимального варіанта, що максимально враховує трансформацію бізнес-середовища.

Фінансова стратегія – це обґрунтована система довгострокових управлінських рішень, спрямованих на формування і втілення цілей фінансового управління за допомогою фінансових методів і важелів.

Теоретичною і методологічною основою реалізації фінансової стратегії є класичні теорії бізнесу і менеджменту у взаємозв'язку з окремими положеннями теорій фінансової рівноваги, фінансової стійкості та економічного зростання. Застосування положень цих теорій для побудови концепції фінансової стратегії стійкого розвитку підприємства ускладнено незавершеністю і недосконалістю організаційних механізмів регулювання фінансових відносин і структурних змін умов господарювання. Принципову характеристику пріоритетних аспектів фінансової стратегії підприємства наведено в табл. 5.1.

Принципова характеристика пріоритетних аспектів фінансової стратегії підприємства [10, с. 119, 120]

Компоненти фінансової стратегії	Пріоритетні аспекти
1. Мета фінансової стратегії	Орієнтація на стійкий розвиток підприємства на основі підтримки і відтворення його вартості
2. Механізм забезпечення фінансової стратегії	Формування аналітичного базису для вибору фінансової стратегії стійкого розвитку. Побудова моделі фінансового планування
експрес-діагностика	Дослідження і аналіз сприятливих і несприятливих ситуацій, виявлення “вузьких місць”
стратегічна діагностика	Формування аналітичного базису для оцінювання потенціалу фінансової стійкості і вибору фінансової стратегії
діагностика фінансової рівноваги	Визначення цільових параметрів фінансової рівноваги: ліквідності, рентабельності та фінансової стійкості
діагностика ефективності операційної діяльності	Інтегральне оцінювання потенціалу ефективності операційної діяльності
діагностика ефективності фінансової діяльності	Комплексне оцінювання ефективності фінансової діяльності
фінансове планування	Побудова ієрархічної моделі фінансового планування. Формування механізму узгодженості стратегічних і тактичних фінансових планів
3. Організаційно-методичний базис та процедури формування фінансової стратегії	Обґрунтування вибору оптимальної фінансової стратегії стійкого розвитку підприємства
комплексна діагностика потенціалу фінансової стійкості	Інтегральне оцінювання потенціалу фінансової стійкості
оптимізація структури капіталу	Розрахунок структури капіталу при різних альтернативах фінансової стратегії
обґрунтування вибору фінансової стратегії	Обґрунтування процесу та процедури вибору фінансової стратегії
4. Механізм реалізації фінансової стратегії	Розроблення стратегічного фінансового плану
розроблення стратегічного фінансового плану	Обґрунтування процедури складання стратегічного фінансового плану: прогнозного балансу, таблиць прогнозних показників фінансових результатів і грошових потоків
прогнозування стійкого розвитку на основі стратегічної вартості	Процедури прогнозування стратегічної вартості підприємства
комплексне оцінювання ризику	Оцінювання ризику та зон синергетичного ефекту фінансової стратегії
інформаційне забезпечення реалізації фінансової стратегії	Інтеграційна модель інформаційного забезпечення, рекомендації щодо організації фінансового контролю

Виділяють такі основні групи факторів, що впливають на формування фінансової стратегії підприємства:

- фактори узгодженості фінансової стратегії підприємства з його внутрішнім потенціалом, що визначають, в якому ступені обсяги, напрями і форми фінансової стратегії мають бути взаємозв'язані з можливостями формування внутрішніх фінансових ресурсів, організаційною структурою управління фінансовою діяльністю та іншими параметрами внутрішнього потенціалу підприємства; фінансовий потенціал включає активи, створені в процесі попередньої діяльності, та фінансові ресурси, які можна спрямувати на збільшення потенціалу в майбутньому;

- фактори внутрішньої збалансованості параметрів фінансової стратегії, які визначають: узгодженість між собою окремих цілей і цільових стратегічних нормативів майбутньої фінансової діяльності; узгодженість цих цілей і нормативів із змістом фінансової політики за окремими аспектами фінансової діяльності; узгодженість між собою за напрями і в часі заходів щодо забезпечення реалізації фінансової стратегії;

- фактори фінансової стратегії, що реалізується, які визначають стратегічні можливості підприємства у формуванні необхідного обсягу фінансових ресурсів зі всіх джерел і у всіх формах; перелік фінансових інструментів, що забезпечують формування ефективного інвестиційного портфеля; організаційні та технічні можливості успішної реалізації вибраної фінансової стратегії;

- фактори економічної ефективності реалізації фінансової стратегії, які повинні дати збалансоване і адекватне уявлення про економічні, екологічні, соціальні та фінансові показники, а на їх основі – про вплив фінансової стратегії на стійкий розвиток і зростання вартості підприємства;

- фактори неекономічної ефективності реалізації фінансової стратегії, до яких належать: ділова репутація підприємства, рівень керованості фінансової діяльності його структурних підрозділів, рівень матеріальної і соціальної задоволеності фінансових менеджерів.

Головна особливість стратегії – послідовність дій і станів, які використовуються для досягнення цілей. З методологічної точки зору основний **зміст фінансової стратегії** включає набір правил:

- діагностування на основі використання системного і ситуаційного підходів для дослідження різних факторів, які впливають на вибір фінансової стратегії підприємств (індикатори, моделі, методики);

- визначення індикаторів фінансового планування і прогнозування діяльності центрів фінансової відповідальності та підприємства в цілому;

- інтегрального оцінювання потенціалу фінансової стійкості підприємства;

- модифікації інформації для обґрунтування вибору альтернатив фінансової стратегії підприємства.

У такій постановці фінансова стратегія являє собою науково-обґрунтовану модель дій, спрямовану на реалізацію регульовально-коректувальної функції рішень у сфері фінансового управління підпри-

емств. Іншими словами, фінансова стратегія може бути подана у вигляді довгострокової програми дій з формування і використання власних і залучених фінансових ресурсів для досягнення стратегічних фінансових цілей.

5.2. Структура фінансової стратегії підприємств

Динамічність факторів зовнішнього середовища спричиняє зміну й внутрішнього середовища підприємства, включаючи технології виробництва й збуту продукції, величину й структуру як поточних, так і інвестиційних видатків. У цій ситуації динамічність параметрів зовнішнього й внутрішнього середовища відображається й на фінансовому механізмі управління підприємством. Тому в процесі діяльності підприємству необхідно корегувати параметри багатьох фінансових стратегій підприємства, в першу чергу стратегії формування фінансових ресурсів, інвестиційної стратегії, стратегії забезпечення фінансової безпеки, структурної стратегії, податкової стратегії, кредитної стратегії [4; 26; 33]. Ці стратегії є основними компонентами фінансової стратегії. Кожна з цих стратегій складається з фінансових політик.

Стратегія формування джерел фінансування (стратегія формування фінансових ресурсів) – центральний компонент фінансової стратегії. Її головна мета – створення оптимальних за обсягом, складом і структурою фінансових ресурсів, що забезпечують формування активів, необхідних для реалізації довгострокових планів господарської діяльності підприємства. Цілі, завдання і основні стратегічні рішення цього напрямку мають бути спрямовані на фінансове забезпечення реалізації корпоративної стратегії. Враховуючи принципову відмінність між власним і позиковим капіталом, у складі цієї стратегії виділяють *стратегії формування власних і залучених фінансових ресурсів*. Кожна з них об'єднує кілька фінансових політик, призначених для створення окремих джерел фінансування. Власний капітал підприємства практично завжди є найвагомішою складовою джерел фінансування. Навіть якщо на перший погляд здається, що конкретний проєкт виконується переважно на позикові кошти, слід мати на увазі, що вони отримані під гарантії підприємства або запоруку його майна.

У процесі управління фінансами підприємства одним з пріоритетних завдань є ефективне розміщення вільних грошових коштів з метою забезпечення самофінансування. При цьому проблема виникає з визначенням оптимальних напрямів вкладення капіталу з найбільшою і стабільною віддачею протягом тривалого часу. Для прийняття правильного рішення доцільно розробляти стратегію інвестування.

Інвестиційну стратегію можна подати як генеральний напрям (програму, план) інвестиційної діяльності підприємства, дотримання якого в довгостроковій перспективі має привести до досягнення інвестиційних цілей і отримання очікуваного інвестиційного ефекту. Досягнення економі-

чного ефекту системи стратегічного фінансового управління інвестиціями визначається потенційною здатністю інвестицій генерувати дохід у формі приросту суми інвестованого капіталу і позитивної величини інвестиційного прибутку.

Інвестиційна стратегія визначає пріоритетні напрями і форми інвестиційної діяльності, характер формування інвестиційних ресурсів і послідовність етапів реалізації довгострокових інвестиційних цілей, що забезпечують загальний розвиток підприємства. У складі інвестиційної стратегії виділяються два основні напрями: *стратегія реального і стратегія фінансового інвестування*, базові цілі кожної з яких диференціюються залежно від стадії життєвого циклу, на якій перебуває підприємство. Визначення співвідношення різних форм інвестування на окремих етапах перспективного періоду пов'язане передусім з дією об'єктивних зовнішніх і внутрішніх факторів.

У межах інвестиційної стратегії можуть бути виділені основні напрями інвестиційної діяльності підприємства: інвестиції на підтримку простого відтворення (в основному з амортизаційних фондів із залученням додаткових коштів у разі інфляції і знецінення накопичень); вкладення в капітальне будівництво; інвестиції на приріст оборотного капіталу; фінансування інноваційних розробок і НДДКР.

Система стратегічного фінансового управління інвестиціями підприємства – цілісна сукупність взаємозв'язаних елементів, що функціонує під впливом середовища непрямої і прямої дії на основі фінансового забезпечення інвестиційного процесу, сформованого внаслідок ефективної реалізації інвестиційних проєктів. Передусім за даною позицією необхідно пам'ятати, що в межах фінансової стратегії розглядається тільки фінансовий аспект інвестиційної стратегії підприємства. Необхідність виділення інвестиційної стратегії як окремого компонента фінансової стратегії визначається значущістю інвестиційних процесів у підвищенні ринкової вартості підприємства, створенні стійких конкурентних переваг, забезпеченні динамічного зростання масштабів і диверсифікації бізнесу. Методологічною основою стратегічного фінансового управління інвестиціями є *концепції управління інвестиціями у вартість підприємства (VBI – value based investment) та інвестиційної діяльності, спрямованої на підтримку стратегії стійкого зростання вартості (SVGI)*.

Стратегія забезпечення фінансової безпеки об'єднує три основні елементи: політику управління фінансовими ризиками, політику управління структурою капіталу, політику управління рухом грошових потоків. Цілі, завдання і основні стратегічні рішення цього напрямку мають бути спрямовані на формування і підтримку основних параметрів фінансової рівноваги підприємства в процесі його стратегічного розвитку через системи управління фінансовими ризиками. На кожній стадії реалізації стратегії здійснюється моніторинг фінансових ризиків і на цій основі своєчасно вно-

сяться необхідні корективи до параметрів стратегії.

Головна мета **податкової стратегії** – оптимізація сукупного податкового навантаження у поєднанні із зниженням рівня податкових ризиків підприємства. Підхід до відділення завдань управління податковими аспектами діяльності від завдань стратегічного фінансового менеджменту, що склався на практиці та в науковій літературі, є невиправданим. Податки, що стягуються з підприємства, повинні розглядатися ним як витрати. Ефективне управління ними знизить витрати підприємства, неефективне – обернеться тягарем додаткових податків. Зменшення суми податків – це дозволена законом структуризація підприємства, операції або виду діяльності, що дає змогу знизити податки до мінімуму з дотриманням правил податкової системи, в умовах якої працює підприємство [31, с. 150]. Управління в податковій сфері слід здійснювати як стосовно короткострокових (тактичного, оперативного), так і довгострокового періодів. Ключовими елементами податкової стратегії є податкова облікова політика і політика мінімізації податкових ризиків.

Кредитна стратегія спрямована на вирішення завдання залучення ресурсів для здійснення господарської діяльності підприємства. Формування цієї стратегії передбачає оцінювання обсягу фінансування із зовнішніх боргових джерел, вибір стратегії залучення позикових ресурсів, аналіз і обґрунтування стійких джерел фінансування. Кредитна стратегія підприємства повинна орієнтуватися на оптимізацію формування ресурсів за рахунок залучення капіталу шляхом вибору ефективних фінансових інструментів, розроблення стратегії виведення боргових цінних паперів на фондовий ринок і обґрунтування емісії цінних паперів на фондових ринках. Підприємство для залучення ресурсів виходить на позиковий ринок капіталів, на якому відбувається кругообіг пропонованих до розміщення ресурсів. Оскільки обсяг пропонованих ресурсів істотно менший, ніж обсяг попиту на них, неминуче виникає конкурентна боротьба за найбільш дешеві ресурси. Потенційні вкладники порівнюють потенційні об'єкти вкладення коштів шляхом оцінювання їх інвестиційної привабливості. У зв'язку з цим керівництву підприємства необхідно сформулювати кредитну стратегію, основним завданням якої стала б оптимізація показників інвестиційної привабливості.

Аналіз теоретичних робіт зі стратегічного і фінансового менеджменту і результати досліджень показали, що при розробленні фінансової стратегії підприємства доцільно виділяти стратегічну складову, що відображає структурні зміни при стратегічному управлінні фінансовою діяльністю, – структурну стратегію. **Структурна стратегія** пов'язана з вирішенням завдання, спрямованою на оптимізацію структури активів і капіталу підприємства, що безпосередньо корелює з кредитною й інвестиційною складовими фінансової стратегії через вартість авансованого в підприємство капіталу. Головний фінансовий результат – прибуток – також є елеме-

нтом структурної стратегії з огляду на оптимізацію структури її розподілу, що передбачає зміни в дивідендній і податковій політиці. Сюди ж слід віднести і стратегічні зміни в сфері структури управління фінансовою діяльністю, без яких неможлива реалізація фінансової стратегії. У межах стратегії *підвищення якості управління фінансовою діяльністю* основну увагу слід зосереджувати на розробленні його провідного напрямку – політики формування фінансової структури, яка б максимально відповідала прийнятій фінансовій стратегії. Найбільш ефективним для реалізації фінансової стратегії є створення системи *центрів фінансової відповідальності* (ЦФВ). Використання ЦФВ забезпечує гнучку адаптивність фінансової стратегії до змін, можливість застосування сучасних методів стратегічного фінансового планування, підвищення особистої відповідальності та зацікавленості виконавців в досягненні поставлених цілей.

Фінансові стратегії можуть відрізнятися багатьма параметрами, у тому числі цілями, джерелами й формами залучення капіталу, напрямками його вкладення в активи підприємства, механізмами участі інвесторів, що надають підприємству фінансові ресурси, в управлінні цими ресурсами. Крім того, фінансові стратегії, відрізняючись за рівнем фінансового ризику, різним способом впливають на середньозважену вартість капіталу, формування структури й вартості активів підприємства. Фрагмент декомпозиції головної фінансової мети – «фінансове забезпечення максимізації ринкової вартості підприємства» за рівнями ієрархії у форматі побудови «дерева фінансових цілей». Реалізація підприємством будь-якої фінансової стратегії припускає управління як джерелами фінансування, так і величиною капіталу. Так, наприклад, у межах реалізації *стратегії управління статутним капіталом* підприємство може збільшувати або зменшувати його величину, регулюючи співвідношення між власним і позиковим капіталом, а в деяких випадках і обсяг використовуваних фінансових ресурсів.

Фінансові стратегії динамічні. Це означає, що в реальній ситуації при зміні факторів зовнішнього й внутрішнього середовища одна фінансова стратегія здатна трансформуватися в іншу. Крім того, підприємство може реалізовувати одночасно не одну, а кілька фінансових стратегій. Це найбільш характерно для диверсифікованого бізнесу. Крім перелічених фінансових стратегій, підприємство може реалізовувати й інші способи формування й використання свого капіталу. Таким чином, у сучасних умовах стратегічне управління фінансами необхідно розглядати як сукупність фінансових стратегій, які реалізуються в процесі функціонування підприємства. Розроблення і впровадження заходів фінансової політики в межах окремих стратегій дає змогу чітко визначити єдину концепцію розвитку підприємства в довгостроковій і короткостроковій перспективі, вибрати зі всього різноманіття механізмів і методів досягнення поставлених цілей найбільш оптимальні.

5.3. Механізм формування фінансової стратегії підприємств

Механізм фінансової стратегії підприємства слід розглядати як складову механізму стратегічного фінансового управління, що відображає сукупність фінансових методів, способів, форм, фінансових інструментів і важелів, за допомогою яких здійснюється вибір стратегічних пріоритетів.

Елементами фінансової стратегії є методи її розроблення, реалізації і оцінювання ефективності.

Вихідними даними для розроблення фінансової стратегії є обсяги, асортимент, ціна та умови реалізації продукції (робіт, послуг), стан активів і пасивів, політика інвестування фінансових ресурсів, політика нарахування амортизації, дивідендна політика, політика залучення фінансових ресурсів, облікова політика.

Виходячи з системного підходу, концептуальну модель механізму фінансової стратегії можна подати у вигляді чотирьох блоків: (1) стратегічне позиціонування; (2) механізм підтримки; (3) організаційно-методичний базис формування фінансової стратегії стійкого розвитку підприємства; (4) механізм реалізації. Кожна із зазначених складових інтегрує кілька власних методів і фінансових показників.

Перший блок передбачає формування глобальної мети підприємства – максимізація вартості підприємства. Це перший рівень «дерева цілей». Критерій максимізації ринкової вартості підприємства для більш низького рівня в ієрархії стратегічних цілей перетворюється на мету. Цілі другого рівня – це основні цілі кожного з домінуючих напрямів фінансової стратегії, що безпосередньо забезпечують і підтримують досягнення її головної мети в сфері:

- формування фінансових ресурсів – максимізація чистого грошового потоку;
- інвестиційній – максимізація рентабельності власного інвестованого капіталу;
- податковій – оптимізація податкового навантаження, що забезпечує зростання нерозподіленого прибутку підприємства в умовах прийняттого рівня податкових ризиків;
- забезпечення фінансової безпеки – збереження фінансової рівноваги в довгостроковій перспективі;
- підвищення якості управління фінансовою діяльністю – формування фінансової структури, що створює передумови для ефективного управління фінансовим аспектом ведення бізнесу.

Оцінювання стратегічної позиції підприємства передбачає аналіз:

- внутрішнього середовища підприємства, що дає змогу оцінити потенціал фінансової стійкості у межах стратегічних пріоритетів підприємства: наскільки ресурсний потенціал, стан функцій і проєктів економічної системи відповідає стратегічним цілям;

- зовнішнього середовища, що дає змогу оцінити стратегічні можливості та загрози, конкурентні переваги і слабкі сторони підприємства.

З цією метою використовуються такі інструменти аналізу: **PEST-аналіз, М-аналіз, SWOT-аналіз, SNW-аналіз**. Стратегічний аналіз зовнішнього середовища підприємства з використанням PEST- і М-аналізу (передбачає розмежування чинників зовнішнього середовища на п'ять основних груп: політичні (P), економічні (E), соціальні (S), технологічні (T) і чинники ринкового оточення (M)). Аналіз зовнішнього середовища непрямої дії здійснюється за допомогою PEST-аналізу, аналіз зовнішнього середовища прямої дії – шляхом проведення М-аналізу.

Параметрами стратегічного вибору фінансової стратегії є сукупний потенціал фінансової стійкості підприємства і стан макро- і мікросередовища.

Другий блок. Базуючись на еволюції поглядів стратегічного фінансового управління, **механізм забезпечення фінансової стратегії** потрібно розглядати як систему, формування якої відбувається на основі концепції і методів управління, які забезпечують збалансовану взаємодію систем підтримки, організацію і механізм реалізації цієї складної системи. Цей підхід ґрунтується на взаємозв'язку систем підтримки фінансової стратегії, який забезпечується за допомогою інформації зі зворотним зв'язком і збалансованістю його механізмів. Основними елементами механізму підтримки фінансової стратегії є фінансовий аналіз і фінансове планування, які дають можливість комплексно оцінити потенціал фінансової стійкості та сформуванню інформацію для вибору фінансової стратегії та розроблення стратегічних фінансових планів.

Третій блок передбачає попереднє оцінювання ефективності фінансової стратегії стійкого розвитку, яка інтегрує такі етапи: (1) комплексне оцінювання потенціалу фінансової стійкості підприємства; (2) моделювання оптимальної структури капіталу при виборі фінансової стратегії; (3) комплексне оцінювання ризику. Результати дослідження у межах цього блоку є аналітичним базисом для обґрунтування механізму реалізації фінансової стратегії.

Четвертий блок припускає формування механізму реалізації фінансової стратегії за такими етапами: (1) вибір фінансової стратегії; (2) розроблення стратегічного фінансового плану фінансової стратегії; (3) прогнозування стійкого розвитку на основі стратегічної вартості підприємства; (4) контроль за реалізацією фінансової стратегії. Слід зазначити, що за кожним напрямом фінансової стратегії на кожен поточний тактичний період у бізнес-плані підприємства в розділі «Фінансовий план» повинна розроблятися і затверджуватися адекватна система поточних дій. Вона має бути розроблена не тільки в розрізі всіх основних позицій фінансової стратегії, але й на всі роки заданого стратегічного періоду. У процесі виконання стратегії разом із запланованими діями приймаються і виконуються рішення, які є оперативним відгуком на поточні зміни зовнішніх і внутрішніх

умов. Контроль у поєднанні з систематичним моніторингом змін забезпечує інтерактивний характер управління, дає змогу адекватно переоцінювати стратегічну позицію і коректувати заявлені цілі та дії з їх досягнення. Ефективність фінансової стратегії стійкого розвитку підприємства досягається на основі регламентації процедур і методів кожного блоку запропонованого механізму, а також на окремих етапах.

Фінансова стратегія стійкого розвитку підприємства повинна бути адаптивною до динамічних змін навколишнього середовища. Адаптація фінансової стратегії до змінних умов зовнішнього середовища забезпечується насамперед зміною напрямів формування і використання фінансових ресурсів підприємства.

Важливим елементом стратегічного управління фінансами є розроблення принципів, показників, критеріїв і конкретних економіко-математичних моделей вибору оптимального варіанта фінансової стратегії підприємства. Часто внаслідок дії великої кількості важко формалізованих факторів вибрати оптимальний варіант фінансової стратегії практично неможливо. У цьому випадку оптимізація припускає вибір квазіоптимального варіанта стратегії.

5.4. Вибір фінансової стратегії підприємств

Вибір фінансової стратегії стійкого розвитку підприємства повинен бути підкріплений стратегічним фінансовим планом і програмою реалізації поставленої цілі. Стосовно фінансової стратегії це означає, що процес вибору повинен ґрунтуватися на аналітичних оцінках стратегічних альтернатив. Саме тому при вирішенні питання вибору стратегічних альтернатив багато дослідників віддають перевагу аналітичним і економіко-математичним методам. У теорії і практиці фінансового управління використовуються методи матричного моделювання, стратегічного аналізу «сильних» і «слабких» сторін діяльності, фінансового аналізу (аналіз коефіцієнтів Дю Пона – Du Pont, моделі економічного зростання), портфельного аналізу бізнесу (SWOT-аналіз, Бостонська матриця – модель BCQ, матриця Дженерел Електрик, «привабливість ринку (галузі) – конкурентоспроможність підприємства» – модель QE/Mc Kinsey).

Аналіз теоретичних досліджень в сфері розроблення фінансових стратегій підприємств дає змогу виділити такі основні моделі: матриця Франсона і Романе, модель Бостонської консалтингової групи, модель, орієнтована на вартість. Кожен з методологічних підходів відрізняється базовою концепцією, системою фінансових показників, які використовуються для стратегічного позиціонування підприємства, методами аналізу і планування, набором фінансових стратегій. Загальним їх недоліком є надмірні універсальність і узагальнення, що не відповідає вимогам об'єктивності та точності стратегічних рішень.

Процес вибору альтернативи фінансової стратегії ґрунтується на системному і сценарному підходах, використання яких дасть змогу, з одного боку, показати безперервність процедури вибору, а з іншого – на основі використання інтегрального критерію потенціалу фінансової стійкості обґрунтувати оптимальний вибір. Головна увага приділяється вибору фінансової стратегії від досягнутого фінансового стану підприємства до перспектив його стійкого розвитку на основі побудови сценарних варіантів. Зворотний інформаційний зв'язок дає змогу зіставити отриманий результат реалізації фінансової стратегії з поставленими цілями стратегії на вході та визначити відхилення «реального» вектора розвитку системи від «ідеального». Відхилення фактичних параметрів функціонування підприємства від заданих становить суть проблеми. Оскільки управління – це цикл рішення проблеми, а фінансові рішення відповідно до теорії прийняття рішень є незапрограмованими, то процес вирішення проблем є нескінченним. У цьому зв'язку формулювання проблеми і її осмислення є вихідною точкою для вибору фінансової стратегії і стратегічних цілей. Якщо проблему було правильно визначено, а альтернативні рішення ретельно зважено й оцінено, можна зробити вибір, тобто прийняти рішення.

Процес реалізації стратегії стійкого розвитку підприємства складається з трьох етапів:

- 1) упорядкування її елементів вибору;
- 2) виявлення стратегічних альтернатив (визначення умов вибору) обмежень фінансових показників;
- 3) формування оптимальної альтернативи цільових векторів фінансової стратегії відповідно до дійсного потенціалу підприємства. Ув'язка цільових показників фінансової стратегії з наявними ресурсами підприємства здійснюється шляхом розроблення фінансових програм.

На основі аналітичних даних експрес-діагностики і стратегічної діагностики для кожної із стратегічних альтернатив визначаються ситуації фінансової рівноваги, межі поведінки і способи підтримки синергетичного ефекту. Мінімальною величиною діючого фінансового потенціалу підприємства є величина статутного капіталу, оскільки з позицій чинного законодавства вона визначає нижню межу можливого здійснення підприємницької діяльності.

Для забезпечення правильності висновків про вибір стратегічних альтернатив для кожної з альтернатив визначено індикатори, цілі, межі поведінки елементів фінансової рівноваги та умови вибору фінансової стратегії.

5.5. Оцінювання відповідності результатів фінансової стратегії завданням стійкого розвитку підприємств

Проблема стратегічного розриву, тобто невідповідності прийнятої стратегії механізму її здійснення, є актуальною для вітчизняних і зарубіж-

них підприємств. Вона посилюється зі зростанням нестабільності зовнішнього середовища, що потребує скорочення життєвого циклу стратегії і термінів її реалізації. Повною мірою це стосується сфери фінансів: розроблення ефективної фінансової стратегії без застосування адекватних механізмів виконання не дасть змоги отримати необхідні результати.

Оцінювання результативності фінансової стратегії розглядається як механізм зворотного зв'язку для коригування стратегії та здійснюється за такими напрямками:

- оцінювання вироблених конкретних стратегічних варіантів для визначення їх придатності, здійсненності, прийнятності;
- порівняння результатів реалізації фінансової стратегії з поставленими цілями;
- оцінювання відповідності результатів фінансової стратегії завданням стійкого розвитку підприємства.

Оцінювання відповідності фінансової стратегії завданням стійкого розвитку підприємства базується на методології збалансованих стратегічних показників (BSC, Balanced Scorecard) і міжнародних рекомендаціях для відкритої звітності зі стійкого розвитку (GRI).

Упровадження *відкритої звітності, яка відображає стратегію стійкого розвитку підприємств*, дає змогу об'єднувати фінансові та нефінансові показники, а також фінансові показники і показники стійкого розвитку. Поширення в господарській діяльності **концепції стійкого розвитку (sustainable development)** є характерним для останнього десятиліття XX і початку XXI століть. Вона передбачає сукупність і баланс соціальної, екологічної, економічної та інституціональної складових розвитку суб'єктів господарювання.

На практиці використовуються різні керівництва і стандарти зі складання відкритої звітності, яка відображає стратегію стійкого розвитку підприємств, такі як GRI, AA1000, SA8000, SAM, SIGMA. Для оцінювання впливу фінансової стратегії на стійкий розвиток підприємства найбільший інтерес становлять Глобальна ініціатива зі звітності (GRI), яка була створена в 1997 році американською неурядовою організацією «Коаліція за екологічно відповідальну економіку» (CERES), Всесвітньою економічною радою зі стійкого розвитку (WBCSD), Інститутом світових ресурсів (WRI), Програмою навколишнього середовища ООН (UNEP) з метою підвищення якості, точності та практичної цінності звітів щодо стійкого розвитку. Подальший розвиток концепції стійкого розвитку (Зустріч на вищому рівні зі стійкого розвитку, Іоганнесбург, 2002 р.) передбачає разом із соціальною, екологічною і економічною складовими застосування четвертого компонента для характеристики стійкого розвитку – *інституційної складової*. Тому в моделі основна увага приділяється процесу формування системи фінансових показників у розрізі зовнішніх і внутрішніх соціальних, екологічних, економічних та інституційних чинників. Використання інституційної складової

вої дає змогу оцінювати у межах фінансової стратегії вплив регламентації господарської і фінансової діяльності на стійкий розвиток підприємства як внутрішній інституційний чинник; вплив державного нормативно-правового регулювання, що визначає правила функціонування підприємства, – як зовнішній інституційний чинник.

Використання **методології збалансованої системи показників** (Balanced Scorecard (BSC)) обумовлене необхідністю упорядкувати формування стратегічних фінансових цілей і збалансувати їх структуру з урахуванням інтересів *стейкхолдерів* (*stakeholders*). Зацікавлені сторони (акціонери, власники, споживачі, клієнти, менеджери, робітники) надають підприємству необхідні для його діяльності ресурси тому, що його діяльність дає змогу задовольняти їх запити і потреби. Таким чином, відносини між підприємством і його стейкхолдерами будуються навколо ресурсного обміну. Кожна зацікавлена сторона прагне створити власну ресурсну базу, яка найкраще відповідала б її цілям. З точки зору теорії зацікавлених сторін підприємства існують для задоволення інтересів (вимог) усіх своїх зацікавлених сторін, і в цьому полягають їх основні, фундаментальні цілі [36].

Концепція збалансованої системи показників з'явилася в 1980–1990-х рр. як інструмент для управління підприємствами, що динамічно розвиваються. Вона являє собою механізм досягнення стратегічних цілей підприємства через ключові показники результативності (Key Performance Indicator (KPI)). Основними принципами BSC, сформульованими Р. С. Капланом і Д. П. Нортонем, є такі:

- причинно-наслідковий зв'язок усіх показників;
- зв'язок результуючих показників, які підприємство має можливість виміряти після закінчення певного періоду, і попереджувальних показників, які можна виміряти миттєво;
- зв'язок усіх показників з фінансовими результатами діяльності.

Термін "збалансовані" в BSC означає, що ця система об'єднує такі показники: фінансові та нефінансові, внутрішні та зовнішні, кількісні та якісні, короткострокові та довгострокові.

Система BSC переводить бачення в стратегію, місію і загальну стратегію підприємства в систему чітко поставлених цілей, завдань і показників. Стратегія підприємства розглядається у межах чотирьох взаємно інтегрованих проєкцій: фінансів, маркетингу, внутрішніх бізнес-процесів, навчання і зростання.

Стосовно фінансової стратегії квінтесенція BSC полягає в спільному цілеспрямованому використанні фінансових і нефінансових важелів для забезпечення заданих темпів зростання вартості підприємства. **Обґрунтованість вибору цієї системи як способу реалізації фінансової стратегії визначається таким:**

- чітка логічна орієнтація процесу досягнення цілей нефінансового характеру на забезпечення реалізації фінансових цілей;

- дає змогу ідентифікувати і цілеспрямовано управляти ключовими фінансовими і нефінансовими чинниками, що визначають динаміку ринкової вартості підприємства;

- концентруючи увагу на бізнес-процесах, BSC сприяє підвищенню ефективності процесно-орієнтованого бюджетування і є інструментом контролю рівня досягнення цільових нормативів;

- дає змогу усунути міжфункціональні протиріччя між виробничими і фінансовими службами підприємства, підвищуючи ефективність управління його ресурсами.

Фінансові цілі підприємства диференціюються залежно від видів стратегічного розвитку – зростання, стійкий стан і збір "урожаю". Відповідно до цього виділяються три фінансові стратегічні напрями (цілі) фінансової складової, які ведуть до реалізації бізнес-стратегії [19, с. 53]:

- 1) зростання прибутків і розширення діяльності;
- 2) скорочення витрат і збільшення продуктивності;
- 3) використання активів та інвестиційна стратегія.

Головна фінансова мета – підвищення ринкової вартості підприємства.

Фінансова складова визначає фінансові результати, які задовольняють акціонерів і забезпечать конкурентоспроможний рівень і структуру витрат. Індивідуальні фінансові цілі є орієнтирами при визначенні завдань і параметрів інших блоків (складових стратегії).

Клієнтська складова визначає, які потреби клієнтури мають бути задоволені для досягнення фінансових результатів, цільове значення якого ставиться у фінансовому блоці BSC. Головна маркетингова мета – зростання частки підприємства в цільовому сегменті ринку на основі підвищення задоволеності клієнтів, рівня лояльності покупця до підприємства і його товарів та розширення клієнтської бази. Клієнтська складова BSC визначає коло клієнтів підприємства і сегменти споживчого ринку, а також джерело доходу, який відповідає очікуванням акціонерів.

Складова внутрішніх бізнес-процесів визначає найбільш важливі внутрішні процеси (операційний, інноваційний, післяпродажне обслуговування) для задоволення потреб споживачів, визначених в клієнтській складовій. Головна мета цієї складової – підвищення ефективності бізнес-процесів на основі інноваційної спрямованості розвитку підприємства, підвищення якості продукції, скорочення часу обслуговування клієнтів.

Складова навчання і розвитку персоналу визначає, які цінності потрібні підприємству для забезпечення реалізації стратегічних цілей трьох попередніх компонентів системи BSC. Головна мета – розвиток здатності та прагнення персоналу створювати конкурентні переваги підприємства на основі підвищення ділових компетенцій персоналу і побудови ефективної системи мотивації персоналу.

Важливо звернути увагу на дві обставини. По-перше, застосування збалансованої системи показників – це процес реалізації і оцінювання

ефективності стратегії, що передбачає наявність у підприємства вже чітко сформульованої стратегії. По-друге, цю концепцію слід розглядати не тільки як систему показників, а як всеосяжну систему управління [20].

Оцінювання відповідності фінансової стратегії завданням стійкого розвитку підприємства проводиться шляхом порівняння таких параметрів:

1) цільових показників фінансової стратегії з параметрами корпоративної і конкурентної стратегій;

2) фінансового стану заданим якісним вимогам;

3) прогнозованої ринкової вартості підприємства та очікувань власників. У випадку, якщо значення основних показників не відповідають установленим вимогам, поставлені цілі стратегічного розвитку підлягають аналізу (перегляду) з позиції оцінювання реальності їх досягнення.

Оцінювання відповідності фінансової стратегії завданням стійкого розвитку підприємства дає змогу відповісти на питання про те, чи приведе розроблена фінансова стратегія, подана у формі стратегічного фінансового плану, до досягнення підприємством своїх фінансових цілей (наприклад, необхідний рівень рентабельності та допустимий рівень ризиків). *Механізм зворотного зв'язку, що забезпечує своєчасну адаптацію фінансової стратегії підприємства до зміни умов його функціонування, будується на основі формування системи регулярного моніторингу зовнішніх і внутрішніх чинників, що впливають на діяльність підприємства. Мета такого моніторингу – своєчасно оповістити осіб, відповідальних за розроблення стратегічних рішень, про виникнення таких ситуацій:*

- зниження рівня рентабельності порівняно із запланованим і середньоринковим рівнем;
- виникнення ризиків, що перевищують рівень, закладений при розробленні стратегії.

Ступінь досягнення поставлених стратегічних фінансових цілей визначається шляхом оцінювання відповідності запланованих цільових показників стратегічного фінансового плану і фактично досягнутого їх рівня (рівня фінансових вкладень (інвестицій) і фінансової віддачі (прибутку, рентабельності)). При виявленні відхилень ініціюється процес перегляду перспективних планів.

Оцінювання відповідності фінансової стратегії завданням стійкого розвитку підприємства дає змогу сформувати інформацію для усунення стратегічного розриву і забезпечення ефективної реалізації фінансової стратегії.

Запитання для самоконтролю

1. Назвіть сутнісні характеристики фінансової стратегії підприємства.
2. Розкрийте місце фінансової стратегії в системі стратегічного управління.
3. Дайте характеристику пріоритетних аспектів фінансової стратегії

підприємства.

4. Які основні об'єкти фінансової стратегії підприємства?

5. Чому стратегія формування джерел фінансування є центральним компонентом фінансової стратегії?

6. Перелічіть групи факторів, що впливають на формування фінансової стратегії підприємства.

7. Сформулюйте правила, що становлять методологічну основу формування фінансової стратегії.

8. Чим відрізняються методи PEST-, SWOT- та SNW-аналізу?

9. Розкрийте зміст етапів формування фінансової стратегії.

10.3 якою метою оцінюють відповідність результатів фінансової стратегії завданням стійкого розвитку підприємства?

11. Обґрунтуйте доцільність використання методології збалансованих стратегічних показників для організації оцінювання відповідності фінансової стратегії завданням стійкого розвитку підприємства.

6. СТРАТЕГІЯ ФОРМУВАННЯ ДЖЕРЕЛ ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ

6.1. Суть та складові стратегії формування джерел фінансування підприємств

Можливості зростання підприємства (Growth opportunities) безпосередньо пов'язані з необхідними йому фінансовими ресурсами, які можуть бути отримані з різних джерел. Рішення щодо фінансування впливають на вартість фінансових ресурсів і добробут акціонерів. Тому при розробленні стратегії фінансування підприємства доцільно визначати способи раціонального використання фінансових ресурсів і можливі поєднання різних джерел фінансування.

Джерела фінансування є основними об'єктами управління фінансами підприємств. Це всі джерела грошових коштів, які акумулюються підприємством для формування необхідних йому активів з метою здійснення діяльності за рахунок власних доходів, накопичень, капіталу та зовнішніх надходжень [15, с. 26].

Основними формами фінансування у вітчизняній і світовій практиці вважаються такі:

- самофінансування за рахунок прибутку, амортизаційних відрахувань і резервів;

- позикове фінансування у вигляді кредитів і позик банків та інших організацій, а також за рахунок випуску боргових цінних паперів, наприклад, облігацій;

- акціонерне фінансування за рахунок вкладів засновників і стратегічних інвесторів;

- централізоване фінансування за рахунок коштів державного бюджету;

- залучення коштів від сторонніх організацій на оплатній і безоплатній основі.

У табл. 6.1 наведено характеристику різних джерел фінансування за критеріями доступності, потенційної місткості, ефективності використання і рівня ризику. Кожен з цих критеріїв може знаходитися на одному з рівнів (максимальному, істотному, задовільному, низькому або мінімальному); коментар у дужках характеризує основний чинник, що визначає величину цього критерію.

Стратегія формування джерел фінансування (стратегія формування фінансових ресурсів) – центральний компонент фінансової стратегії, головна мета якого – створення оптимальних за обсягом, складом і структурою фінансових ресурсів, що забезпечують формування активів, необхідних для реалізації довгострокових планів господарської діяльності підприємства. Стратегія фінансування повинна вирішувати найважливіше завдання фінансового менеджменту – забезпечення довгострокового зростання вартості компанії і добробуту акціонерів. Оптимальна структура фінансування і обґрунтоване співвідношення боргу і власного капіталу мінімізують сукупну вартість капіталу компанії, що дає змогу їй одночасно залучати необхідні фінансові ресурси і зберігати гнучкість прийняття фінансових рішень.

Таблиця 6.1

Характеристика основних джерел фінансування

Види фінансування	Критерії оцінки			
	Доступність	Місткість	Ефективність	Рівень ризику
Самофінансування	Максимальна	Незначна (пропорції розподілу прибутку на споживання і накопичення)	Максимальна (безкоштовний ресурс)	Мінімальний
Емісія акцій	Задовільна (для рентабельних підприємств)	Істотна (привабливість акцій)	Істотна (дивіденди за акціями)	Задовільний (структура акціонерного капіталу)
Кредити і позики	Низька (для високо-рентабельних і надійних підприємств)	Максимальна	Низька (рівень кредитної ставки)	Низький (умови кредитного договору)
Державні кредити	Мінімальна (пріоритетність підприємства)	Максимальна	Максимальна (дешевий ресурс)	Мінімальний
Державні інвестиції	Мінімальна (особливий статус підприємства)	Максимальна	Максимальна (безкоштовний ресурс)	Мінімальний

У найбільш загальному вигляді **стратегія формування джерел фінансування** складається зі стратегій самофінансування, використання залучених і позикових коштів, нетрадиційних джерел фінансування.

Стратегія самофінансування – стратегія фінансування діяльності підприємства за рахунок власних внутрішніх джерел фінансування, орієнтована на управління фондами грошових коштів з метою накопичення капіталу, достатнього для фінансування розширеного відтворення. Основною проблемою при реалізації механізму самофінансування вітчизняних підприємств є дефіцит грошових коштів. Зовнішніми причинами виникнення проблеми низької частки грошових коштів у виручці можуть бути такі: низька фінансова дисципліна клієнтів; зміни податкового законодавства; високий рівень конкуренції; ринкова невизначеність; нерівномірність попиту; проблеми недосконалості законодавства. Внутрішні причини виникнення вказаної проблеми такі: безальтернативний, стереотипний механізм ухвалення рішень, недосконалість маркетингової політики, обмеженість асортиментної лінійки продукції, велика кількість субпідрядних організацій, що відтягують на себе значну частку виручки. Внутрішнім джерелом фінансування крім прибутку є також амортизація, проте її величини недостатньо для проведення значних перетворень. Крім того, оскільки законодавство не забороняє використання амортизаційних нарахувань на поточні потреби, вона зазвичай не накопичується і не використовується як інвестиційний ресурс. Слід враховувати також, що підприємства з неблагополучним фінансовим станом мають труднощі з надходженням виручки, складовою частиною якої є амортизація [5, с. 160]. Підприємства, що використовують тільки власні джерела фінансування, максимально стійкі фінансово, але вони значно обмежують темпи свого розвитку, відмовившись від додаткових джерел фінансування.

Коли пріоритет віддається залученню фінансових ресурсів із зовнішніх джерел фінансування, підприємство орієнтується на **стратегію фінансування за рахунок залучених коштів (власних зовнішніх джерел)**. Найбільш зацікавленими в стійкому розвитку підприємства особами є його власники (акціонери). Тому важливим інструментом залучення фінансових ресурсів є емісія цінних паперів. *Емісія цінних паперів* дає змогу підприємству залучити інвестиційний капітал з ринку цінних паперів, отримати доступ до коштів широкого кола інвесторів. Акціонування як спосіб фінансування через механізми ринку капіталу припускає реалізацію частини власності підприємства і збільшення кількості власників. Фінансові ресурси, таким чином, потрапляють в розпорядження підприємства, але виникає необхідність виплати дивідендів інвесторам, крім того, вони мають право реалізувати акції третім особам. Важливим аспектом також є пайове фінансування, яке передбачає участь нового власника в управлінні діяльністю підприємства, що може привести до зміни планів і цілей його діяльності в цілому. Емісія цінних паперів є гнучким інструментом залучення

фінансових ресурсів, оскільки дає змогу вибирати між борговими і пайовими цінними паперами, залучати кошти на вигідніших умовах, відкриває вихід на міжнародні ринки капіталу.

Одним з перспективних способів залучення капіталу на ринку цінних паперів для покриття інвестиційних потреб підприємств є *первинне публічне розміщення акцій на фондовому ринку (IPO)*. Залежно від етапу виконання робіт інвестиції доцільно залучати частинами, у міру реалізації попередніх коштів. При проведенні одного IPO витрати на його проведення менші, ніж при серії IPO, оскільки плата при організації цього заходу – величина фіксована. Але існує ризик нерозміщення повного пакета акцій. Це може бути пов'язано з багатьма причинами, наприклад, такими, як несприятлива ситуація на фондовому ринку, невідомість підприємства (інвестори з обережністю ставляться до маловідомих брендів).

Емітент зазвичай здійснює первинне розміщення акцій через андеррайтерів, якими можуть бути інвестиційні банки. Вихід підприємства на фондову біржу з метою використання акцій як інструмента довгострокового фінансування передбачає формування довгострокової дивідендної політики. Така політика повинна бути частиною стратегії управління вартістю підприємства. Довгострокова дивідендна політика також спрямована на задоволення довгострокових фінансових інтересів акціонерів. Встановлення оптимального співвідношення між збільшенням курсової вартості акції й дивідендних потоків дає змогу розширити коло потенційних інвесторів підприємства.

Основними перевагами IPO перед іншими джерелами фінансування є зниження залежності від боргових джерел фінансування, можливість ефективної структуризації підприємства, підвищення його капіталізації. Використання цього інструмента довгострокового фінансування також дає змогу знизити вартість капіталу підприємства й відповідно ставку дисконтування.

Чинниками, що перешкоджають використанню розвитку механізму фінансування шляхом IPO в Україні, є низька ліквідність, висока волатильність, нестача великих інвесторів, низький рівень капіталізації деяких підприємств. Ринку IPO в Україні властиві такі характерні особливості:

- недооцінка вартості акцій підприємства під час первинного розміщення;
- довгострокове інвестування в акції підприємств, що здійснили IPO, є менш ефективним, ніж придбання ринкового портфеля акцій;
- після проведення IPO підприємства-емітенти поступаються в розвитку приватним підприємствам-аналогам.

Роль IPO в фінансовому управлінні полягає у фінансуванні майбутніх інвестицій і розвитку підприємства, оптимізації структури капіталу підприємства, наданні акціонерами підприємства можливості продажу їх акцій.

Оскільки порядок здійснення первинної емісії строго визначений, найбільший інтерес для підприємства становить *вторинна емісія (SPO)*, що дає йому широкі можливості для прийняття стратегічних рішень щодо залучення інвестиційних ресурсів. Потрібні стратегічні рішення передбачають вибір таких параметрів: цілей емісії; способів розміщення акцій; джерел емісії.

Для досягнення цілей мобілізації зовнішніх ресурсів вторинна емісія може розглядатися як один з найбільш ефективних способів. У багатьох випадках він виявляється більш прийнятним, ніж цільові інвестиції або кредити. Дійсно, отримання цільових державних інвестицій або пільгових кредитів є дешевшим, але важко доступним. Інший спосіб – отримання кредиту – зазвичай обходиться підприємству значно дорожче за емісію: відсотки за довгостроковим кредитом мають бути не нижчими за ставку рефінансування. Водночас він пов'язаний з ризиком фінансової залежності підприємства від банку.

Важливою складовою джерел фінансування в акціонерних товариствах є *додаткова емісія акцій*. Проте нова емісія акцій підприємства може бути негативним сигналом: у благополучній ситуації власники вважають за краще виплачувати відсотки за кредитами, а не ділитися прибутками. Ціна акцій після додаткової емісії часто зменшується. Цей інструмент доцільно використовувати підприємствам, які перебувають у фазі зростання або стабільності для забезпечення резервної кредитоспроможності [5, с. 158].

В умовах нестабільності більш ефективною за емісію звичайних акцій може бути *емісія привілейованих акцій*. Як відомо, привілейовані акції більше захищають інвестора у разі виникнення фінансових труднощів у підприємства. Для надання їх власникам ще більшої свободи в пристосуванні до змінних ринкових умов можливий випуск привілейованих акцій з варрантами, конвертованих привілейованих акцій, привілейованих акцій з плаваючою ставкою [5, с. 167].

Для підприємств різних організаційно-правових форм доцільними є різні стратегії використання потенціалу ринку цінних паперів. Головна відмінність між публічними акціонерними товариствами та іншими формами власності – в можливостях збільшення власного капіталу, оскільки величина статутного капіталу лімітується нормативними документами. Розміри запозичення у цих підприємств також обмежені величиною власного капіталу (потенційної застави). Один з можливих шляхів збільшення власного капіталу для приватних акціонерних товариств – випуск конвертованих облігацій з подальшим публічним розміщенням акцій і перетворенням у ПАТ [5, с. 160, 161].

Вітчизняні підприємства, використовуючи інструменти фінансових ринків, можуть розміщати свої цінні папери як на українських, так і на міжнародних фондових біржах. При розміщенні акцій на міжнародних рин-

ках вітчизняні підприємства повинні дотримуватись норм українського законодавства, вимог іноземної біржі та іноземних законів про цінні папери. Найбільшими фондовими біржами є Нью-Йоркська і Лондонська фондові біржі. Вихід на міжнародні фінансові ринки дає можливість, по-перше, залучити значні інвестиції, а по-друге, зміцнити статус публічного підприємства.

Застосування підприємством фінансових інструментів ринку капіталу для фінансування діяльності спричиняє вибір **стратегії позикового фінансування**. Якщо як такі інструменти використовуються банківські кредити, то у підприємства формується довгострокова або короткострокова стратегія позикового фінансування з використанням банківського капіталу. *Стратегія довгострокового залучення банківського капіталу* застосовується підприємством для фінансування процесів формування або придбання елементів необоротних активів, а з метою поповнення оборотних активів до рівня, необхідного для нормальної діяльності, підприємство розробляє й реалізує *стратегію короткострокового залучення банківського капіталу*.

Вибір стратегії позикового фінансування залежить від напрямів використання коштів. В умовах нормально функціонуючої економіки для стабільно працюючих підприємств кредити застосовуються зазвичай з метою фінансування тактичних завдань, пов'язаних з операційною діяльністю, і залучаються на короткостроковій основі. Для фінансування довгострокових заходів потрібні позики, що залучаються на довгостроковій основі. У випадку фінансування зростання або реструктуризації підприємства потребується довгострокове фінансування, яке здійснюється або за рахунок збільшення акціонерного капіталу, або за рахунок довгострокових позик, або шляхом злиття з іншими підприємствами.

Кредити можуть бути привабливим джерелом фінансування, оскільки для них характерні швидкість отримання порівняно з розміщенням цінних паперів, можливість реструктуризації боргу в процесі погашення, низькі витрати організації отримання позики [5, с. 162]. Вихід з кризової ситуації у багатьох випадках залежить від уміння залучити додатковий капітал на забезпечення рентабельної діяльності. Отримання банківського кредиту – простіше завдання, ніж пошук акціонерів. Дохід від діяльності підприємства у вигляді дивідендів акціонери отримують тільки за умови прибутковості діяльності, тому їх цілі істотно відрізняються від цілей кредиторів, яким важливі лише кредитоспроможність клієнта і наявність ліквідного забезпечення. Ризик інвестиційних вкладень завжди вищий за ризик неповернення кредиту, проте зростання вартості акцій на біржі при вдалому веденні бізнесу у багато разів може перевищити вигоду від розміщення тимчасово вільних грошових коштів.

Розроблення стратегії позикового фінансування слід починати з аналізу ризиків. Зі збільшенням у пасивах частки позикових коштів для акціонерів компанії-позичальника виникає додатковий фінансовий ризик,

обумовлений невизначеністю майбутньої капіталовіддачі. Слід проаналізувати можливість його виникнення і шляхи виходу з ситуації, коли грошових коштів, генерованих діючими активами, не вистачить для обслуговування і погашення боргу. Необґрунтований обсяг залучення може бути не лише засобом розвитку бізнесу, але і його втрати. У питанні залучення домінує принцип, що основним обмеженням стратегії має бути безпечний з точки зору ризиків для бізнесу граничний обсяг грошових коштів. Критерієм такого оцінювання є власний оборотний робочий капітал компанії або різниця між оборотними активами і всіма зобов'язаннями. Покриття оборотних активів власним капіталом є оптимальним з точки зору позикових ризиків. Потрібно утримувати не менше, ніж в 50 % або з мінімальними ризиками – в 70 %. Цей параметр визначає стабільність роботи компанії з огляду на забезпечення ліквідності для підтримки запланованого обсягу бізнесу.

У випадку якщо фінансові інтереси банку полягають в одержанні не стільки відсотків за виданим підприємству кредитом, скільки частини доходу від реалізації довгострокового інвестиційного проєкту, у фінансуванні якого банк бере безпосередню участь, то йдеться про *стратегію проєктного фінансування* підприємства.

Для фінансування інноваційної діяльності підприємства, що припускає створення різних об'єктів інтелектуальної власності, зазвичай використовується *стратегія венчурного фінансування*. Ця стратегія пов'язана з вкладенням фінансових ресурсів у тій чи іншій формі у власний капітал венчурної структури.

Серед варіантів позикового фінансування можна виділити *самокредитування*. Воно припускає, що працівники підприємств вкладають свої кошти у фінансові інструменти, які емітуються працедавцями. Інвестування коштів працівників у своє підприємство – взаємовигідна операція. Трудовий колектив зацікавлений у збереженні підприємства і своїх робочих місць, крім того, такі інвестиції принесуть працівникам дохід. Для власників підприємства використання таких інвестицій набагато вигідніше, ніж банківський кредит. Застосування вказаного методу залучення фінансових ресурсів є доцільним для великих підприємств.

Стратегія рефінансування припускає заміну одного випуску боргових зобов'язань підприємства іншим випуском. Вона використовується з метою зниження процентних ставок за борговими зобов'язаннями, наприклад, випущеними облігаціями. Реалізація цієї стратегії означає збереження співвідношення між власним і позиковим капіталом на рівні, що забезпечує необхідні показники фінансової стабільності підприємства.

Комерційний кредит виник безпосередньо з процесу виробництва і реалізації товарів, об'єктом кредитної угоди є товарний капітал. Це одна з найбільш простих форм кредитування, що полягає у відстроченні платежу за продані товари (на обумовлений термін) і надається підприємствами

один одному (підприємством-постачальником підприємству-споживачу). Базою виникнення комерційного кредиту є відмінності в періодах виробництва і реалізації товарів у різних економічних суб'єктів. Цей кредит доцільно використовувати у ситуації, коли одні підприємства вже мають готову продукцію для реалізації, а їх потенційні покупці не можуть сплатити за товар, оскільки ще не продали свої товари. Комерційний кредит сприяє реалізації товарів і отриманню прибутку, закладеного в них. З цієї причини позиковий процент виявляється нижче, ніж у банківського кредиту. Для оформлення комерційного кредиту використовується вексель – боргове зобов'язання покупця перед постачальником. Поширенню використання цього інструмента сприяє така його властивість, як обіговість [5, с. 117].

У чистому вигляді комерційний кредит застосовується рідко і зазвичай поєднується з банківським кредитом (позикою під заставу). При цьому забезпечується поповнення оборотних коштів підприємства-постачальника за рахунок позики, виданої під заставу поставлених товарів на весь їх період руху від продавця до покупця, включаючи відстрочення платежу покупця. Таке поєднання дає змогу підприємству-постачальникові зменшувати розміри власного оборотного капіталу і прискорювати час його обороту, а підприємству-споживачеві – використовувати вільні фінансові ресурси протягом обумовленого терміну для отримання додаткового прибутку. Особливістю цієї схеми кредитування є її обмеженість за розміром (величина продажів), термінами (час руху товару), зв'язками (зв'язаність покупця з певним постачальником). Крім того, оскільки постачальником здійснюється виплата відсотка за кредит, ціна товару підвищується порівняно з продажем за готівку.

У загальному вигляді формування стратегії позикового фінансування ґрунтується на виборі таких параметрів:

1) структури джерел коштів:

- концентрація (зменшення кількості) зовнішніх фінансових джерел;
- диверсифікація джерел зовнішніх коштів;
- відмова від залучення зовнішніх фінансових джерел;

2) термінів отримання кредитів і позик:

- концентрація в часі отримання коштів;
- поступове отримання коштів;

3) термінів повернення залучених коштів:

- концентрація в часі повернення коштів;
- поступове повернення отриманих коштів;

4) напрямів вкладення наявних коштів:

- стратегія активної участі у фондових операціях;
- мінімальна участь у фондових операціях;
- використання коштів для розвитку власного виробництва;
- самостійна реалізація інвестиційних проєктів;
- створення консорціуму для реалізації інвестиційних проєктів.

Стратегії, орієнтовані на використання нетрадиційних джерел фінансування, припускають використання підприємством таких інструментів, як лізинг, податковий та інвестиційний податковий кредит, форвардні й ф'ючерсні контракти, ліцензійні угоди, франчайзинг. Дотримуючись таких стратегій, підприємство як фінансові ресурси переважно одержує не кошти, а різні елементи активів, пільги (відстрочення податкових платежів) і можливості мінімізації фінансового ризику, що виникає в процесі виробництва й реалізації продукції.

Лізинг – це кредит, що надається підприємству в негрошовій формі, у вигляді майна (устаткування), що передається в користування на обумовлений термін. Після закінчення цього терміну устаткування або повертається власникові, або отримується підприємством за залишковою вартістю. Лізингові платежі – це плата за користування кредитом у вигляді майна. Якщо лізингова угода має компенсаційний характер, платежі можуть здійснюватися продукцією підприємства. У тому разі, якщо лізингодавець не є постачальником, а лізингоотримувач – споживачем, схема лізингу ускладнюється за рахунок фірм-посередників, що фінансують лізинг, банків і страхових компаній.

Лізинг в Україні мало розвинений. Для оцінювання можливості укладення договору лізингодавці зазвичай використовують ті ж підходи, що і кредитори, тобто максимально страхують свій ризик високими ставками. Певного поширення лізингові підприємства набули у вигляді структурних одиниць холдингів, які розробляють фінансові схеми, що дають змогу понизити вартість закупівель устаткування. Якщо підприємство, що знаходиться в кризі, входить до холдингу, наявність лізингової компанії в структурі організації дає їй можливість зниження витрат і досягнення стабільності в розвитку [5, с. 168].

Форвардний контракт (форвард) – це договір між двома сторонами про купівлю (продаж) певної кількості якого-небудь активу у встановлений термін в майбутньому за ціною, визначеною у момент укладення контракту. Активом форвардного контракту може бути будь-який фінансовий актив. Найбільш поширеними є такі активи: валюта, акції, облігації, процентні ставки. Ціна, за якою поставлятиметься актив у момент виконання контракту, називається форвардною ціною. Особа, що відкриває довгу позицію за форвардним контрактом, повинна буде купити актив, і навпаки, при відкритті короткої позиції форвардному контракту актив має бути проданий у момент його виконання [5, с. 129].

Ф'ючерсний контракт – це договір між двома сторонами, що укладається на біржі, про купівлю (продаж) якого-небудь активу в майбутньому за встановленою у момент укладення контракту ціною. Головна його відмінність від форвардного контракту полягає в тому, що ф'ючерсний контракт торгується на біржі та має стандартні параметри, а форвардний – на позабіржовому ринку і має індивідуальні параметри [5, с. 129].

Франчайзингова система передбачає довгострокову співпрацю декількох партнерів, які об'єднуються з метою спільного використання товарного знака, відпрацьованої технології, ноу-хау та інших об'єктів права інтелектуальної власності.

Необхідно зазначити, що потенційна можливість використання конкретного виду фінансування багато в чому визначається рівнем розвитку, на якому знаходиться підприємство. Так, на початкових етапах становлення підприємство характеризується відсутністю позитивних грошових потоків і, відповідно, відсутністю можливостей обслуговувати боргові зобов'язання. До появи можливості повною мірою використовувати банківське кредитування або організувати облігаційні позики основною формою фінансування є акціонерний капітал. Для підприємств на етапі розвитку позикове фінансування є привабливішим, оскільки воно не розвиває акціонерний капітал. Основними джерелами коштів для фінансування діяльності у фазі стабільності є власні кошти, довгострокові кредити, деякі гібридні інструменти, підтримка держави. У деяких випадках (наприклад, диверсифікація бізнесу, побудова вертикально інтегрованих структур) може виникати необхідність створення нових підприємств (юридичних осіб) на принципах проектного фінансування.

У ряді зростання фінансових ускладнень залучення коштів стає все більш складним процесом. У цих умовах доцільно використовувати *специфічні форми залучення фінансових ресурсів* [5, с. 168 – 170]: продаж частини активів; продаж частини підприємства; реструктуризація заборгованості.

Продаж активів може застосовуватись для активів, які не використовуються в основній діяльності й не обмежують можливості реалізації стратегії підприємства. До таких активів можна віднести незавершене будівництво, заморожені виробничі потужності, невиробничі активи, об'єкти соціально-культурної сфери (можлива передача на баланс регіональних органів влади).

Продаж частини підприємства здійснюється для концентрації фінансових ресурсів на основних напрямках за умови, якщо структура підприємства дає змогу виявити відособлені підрозділи, які становлять інтерес для покупців. У світовій практиці найбільш відомі такі фінансові схеми подібного викупу: переважно за рахунок коштів менеджерів підприємства; менеджерами підприємства переважно за рахунок позикових коштів; спеціалізованими підприємствами, які залучають позикові кошти для купівлі.

Перша фінансова схема може бути корисною для пересування капіталу з великих підприємств у дрібний і середній бізнес, що досить часто дає змогу підвищити ефективність виробництва. В деяких випадках ця схема має напівкримінальний характер: керівництво підприємства свідомо виділяє найбільш прибутковий бізнес в окрему фірму, через деякий час

фірма-донор банкрутує, але основні активи при цьому зберігаються, оскільки були вчасно "виведені".

Викуп за рахунок позикових коштів має різноспрямований ефект впливу на ризики підприємства: з одного боку, збільшується фінансовий ризик, з іншого – зменшується бізнес-ризик. До переваг другої фінансової схеми можна віднести глибоке знання менеджерами виробничих, комерційних, фінансових проблем підприємства, високу мотивацію їх діяльності при придбанні підприємства у власність. Перевагою третьої фінансової схеми є вищі можливості щодо залучення коштів на фінансових ринках, досвід роботи з фінансово неспроможними підприємствами.

На вітчизняних підприємствах часто єдиним джерелом фінансування поточної діяльності є *реструктуризація заборгованості* (продовження термінів виплат, зниження основного боргу і відсотків, заміна боргових зобов'язань на права власності, перетворення поточної заборгованості бюджету в довгостроковий кредит на значно більш пільгових умовах, ніж у комерційних банків). Добровільна реструктуризація заборгованості може бути привабливою для всіх зацікавлених сторін тим, що зазвичай обходиться дешевше за офіційну процедуру банкрутства, скорочує її терміни. Для фінансово неспроможного підприємства – це можливість продовжити використання вже взятих кредитів, не залучати нових кредиторів, зберегти контроль над бізнесом, не допустити різкого падіння вартості підприємства, яка неминуче знижується при потраплянні підприємства під офіційні процедури банкрутства. Кредиторам добровільна досудова реструктуризація може дати змогу повернути заборгованість неспроможного підприємства в більшому обсязі, ніж при офіційній процедурі банкрутства, отримати права власника пакета акцій [5, с. 166, 171].

В умовах ринкової економіки відтворення здійснюється підприємствами зазвичай на принципах самофінансування з активним залученням позикових коштів. Іншими словами, на кожному етапі здійснення довгострокового плану може застосовуватися змішане фінансування: частина коштів може бути отримана, наприклад, за рахунок нерозподіленого прибутку, а частина – як позики у кредитних організацій. **Вибір основних складових стратегії формування джерел фінансування** спрямований на максимізацію використання власних фінансових ресурсів на базі ухвалення ефективних рішень у сфері амортизаційної, дивідендної політики і політики емісії акцій підприємства, обґрунтоване залучення позикових ресурсів і оптимізацію структури джерел фінансування з урахуванням необхідності забезпечення фінансової стійкості підприємства. Крім того, на вибір способів фінансування підприємств впливають такі чинники, як організаційно-правовий статус, специфіка фінансово-господарської діяльності та організаційна структура підприємства.

Вибір способів фінансування в Україні істотно вужчий, ніж у розвинутих країнах. Передусім це пов'язано з відносною нерозвиненістю фон-

дового ринку, на якому, фактично, котируються тільки акції великих підприємств. Фінансування – це сфера взаємодії компанії з ринком капіталу. Рішення щодо фінансування – це вибір (серед різних доступних варіантів) джерел залучення в бізнес фінансових ресурсів в обмін на права, що дають змогу брати участь у розподілі прибутку. Ринок капіталу в Україні належить до ринків капіталу, що розвиваються, для яких характерним є значний вплив чинників асиметрії інформації. Асиметричність інформації – найважливіша причина залежності стратегії компанії і вартості її акцій від рішень щодо фінансування. Ця асиметрія в більшості випадків працює проти компанії, тому що інвестори (найчастіше обґрунтовано) переконані, що якщо є інформація, яку вони не отримали, то це інформація негативного характеру. Звідси важливою складовою стратегії фінансування є підготовка і доведення до інвесторів інформації щодо поточного стану, тактичних і стратегічних планів компанії, яка здатна вплинути на її кредитний рейтинг і ринкову вартість.

При виборі типу стратегії фінансування в умовах конкурентного середовища одним з основних є **критерій фінансової стійкості підприємства**. Досить часто виникає ситуація, коли фірма, яка успішно реалізувала свою стратегію, виявляється залежною від партнера по бізнесу. Це є можливим при акціонуванні капіталу, коли фірма втрачає контрольний пакет акцій; при банківському кредитуванні, коли економічний стан фірми виявляється залежним від рішень фінансових партнерів. Тут виникає вже проблема оцінювання безпеки стратегії фінансування підприємства і вірогідності його поглинання іншою економічною структурою.

Залежно від структури джерел фінансування діяльності та розвитку підприємства можна виділити найбільш характерні **типові варіанти стратегії фінансування**.

Тип 1. Передбачає використання переважно власних коштів підприємства як фінансового джерела на весь спектр стратегічних рішень. Застосування цієї стратегії обмежене, оскільки припускає самодостатність підприємства і значні можливості самофінансування, які є лише у великих (у окремих випадках середніх) компаній. При середньому рівні ефективності ця стратегія характеризується високою надійністю, оскільки її реалізація майже повністю залежить від діяльності самого підприємства (за умови його стабільності та стабільності зовнішнього середовища). Найбільш характерна для зрілої економіки і розвинутих ринків реалізації товару, не потребує радикальної перебудови діяльності підприємства.

Тип 2. Орієнтована на використання переважно централізованих джерел (державних інвестицій і кредитів). Ця стратегія має дуже вузьку сферу застосування, зважаючи на дефіцит державних коштів і їх недоступність для великої кількості підприємств. Реалізація цієї стратегії значною мірою залежить від політичних ризиків і економічної політики держави. Може бути використана для реалізації масштабних проектів підприємств,

що мають статус особливо важливих і стратегічних.

Тип 3. Базується на використанні як фінансових джерел власного капіталу і зовнішніх інвестицій, що отримуються за рахунок акціонування, банківських і комерційних кредитів. Ця стратегія припускає консолідований спосіб фінансування, що потребує значної попередньої підготовки. Використовується для масштабних стратегічних рішень в умовах нестачі власних коштів. Ефективність і надійність стратегії залежать від структури джерел, які залучаються, і може коливатися в значних діапазонах.

Тип 4. Припускає консолідоване фінансування з різних джерел. Характеризується партнерським принципом діяльності, базується на інтеграції зусиль декількох підприємств (фірм, банків) в реалізації одного або декількох великих проєктів. При цьому відбуваються диверсифікація ризиків підприємницької діяльності, узгодження інтересів учасників сформованої групи як по горизонталі, так і по вертикалі. Ця стратегія використовується за наявності у підприємства інтеграційних можливостей для радикальної зміни свого становища на товарному або ресурсному ринку, при впровадженні інновацій. Зустрічається досить рідко, але є перспективною, оскільки забезпечує зниження ризиків і збільшення ефективності.

Тип 5. У цьому випадку в консолідоване фінансування потрапляють усі джерела, а зусилля концентруються на реалізації одного стратегічного рішення або вузькоспеціалізованого проєкту розвитку підприємства. Ця стратегія є доцільною, коли фірма реалізує маркетингову політику, орієнтовану на досягнення лідерства на своєму ринку. Застосовують в основному великі фірми, що мають істотний стартовий капітал, оскільки значне залучення інвестиційних ресурсів є неможливим без надання гарантій у формі майна.

Тип 6. Передбачає використання одного виду фінансових ресурсів для реалізації одного стратегічного рішення, що зазвичай припускає короткий термін виконання та перманентний перехід від одного варіанта розвитку фірми до іншого. Цю стратегію зазвичай застосовують дрібні і середні підприємства, що є високомобільними і здатними швидко адаптуватися до нових умов. Характеризується підвищеним ризиком і сприйнятливістю до нових інвестиційних пропозицій. Через це є нестійкою і має схильність до трансформації в інші стратегії.

6.2. Нетрадиційні джерела довгострокового фінансування підприємств

В умовах ринкової економіки розглядати бюджетне фінансування як джерело фінансових ресурсів підприємств дуже рідко є можливим. Незважаючи на очевидну привабливість державних інвестицій і державних (пільгових) кредитів, практична їх значущість перекреслюється недоступністю. У цій сфері розподіл інвестицій зазвичай підпорядкований неекономічним критеріям і характеризується великою нестабільністю рішень, що приймаються.

За ступенем підтримки інвестиційних проєктів з боку держави вони можуть бути умовно класифіковані на ті групи [5, с. 168]:

– проєкти, що частково фінансуються адміністрацією регіону або країни через їх соціальну, екологічну або іншу суспільно корисну спрямованість;

– проєкти, що підтримуються на державному або регіональному рівні, але фінансуються тільки з інших джерел через їх економічну ефективність для потенційного інвестора.

Така підтримка в першу чергу необхідна підприємствам наукомістких галузей економіки, які у своїй діяльності орієнтуються на створення, освоєння й використання технологічних інновацій. Ці процеси характеризуються, по-перше, високим рівнем ризику, а по-друге, потребують залучення значного обсягу фінансових ресурсів на тривалій основі.

Важливим фінансовим інструментом, який використовується підприємствами наукомістких галузей економіки в процесі створення різних об'єктів інтелектуальної власності, є **пряме фінансування з державного бюджету державного замовлення, розміщеного на виробничих потужностях підприємства**. Це пов'язано з необхідністю виробництва наукомісткої продукції, яка має важливе народногосподарське значення й високий рівень конкурентоспроможності на вітчизняному й світовому ринках.

Вигоди для підприємства пов'язані з тим, що державне замовлення підвищує стабільність збуту продуктивних інновацій, мінімізуючи витрати на маркетинг. Однак якщо держзамовлення становить переважну частину виробничої програми підприємства, то ринкова активність підприємства значно скорочується. У такій ситуації параметри фінансового стану підприємства багато в чому будуть визначатися можливостями держави вчасно й у повному обсязі фінансувати виконання державного замовлення. Параметри бюджетного фінансування, в першу чергу обсяги виділених ресурсів і строки їх надання, будуть впливати на рівень ризику поточної та інвестиційної діяльності підприємства. У цьому зв'язку одним з найбільш важливих факторів, що впливають на ефективність виконання державного замовлення, є *обсяг бюджетних ресурсів*, виділених підприємству. Він залежить від рівня поточних та інвестиційних видатків, що стосуються державного замовлення. У свою чергу, поточні витрати, що включаються до складу собівартості продукції, визначають рівень їхньої ціни.

В умовах ринкових відносин між підприємствами й державою *ціна на інноваційну продукцію* встановлюється договором, що укладається між підприємством і уповноваженим державним органом управління. На рівень цін впливає кілька факторів. По-перше, інноваційно-інвестиційний проєкт повинен бути ефективним і фінансово реалізованим. По-друге, рівень конкурентоспроможності інноваційної продукції повинний бути достатнім для того, щоб обсяги збуту покривали обсяги виробництва. Під час підписання договору про розміщення на підприємстві державного замовлення пого-

джуються нижня й верхня межі ціни на продуктову інновацію. Нижня межа ціни повинна забезпечувати прийнятну ефективність інвестиційної діяльності підприємства, у тому числі беззбитковість виробництва. Верхня межа ціни на продукцію, що не має аналогів на внутрішньому й світовому ринках, встановлюється в технічному завданні на проєктування продукції у вигляді граничного рівня рентабельності. При формуванні державного замовлення верхня межа ціни на знову вироблену продукцію повинна погоджуватися з державними органами управління.

Процес прийняття рішень органами державної і муніципальної влади щодо фінансування підприємств за рахунок бюджетних коштів складається з таких етапів: перевірка маркетингових досліджень, проведених претендентами на державну і муніципальну інвестиційну підтримку; технологічна експертиза проєкту, яка полягає в оцінюванні технічної і технологічної новизни проєкту; фінансова експертиза проєкту, що передбачає оцінювання проведених претендентом на інвестиції техніко-економічних досліджень і встановлення коректності оцінки фінансових ризиків; оцінювання бюджетної ефективності планованого проєкту, яка розраховується як різниця між планованим приростом податкових надходжень до відповідного бюджету за рахунок реалізації планованого проєкту і обсягом державної підтримки з цього бюджету; моніторинг інвестиційного проєкту і його бюджетної ефективності.

Визначення економічного ефекту від участі в спільному проєкті передбачає також оцінювання джерел утворення економічних вигід для учасників проєкту, ступеня залучення зовнішніх джерел фінансування, діяльності підприємства, яке реалізує проєкт, ефективності вкладень з державного (регіонального, місцевого) бюджету у вигляді зростання податкових надходжень, доцільності вкладення коштів зовнішніми інвесторами, вторинного непрямого економічного ефекту для зовнішніх інвесторів (якщо банк є інвестором).

Моніторинг дає змогу визначити, як підприємство виконує взяті на себе зобов'язання щодо реалізації інвестиційного проєкту, і відхилення від планованих показників. З метою зниження рівня інвестиційного ризику встановлюються **критерії, при яких може бути припинена державна підтримка інвестора:**

- неузгоджена істотна зміна під час реалізації інвестиційного проєкту спрямованості та основних техніко-економічних параметрів проєкту;
- нецільове використання коштів бюджету;
- істотне збільшення термінів реалізації проєкту порівняно з плановими термінами;
- зниження реальної бюджетної ефективності під час реалізації інвестиційного проєкту.

Одним з непрямих способів формування механізмів безперебійного фінансування підприємств є **реалізація державних антикризових за-**

ходів, спрямованих на зниження вірогідності банкрутства підприємств. Для досягнення цієї мети потрібна реалізація таких завдань:

- забезпечення своєчасності вживання антикризових заходів, що дають змогу понизити ризик банкрутства;
- своєчасне застосування процедур банкрутства підприємств, для яких відновлення платоспроможності є неможливим.

Для забезпечення високої якості виконання цих завдань важливо грамотно оцінити ефект діяльності підприємств (економічний, соціальний, бюджетний, ринковий) та прямі економічні втрати у разі ліквідації підприємства (втрати власника і кредиторів, а також соціальні, бюджетні та ринкові втрати). Підставою для ухвалення рішення про перспективи діяльності неплатоспроможного підприємства є результати діагностики фінансового стану та оцінювання вартості підприємства. Отримана прибутковим підходом позитивна вартість бізнесу свідчить про сприятливий внесок управління підприємства в його ринкову вартість і про доцільність збереження бізнесу. Перевищення ж ліквідаційної вартості над поточною вартістю майбутніх прибутків, навпаки, вказує на низьку ефективність управління власністю.

Одним з найважливіших інструментів державної підтримки є надання підприємствам на різних підставах податкових пільг. Розглядаючи механізм державної фінансової підтримки вітчизняних підприємств, у першу чергу необхідно досліджувати різні форми відстрочення податкових платежів підприємства. Використання підприємством податкових пільг, які надаються у межах державної фінансової підтримки, дає можливість більш ефективно регулювати фінансові потоки, зокрема потоки грошових коштів. У багатьох випадках оптимізація фінансових потоків дає змогу мінімізувати відплив грошових коштів підприємства. Це, у свою чергу, приводить до підвищення ефективності інвестиційної діяльності підприємства в сфері створення різних об'єктів інтелектуальної власності.

Економія фінансових ресурсів підприємства внаслідок оптимізації податкового планування сприяє, по-перше, мінімізації кредиторської заборгованості й відповідно величини поточних пасивів, а по-друге, дає можливість підприємству акумулювати фінансові ресурси для наступних інвестицій у відновлення виробничої й інноваційної складових потенціалу. В остаточному підсумку це стимулює виробництво нових конкурентоспроможних видів продукції.

Найбільший вплив на показники ефективності діяльності підприємства здійснюють податкові пільги, що надаються в сферах інвестиційної й інноваційної діяльності. Тому при розрахунку інвестиційних показників повинна бути врахована економія фінансових ресурсів підприємства, що виникає внаслідок зменшення і перерозподілу в часі потоків грошових коштів.

Економія фінансових ресурсів при використанні підприємством по-

даткових пільг в сфері інвестиційної діяльності утворюється за рахунок різних джерел. Так, наприклад, при виконанні державного замовлення підприємство може скористатися **податковим кредитом**. Цей кредит надається підприємству в таких випадках. По-перше, у випадку невиконання державними органами управління погодженого з підприємством графіка бюджетного фінансування виробництва продуктивних інновацій. По-друге, у випадку затримки оплати вже виконаного підприємством державного замовлення. Використання податкового кредиту припускає надання підприємству на строк від трьох місяців до одного року відстрочки зі сплати одного або декількох податків. Величина наданого підприємству податкового кредиту не враховується при розробленні механізму реструктуризації заборгованості підприємства за платежами до державного бюджету. Крім того, у цьому випадку не нараховуються відсотки на суму заборгованості підприємства за податковими платежами до державного бюджету.

Однією з ефективних форм фінансової підтримки інноваційної й інвестиційної сфер діяльності підприємства є надання йому **інвестиційного податкового кредиту** (ІПК). При одержанні інвестиційного податкового кредиту підприємство шляхом управління відпливами грошових коштів може збалансувати чисті грошові потоки, що формуються на кожному часовому інтервалі діяльності підприємства. Це дозволяє підприємству домогтися позитивного значення величини чистого дисконтованого доходу, одержуваного внаслідок реалізації інвестиційного проєкту зі створення, освоєння й використання технологічної інновації. Для підприємства позитивне значення чистого дисконтованого доходу є важливим з огляду на забезпечення привабливості й фінансової реалізованості проєкту. Регулювання в часі відпливів грошових коштів підприємства при використанні інвестиційного податкового кредиту здійснюється шляхом зменшення в той або інший момент часу податкових платежів до бюджету. Ця пільга є особливо актуальною для підприємства на стадіях створення й освоєння технологічної інновації.

Після того як технологічна інновація розроблена й у межах її життєвого циклу починається промисловий випуск продуктивних інновацій, підприємство поетапно сплачує, по-перше, суму наданого інвестиційного податкового кредиту, а по-друге, нараховані на нього відсотки. Інвестиційний податковий кредит може бути наданий підприємству на строк від одного до п'яти років.

Однак існує *кілька умов, лише при дотриманні яких підприємство може скористатися інвестиційним податковим кредитом*. По-перше, ІПК може бути наданий при проведенні науково-дослідних і дослідно-конструкторських робіт (НДДКР) у сфері підвищення конкурентоспроможності продукції підприємства. Іншою підставою надання кредиту цього виду може бути створення або придбання підприємством основного й до-

поміжного устаткування, необхідного для створення високоавтоматизованих організаційно-виробничих структур.

У цьому випадку для одержання інвестиційного податкового кредиту підприємство виконує відповідні *економічні розрахунки з обґрунтування доцільності придбання встаткування* для створюваних організаційно-виробничих структур. Необхідними елементами розрахунків є, по-перше, розрахунки величини інвестицій у придбане устаткування, а по-друге, розрахунки ефективності використання створюваних організаційно-виробничих структур. У цій ситуації сума інвестиційного податкового кредиту, що надається підприємству, не може перевищувати 30 % вартості придбаного встаткування. При цьому для того, щоб інвестиційний податковий кредит підприємству був наданий, необхідно довести, що придбане встаткування використовується винятково за цільовим призначенням. Це означає, що розроблені підприємством технологічні інновації реалізуються саме в створених на базі придбаного встаткування організаційно-виробничих структурах.

У сучасних умовах інноваційна діяльність є можливою не тільки в сферах створення, освоєння й використання технологічних інновацій. Інноваційна діяльність – досить містке економічне поняття, що охоплює різні сфери діяльності підприємства. Подібна діяльність завжди характеризується високим рівнем ризику й потребує значного обсягу фінансових ресурсів, залучених на основі використання традиційних і нетрадиційних фінансових інструментів.

Для фінансування інноваційної діяльності підприємство поряд з іншими фінансовими інструментами може ефективно використовувати інвестиційний податковий кредит. Сума інвестиційного податкового кредиту, що надається підприємству в сфері інноваційної діяльності, нормативно-законодавчими документами не обмежується. Вона визначається договором, що укладається між уповноваженим державою податковим органом і підприємством. Наприклад, рішення про надання підприємству інвестиційного податкового кредиту з відстрочення оплати податку на прибуток до місцевого бюджету приймається фінансовим органом місцевого самоврядування.

ІПК, що надається підприємству, є платним. За використання кредиту підприємство сплачує відсотки. У цей час *процентні ставки за інвестиційними податковими кредитами* становлять від 1/2 до 2/3 ставки рефінансування Національного банку України. В умовах глобальної економіки діяльність вітчизняних підприємств набуває все більше диверсифікованого характеру. Тому в тому самому часовому інтервалі у підприємства може бути кілька договорів про інвестиційний податковий кредит. Однак незалежно від кількості наданих підприємству інвестиційних податкових кредитів можливе зменшення платежів за податками, обмежене діючими нормативно-законодавчими документами. Податкові пла-

тежі не можуть бути зменшені більш ніж на 50 % за відповідними платежами, розрахованими без урахування договорів про надання підприємству інвестиційних податкових кредитів.

Претендуючи на одержання інвестиційного податкового кредиту, підприємство повинне мати *заставне забезпечення кредиту*. На практиці заставним забезпеченням ІПК можуть бути придбане підприємством для створення високоавтоматизованих структур основне й допоміжне устаткування та різні поручництва й гарантії, дані підприємству, у тому числі фінансово-кредитними структурами й державними органами управління.

Протягом строку використання інвестиційного податкового кредиту на фінансово-господарську діяльність підприємства накладається кілька обмежень. Зокрема, протягом цього строку підприємство не може продати або передати в оренду встаткування, придбання якого стало підставою для надання інвестиційного податкового кредиту.

Лізинг – це комплекс майнових і фінансових відносин з придбання у власність товарів інвестиційного призначення і наступної передачі їх в експлуатацію користувачеві за певну плату при збереженні за ним права власності [15, с. 222].

В економічній літературі лізинг класифікують за різними ознаками: термінами, способами фінансування, ступенем окупності, цільовим призначенням, складом учасників, формою і періодичністю платежів, типом активів. У зв'язку з цим існують різні види лізингу: чистий, фіктивний, прямий, непрямий, генеральний, бартерний. За економічною суттю договору виділяють операційний, фінансовий і зворотний лізинг (табл. 6.2). На практиці угоди лізингу можуть поєднувати в собі особливості всіх цих видів, це *комбінований лізинг* (combination lease).

Фінансовий лізинг підвищує величину виробничого потенціалу підприємства і сприяє ефективному використанню інноваційних технологій.

Для того, щоб лізинг як форма фінансування був ефективним, необхідно забезпечити відповідні умови. Наприклад, при створенні високотехнологічних виробництв об'єктом лізингу зазвичай є унікальне й дороге встаткування. Так, використовувані роботизовані організаційно-виробничі структури містять кілька гнучких виробничих модулів, що включають робототехніку, автоматизовану транспортно-складську систему, автоматизовану систему управління технологічною підготовкою виробництва. У цьому випадку підприємство-лізингоотримувач може понести значні втрати часу при підготовці та укладанні лізингової угоди. Внаслідок цього підприємство може втратити конкурентні переваги на ринку високотехнологічної продукції, основані на раніше створених технологічних інноваціях.

При використанні устаткування, отриманого підприємством на умовах лізингу, необхідно забезпечити відповідне завантаження цього устаткування. У першу чергу це стосується високотехнологічних організаційно-виробничих структур, що мають високу вартість елементів, які входять до них.

Таблиця 6.2

Порівняльний аналіз операційного, фінансового і зворотного лізингу
[15, с. 223; 34; 35]

Параметри порівняння	Операційний лізинг (operating lease)	Фінансовий лізинг (financial lease, capital lease)	Зворотний лізинг (sale – and – leaseback arrangement, lease back)
Суть угоди	Устаткування передається лізингодавцем в короткострокове користування лізингоотримувачу	Угода, в процесі реалізації якої відбувається амортизація повної або більшої вартості майна, яке після закінчення терміну договору переходить у власність лізингоотримувача	Власник майна продає його лізинговій компанії з одночасним оформленням угоди про довгострокову фінансову оренду (лізинг) своєї колишньої власності
Термін угоди	Значно менший за період корисної роботи устаткування (у два рази і більше)	Середньострокова або довгострокова угода, що охоплює більше половини терміну служби майна	Будь-який термін за погодженням сторін
Можливість розірвання угоди	Угода може бути розірвана у будь-який момент	Неможливість розірвання договору в період основного терміну оренди	Розірвання договору в період основного терміну оренди є можливим
Об'єкт лізингу	Інвестиційні товари найбільш високого попиту з високим темпом морального старіння	Нові дорогі предмети з тривалим терміном служби, які отримуються лізингодавцем тільки з попередньої згоди лізингоотримувача	Майно лізингоотримувача
Відшкодування витрат на придбання устаткування	Неповна амортизація в межах одного договору	Повна амортизація	Повна амортизація
Перехід права власності на об'єкт договору	Після закінчення договору лізингоотримувач має такі права: продовжити термін договору на вигідніших умовах; повернути устаткування лізингодавцю; купити устаткування у лізингодавця за наявності угоди (опціону) на купівлю за ринковою вартістю	Право володіння майном передається лізингоотримувачу після закінчення терміну дії договору	Після закінчення договору лізингоотримувач знову отримує право на майно

Це пов'язано з тим, що при фінансовому лізингу платежі будуть

здійснюватися підприємством-лізингоотримувачем до кінця терміну дії лізингового контракту незалежно від стану устаткування, узятото в лізинг. Тому вихід з ладу встаткування, низький коефіцієнт його завантаження, передчасний знос, моральне старіння й багато інших факторів збільшать поточні витрати підприємства й негативно вплинуть на його конкурентні позиції.

Фактори ефективності фінансового лізингу також пов'язані зі зниженням оподаткованої бази при обчисленні податку на прибуток і податок на майно підприємства. Однак слід враховувати, що економія з податку на майно підприємства-лізингоотримувача виникає тільки в тому випадку, якщо це майно відображається на балансі лізингодавця. Крім того, при міжнародному фінансовому лізингу тимчасово ввезене на територію України встаткування підлягає частковому звільненню від сплати мита. Строк тимчасового ввозу становить 1 рік, але можливе продовження цього строку ще на 1 рік.

Використання фінансового лізингу дає пільги й при нарахуванні амортизації. Так, при амортизації активної частини основних засобів, переданих підприємству на умовах фінансового лізингу, застосовується метод прискореної амортизації з підвищувальним коефіцієнтом амортизації, максимальне значення якого дорівнює 3. Однак застосування підвищеного коефіцієнта при нарахуванні амортизації не поширюється на ряд амортизаційних груп, у тому числі на технологічне встаткування зі строком корисного використання до п'яти років включно.

Фінансовий лізинг може використовуватися підприємством як інструмент розширення збуту вироблених продуктових інновацій із тривалим строком експлуатації. У цьому випадку передача продуктової інновації споживачам на умовах лізингу буде являти собою один з видів операційної діяльності підприємства-лізингодавця. Оцінюючи ефективність такої фінансової схеми, необхідно розрахувати потоки грошових коштів підприємства-лізингодавця. Однак розрахунок грошових потоків з операційної діяльності підприємства при продажу продукції й у випадку передачі її споживачам на умовах лізингу різний.

6.3. Стратегічне управління структурою капіталу за критеріями вартості та ризику

Проблема оптимальної структури капіталу входить до числа ключових проблем розроблення і реалізації стратегії фінансування розвитку підприємств. Оптимізація структури капіталу є основою для прийняття рішень щодо вибору альтернатив фінансової стратегії і обґрунтування її параметрів. Це означає, що при прогнозуванні перспектив розвитку підприємства необхідно оцінювати параметри структури капіталу підприємства.

Необхідність зниження операційних витрат як найважливіша умова

виживання і зростання компанії менеджерами усвідомлена давно. Сьогодні прийшов час зрозуміти, що вартість капіталу – така ж життєво важлива компонента успіху будь-якого бізнесу, орієнтованого на довгострокове економічне зростання. У зв'язку з платністю джерел фінансування виникає необхідність управління структурою капіталу. Оцінюючи можливі джерела фінансових ресурсів, необхідно прагнути до мінімізації вартості капіталу та ризику.

Структура капіталу впливає на рівень інвестиційних ризиків підприємства, потенційні конфлікти інтересів між власниками, менеджментом, кредиторами, фінансовими і нефінансовими стейкхолдерами підприємства. Як результат вибір співвідношення власного і позикового капіталів є значущим елементом ухвалення стратегічних рішень про довгостроковий розвиток підприємств.

Питання про можливість управління вартістю капіталу, її залежність від структури капіталу вперше виникло з розвитком неокласичної теорії підприємства. Значний внесок у системний аналіз проблем фінансування був зроблений Модильяні та Міллером. Відповідно до розробленої ними концепції вартість капіталу підприємства і його прибутковість не залежать від способу фінансування [37, с. 261 – 297]. Проте на практиці більшість аналітиків схиляються до гіпотези М. Гордона, за якою ціна капіталу – функція його структури і, отже, існує оптимальна структура капіталу [36].

У цілому структура і ціна капіталу більшості вітчизняних підприємств значно відрізняється від зарубіжних аналогів у розвинених країнах (табл. 6.3). Ціна власного капіталу у розвинених країнах висока, з позикових джерел фінансування переважають довгострокові, середньострокові кредити, облігаційні позики, ціна яких доступна для нормально працюючого підприємства. Ціна власного капіталу для вітчизняних підприємств зазвичай низька, проте його катастрофічно не вистачає не лише на інвестиції, але й на поточну діяльність, банківські кредити недоступні більшості підприємств через високі ціни, облігаційні займи мають обмежене поширення.

У вітчизняних умовах є некоректним визначення будь-яких кількісних меж власного і позикового капіталу, тому що для кожного підприємства існують свої специфічні умови розвитку і фінансування, які залежать від галузі [16, с. 194]. Так, структура капіталу підприємства у передкризовому стані може бути деформована, ціна наявних джерел – завищена відносно нормально функціонуючих підприємств [5, с. 181]. Тому не можна виписати один універсальний «рецепт» щодо формування структури капіталу для всіх підприємств, однак можливе обґрунтування методичних підходів, критеріїв, етапів, процесу вибору параметрів фінансової стратегії, які можуть бути використані при обґрунтуванні рішень [16, с. 194]. При цьому слід урахувати доступність дешевих джерел у необхідних розмірах, доцільність різкої зміни структури капіталу, традиції підприємства.

Таблиця 6.3

Порівняння структури й ціни капіталу в Україні вітчизняних і зарубіжних підприємств [5, с. 179]

Джерела фінансування	Зарубіжні підприємства		Вітчизняні підприємства	
	Питома вага джерела	Ціна джерела	Питома вага джерела	Ціна джерела
Акціонерний капітал	30 – 50 %	Висока	Низька (10 – 30 %)	Низька (може прямувати до нуля)
Додатковий капітал	Низька	Зазвичай не розглядається	Висока	Низька (може прямувати до нуля)
Прибуток	10 – 20%	Висока	Низька	Низька (може прямувати до нуля)
Амортизаційні відрахування	30 – 50%	Дорівнює середньозваженій ціні капіталу	Низька	Дорівнює середньозваженій ціні капіталу або ціні короткострокового кредиту
Разом власний капітал	Висока або середня	Висока	Низька або середня	Низька (часто може прямувати до нуля)
Довгострокові кредити	Середня або висока	Нижче за ціну власних коштів	Надзвичайно низька	Надзвичайно висока
Короткострокові кредити	Низька в інвестиційних проєктах	Може бути вищою за ціну довгострокових кредитів	Низька або середня	Висока
Кредиторська заборгованість постачальникам і підрядникам по зарплаті	Низька	Не розглядається як джерело фінансування	Висока	Зазвичай дорівнює нулю
Кредиторська заборгованість перед бюджетом і позабюджетними фондами	Низька	Не розглядається як джерело фінансування	Висока	Надзвичайно висока. Якщо заборгованість реструктурована, то середня
Разом позиковий капітал	Висока або середня	Доступна для основних учасників ринку	Висока за рахунок кредиторської заборгованості	Висока

У сучасній фінансовій теорії під **структурою капіталу** розуміється співвідношення власного і позикового капіталу, вибір якого спрямований на вирішення довгострокових стратегічних завдань підприємства.

Проблема планування структури капіталу має дві складові: перша – це співвідношення частки позикових і власних коштів, які використовуються для фінансування активів; друга – вибір конкретних фінансових інструментів для залучення капіталу. Звідси існують два методи оптимізації структури джерел фінансування господарської діяльності підприємства, які

відрізняються спрямованістю на мінімізацію фінансових ризиків та мінімізацію середньозваженої вартості капіталу підприємства.

1. Метод оптимізації структури капіталу з позиції мінімізації ризику.

Вибір структури фінансування впливає з таких завдань діяльності підприємства [5, с. 176]:

- поліпшення фінансових результатів з урахуванням оптимізації величини витрат на фінансові ресурси;
- визначення допустимого ризику.

Тому для обґрунтування фінансової структури правомірно вибирати такі індикатори, які враховують одночасно *рентабельність і ризик*. Ця концепція узгоджується з теоріями фінансування бізнесу, основаними на порівнянні витрат при різних умовах залучення власного позикового капіталу і оцінюванні впливу комбінацій фінансування на прибутковість і ризик, забезпечення гнучкості структури фінансових ресурсів і в остаточному підсумку – на величину вартості та стійкий розвиток підприємства.

Структура капіталу вимірюється через відносну величину різних джерел коштів підприємства, співвідношення між власним і позиковим капіталом [2, с. 442]. Оптимальна структура капіталу – це умова стійкого розвитку підприємства.

Фінансування на основі використання власного або позикового капіталу має як переваги, так і недоліки. Так, наприклад, якщо пріоритет у фінансуванні віддається *власному капіталу*, то це підвищує параметри фінансової стійкості підприємства, а при низьких дивідендних виплатах мінімізує вартість капіталу. Однак на практиці власних коштів підприємства зазвичай недостатньо, що особливо проявляється при фінансуванні великомасштабних і капіталомістких інвестиційних проєктів. У цьому випадку використовуються позикові кошти, а також нетрадиційні джерела фінансування, наприклад, фінансовий лізинг.

Залучення *позикового капіталу* забезпечує підприємству багато переваг порівняно з фінансуванням за рахунок власних коштів. По-перше, залучення позикового капіталу не призводить до зміни структури власників, змінюється тільки співвідношення боргових зобов'язань підприємства. По-друге, якщо вартість залученого підприємством позикового капіталу нижче рівня рентабельності активів, то виникає ефект фінансового важеля, що надалі призведе до збільшення віддачі власного капіталу. По-третє, порівняно з емісією акцій позикове фінансування, наприклад на основі банківського кредитування, є для підприємства більш оперативним способом залучення фінансових ресурсів. По-четверте, залучення позикового капіталу зменшує базу розрахунку податку на прибуток (виплати відсотків за кредитами включаються до складу собівартості виробленої продукції) і відповідно збільшує чистий прибуток підприємства. З іншого боку, посилення залежності від зовнішніх інвесторів веде до зростання ціни позикового капіталу внаслідок того, що завжди існує ризик вкладення

капіталу, тобто ціна капіталу динамічно змінюється.

Процес оптимізації полягає в тому, щоб вибрати таку структуру джерел фінансування, яка б **мінімізувала фінансовий ризик підприємства**. Для цього в теорії і практиці фінансового менеджменту широко використовується поняття "*ефект фінансового важеля*" – приріст рентабельності, який отримується внаслідок залучення позикових коштів, за умови, що економічна рентабельність активів підприємства є більшою від ставки відсотка за кредитом. Традиційна теорія фінансового важеля виходить з того, що коли в структурі капіталу підприємства підвищується частка боргу, середньозважена вартість капіталу спочатку знижується. Це відбувається у зв'язку з тим, що менш ризиковий позиковий капітал має нижчу вартість, і коли його частка в структурі капіталу збільшується, середньозважена вартість капіталу знижується. Проте, починаючи з певного значення фінансового важеля, борг стає дорожчим через виникнення кредитного ризику, внаслідок чого середньозважена вартість капіталу зростає. Виходячи з цього, можна припустити, що існує деяке оптимальне значення фінансового важеля, при якому середньозважена вартість капіталу є мінімальною.

Таким чином, з позицій гнучкості структури фінансових ресурсів – здатності підприємства залучати позиковий капітал на умовах максимізації рентабельності та забезпечення стійкого розвитку – слід урахувати такі детермінанти фінансової міцності, як економічна рентабельність і диференціал фінансового левериджу. В специфічних умовах ринкових трансформацій господарювання традиційна модель рентабельності капіталу [5, с. 106, 107; 8, с. 148] виявляється малоприматною, оскільки вона не враховує сукупний вплив таких факторів, як *прибутковість, податки, інфляція і ризик*. Так, розрахунок ефекту фінансового важеля для аналізу привабливості обсягу позикового капіталу чи терміну позики повинний щораз уточнюватися залежно від варіантів поведінки позичальника. Зокрема, на поведінку позичальника впливають такі умови: вибір бізнес-стратегії; прогнозування життєвого циклу продукту; обмеження на фінансовий важіль, установлені кредитором; режим обслуговування позик; підхід до оцінювання ефективності позикових засобів (наприклад, прискорення темпу зростання власного капіталу). Крім того, в умовах невизначеності очікуваних доходів, їх розподілу і використання посилюється вплив факторів ризику та інфляції, який необхідно передбачити при визначенні параметрів структури капіталу.

Для балансування вигід від використання фінансового левериджу і пов'язаних з ним ризиків, визначення можливої міри його використання в кожній конкретній ситуації має бути сформульована точка зору з таких питань: чи може підприємство використовувати податкові переваги фінансового левериджу, як збільшиться ризик банкрутства при використанні фінансового левериджу [5, с. 177].

2. Метод оптимізації структури капіталу з позиції мінімізації середньозваженої вартості капіталу підприємства.

Під *оптимальною структурою капіталу* розуміється структура, яка не тільки оптимізована за співвідношенням власного і позикового капіталу, але й за структурою елементів капіталу з урахуванням їх вартості. Звідси обґрунтованою є деталізація моделі до рівня елементів власного і позикового капіталу, які становлять величину, достатню для трансформації поточної структури капіталу в оптимальну. При цьому необхідно враховувати вартість залучення фінансових ресурсів з різних джерел і її зіставлення з прибутками, отриманими внаслідок їх використання.

Основою вибору підприємством оптимальної структури джерел фінансування господарської діяльності є закономірність «*обмеження – можливості – витрати*». В першу чергу розглядають обмеження того або іншого джерела, аналізують доступність у даний момент розвитку цього джерела фінансування для підприємства. У разі, якщо джерело фінансування доступне, здійснюють його аналіз з огляду на можливості, які воно надає, переваги порівняно з іншими джерелами та витрати на його залучення. Альтернативні варіанти фінансування оцінюють за такими *критеріями*: витрати підприємства, пов'язані із залученням фінансових ресурсів; процентні ставки; можливість залучення фінансових інструментів ринку капіталу; час, необхідний для залучення капіталу і погашення фінансових зобов'язань; середньозважена вартість капіталу.

Вартість капіталу залежить від вартості кожного з використовуваних підприємством джерел фінансування, а також від структури фінансування, тобто частки кожного джерела в загальній сумі фінансових ресурсів. Оптимізація структури капіталу передбачає визначення оптимального значення кожного елемента капіталу таким чином, щоб мінізувати **середньозважену вартість капіталу (WACC – weighted average cost of capital)** [4, с. 81; 14, с. 488; 30, с. 221].

Згідно з *концепцією вартості капіталу* залучений підприємством для фінансування його діяльності капітал є платним, плата за використання залежить від форми капіталу і надійності його реципієнта. Якщо йдеться про власний капітал, то платою є щорічні дивідендні платежі [15, с. 89]. *Ціну власного капіталу* акціонерних товариств найбільш доцільно визначати на основі вимог акціонерів до дивідендних виплат. Проте в умовах невизначеності практичне використання теорії CAPM, арбітражного ціноутворення, ціноутворення опціонів і преференцій станів, незважаючи на визнану теоретичну значущість, пов'язано з багатьма проблемами, які посилюються в період трансформації [35]. Незважаючи на спроби застосування цих моделей до вітчизняних підприємств, широкому їх використанню заважає кілька обставин: відсутність безризикових цінних паперів та моніторингу "середніх" акцій і коефіцієнтів "бета". Крім того, коефіцієнт "бета" перестає реагувати на сигнали фондового ринку, якщо

фінансовий стан підприємства нестійкий. У країнах з розвинутою ринковою економікою власні кошти мають вищу ціну, ніж позикові, що пояснюється більшою мірою ризику вкладення коштів в акції. В Україні ціна власного капіталу низька, що пояснюється невивплатою дивідендів, відсутністю технологій підтримки ринкової вартості підприємств без дивідендних виплат [5, с. 177].

Ціну амортизаційних відрахувань формально можна вважати такою, що дорівнює нулю, це не є коректним. У світовій практиці прийнято вважати ціну цього джерела такою, що дорівнює середньозваженій ціні всіх джерел, оскільки амортизація є частиною виручки і може бути спрямована на будь-які цілі [5, с. 178].

Залучення позикового капіталу у вигляді банківського кредиту передбачає, окрім повернення кредиту, кредитні відсоткові платежі. Тому одним з пріоритетних завдань управління вартістю капіталу є *оптимізація вартості кредитного портфеля підприємства*. Ключовими моментами вирішення цього завдання є зниження витрат на позиковий капітал шляхом заміщення дорогих фінансових ресурсів більш дешевими ресурсами та зниження рівня кредитних ризиків. Ціна довгострокових кредитів в Україні для більшості підприємств висока і неспівставна з можливою прибутковістю вкладеного капіталу. Використання короткострокових позик на довгострокові інвестиційні проєкти є ризикованим, проте ціна цього фінансового ресурсу менша, ніж сплачуваний банку відсоток, через можливість частково знижувати прибуток до оподаткування за рахунок віднесення процентних платежів до витрат.

Ціна облігаційних позик нижче за банківські кредити, але залежить від багатьох обставин. Підприємства платять за використання позикового капіталу, залученого шляхом розміщення боргових цінних паперів, купонні виплати і/ або дисконт (різницю) між номіналом, що виплачується у момент погашення, і нижчою вартістю розміщення [15, с. 89].

Основними складовими *ціни кредиторської заборгованості* є ціна заборгованості постачальникам і підрядчикам, з оплати праці, перед бюджетом і позабюджетними фондами. Перша складова визначається розміром надання знижок залежно від терміну оплати, величиною штрафних санкцій у разі порушення термінів оплати, падінням гривні відносно твердих валют. Проте насправді ці фінансові інструменти практично не застосовуються, і ціна цього джерела зазвичай дорівнює нулю. Заборгованість із заробітної плати в переважній більшості випадків також має в Україні нульову ціну, оскільки індексація невивплатеної вчасно зарплати не здійснюється. У випадку використання кредиторської заборгованості як фінансового інвестиційного ресурсу шляхом реструктуризації у цього джерела може виникати ціна. Практично єдиною складовою кредиторської заборгованості, для якої ціна капіталу має ненульове значення, є заборгованість перед бюджетом і позабюджетними фондами. Висока ціна

цього джерела (до 110 % річних) є найважливішою причиною першочергових розрахунків підприємств з податковими органами. Слід зазначити, що у розвинених країнах кредиторська заборгованість зазвичай не розглядається при аналізі ціни капіталу [5, с. 178, 179].

Для мінімізації вартості капіталу необхідно використовувати різні фінансові інструменти. Зниження вартості капіталу дає змогу створити умови для залучення підприємством додаткових фінансових ресурсів. Це є особливо важливим у випадку, коли стратегія підприємства орієнтована на реалізацію масштабних інвестиційних проєктів інноваційної спрямованості.

В управлінні вартістю капіталу можуть виникати протиріччя і диспропорції. Це обумовлено низкою обставин: по-перше, довгострокова життєдіяльність підприємства може вступати в протиріччя з короткостроковою мінімізацією середньозваженої вартості капіталу; по-друге, інтереси акціонерів можуть відрізнятися від інтересів керівників; по-третє, на визначення оптимальної структури капіталу також впливають особистісні характеристики керівників, схильність до ризику, асиметричність інформації.

Наступним етапом процесу управління є *аналіз структури капіталу*, який дає змогу оцінити, наскільки можливо оптимізувати структуру капіталу відповідно до стратегічних цілей.

Виходячи з вибраної стратегії, *тактику оптимізації структури капіталу* доцільно будувати на основі врахування таких чинників [5, с. 179]:

- наявності фінансових ресурсів на ринку і умови їх пропозиції для конкретного підприємства;
- високого ризику залучення позикового капіталу для підприємства з прибутками, що сильно коливаються;
- високої податкової вигоди від фінансового левериджу для прибуткових підприємств і її відсутності для неприбуткових;
- відносної простоти залучення позикового капіталу підприємствам, що мають актив, які легко реалізуються та можуть бути забезпеченням позик (включаючи певні види нерухомості);
- зростання граничної ціни капіталу при значному збільшенні потреби у фінансових ресурсах, різкій зміні структури джерел, погіршенні фінансового стану;
- необхідності збереження резервного позикового потенціалу для забезпечення можливості залучення капіталу на сприятливих умовах;
- можливості реалізовувати інвестиційні проєкти при залученні позикових коштів;
- суб'єктивності оцінки прогнозованого результату, небезпеки заниження частки позикового капіталу через консерватизм менеджерів.

Рішення про вибір структури капіталу не можна приймати ізольовано. Воно становить частину фінансового плану, у якому визначаються майбутні інвестиційні можливості, дивідендна та кредитна політика. Тому по-

трібно здійснювати обґрунтований вибір структури капіталу для формування ефективної фінансової стратегії стійкого розвитку підприємства.

Запитання для самоконтролю

1. Дайте визначення джерел фінансування підприємств як економічної категорії. Які їх основні форми вам відомі?

2. Назвіть основні складові стратегії формування джерел фінансування підприємств.

3. Дайте характеристику акціонування як способу фінансування підприємств.

4. Перелічіть основні складові стратегії позикового фінансування.

5. Які форми державної фінансової підтримки підприємств вам відомі? Яким чином вони впливають на ефективність діяльності підприємства?

6. Які форми податкових пільг надаються вітчизняним підприємствам?

7. Якою є суть фінансового лізингу? Назвіть переваги й недоліки лізингу як інструмента довгострокового фінансування підприємства.

8. Дайте порівняльну характеристику операційного, фінансового і зворотного лізингу.

9. Обґрунтуйте необхідність управління структурою капіталу підприємств.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК

1. Бланк, І. О. Управління фінансами підприємств: підруч. для студ. екон. спеціальностей вищих навч. закладів / І. О. Бланк, Г. В. Ситник. – Київ : КНТЕУ, 2006. – 779 с.
2. Бобылева, А. З. Стратегия и механизмы антикризисного управления организацией / А. З. Бобылева. – М.: Университетский гуманитарный лицей, 2003. – 232 с.
3. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов: учебник / Р. Брейли, С. Майерс; пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2008. – 1008 с.
4. Бригхэм, Ю. Финансовый менеджмент: пер. с англ./ Ю. Бригхэм, М. Эрджарт; под ред. Е. А. Дорофеева. – 10-е изд. – СПб.: Питер, 2005. – 960 с.
5. Борейко, В. І. Стратегічне управління промисловими підприємствами в ринкових умовах / В.І. Борейко, А.В. Борейко // Вісник Нац. ун-ту водного господарства та природокористування. – Випуск 2(50). – Серія «Економіка». – 2010. – С. 23 – 29.
6. Ван Хорн, Дж. К. Основы финансового менеджмента: пер. с англ./ Дж. К. Ван Хорн, Дж. М. Вахович. – 12-е изд. – М.: Вильямс, 2008. – 1232 с.
7. Виханский, О. С. Стратегическое управление: учебник / О. С. Виханский. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Экономистъ, 2008. – 296 с.
8. Волков, А. С. Создание рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности / А. Волков, М. Куликов, А. Марченко. – М.: Вершина, 2007. – 304 с.
9. Грапко, Н. В. Вартісно-орієнтований підхід в управлінні фінансами підприємств / Н. В. Грапко // Економічні науки: наук. пр. Кіровоград. нац. техн. ун-ту. – 2010. – Вип. 17. – С. 224 – 234.
10. Дем'яненко, О. М. Фінансове управління на підприємстві / О. М. Дем'яненко, В. З. Потій // Економіка & держава. – 2010. – № 4. – С. 60 – 68.
11. Дехтяр, Н. А. Фінансовий механізм діяльності суб'єктів господарювання: монографія / Н. А. Дехтяр, О. В. Люта, Н. Г. Пітуль. – Суми: Університетська книга, 2011. – 182 с.
12. Иванов, И. В. Финансовый менеджмент: стоимостной подход: учеб. пособие / И. В. Иванов, В. В. Баранов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 504 с.
13. Корпоративные финансы: учеб. для вузов / под ред. М. В. Романовского, А. И. Вострокнутовой. – СПб.: Питер, 2011. – 592 с.
14. Корягін, М. В. Оцінювання вартості підприємства в системі бухгалтерського обліку: монографія / М. В. Корягін. – Львів: ТОВ «НВП «Інтерсервіс», 2012. – 262 с.
15. Костирко, Л. А. Фінансовий механізм сталого розвитку підприємств: стратегічні орієнтири, системи забезпечення, адаптація: мо-

нографія / Л. А. Костирко. – Луганськ: Ноулідж, 2012. – 474 с.

16. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление: пер. с англ./ Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 576 с.

17. Крамаренко, Г. О. Фінансовий менеджмент: підручник / Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна. – 2-ге вид. – Київ: Центр учбової літ., 2009. – 520 с.

18. Ломачинська, І. А. Теоретико-методологічні основи механізму збалансування фінансів підприємств / І. А. Ломачинська // Вісник Одеського національного університету. Економіка. – 2009. – Т. 14, вип. 15. – С. 71 – 83.

19. Мартин, Джон Д. VBM – управление, основанное на стоимости: Корпоративный ответ революции акционеров: пер. с англ./ Д. Джон Мартин, Вильям Дж. Петти; под научн. ред. О. Б. Максимовой, И. Ю. Шараповой. – Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2006. – 272 с.

20. Мацкевич, Ю. И. Эффективные механизмы финансового мониторинга в системе стратегического управления предприятием / Ю. И. Мацкевич // Праці Одеського політехнічного ун-ту. – 2011. – Вип. 3(37). – С. 100–105.

21. Механизм управления предприятием: стратегический аспект / В. С. Пономаренко [и др.]. – Харьков: ХГЭУ, 2002. – 252 с.

22. Мироненко, Є. В. Стратегічне управління підприємством: навч. посіб. / Є. В. Мироненко, А. В. Остафійчук, І. П. Фоміченко; МОНМС України, Донбас. держ. машинобуд. акад. – Краматорськ, 2011. – 228 с.

23. Мирошник, Н. В. Теоретичні засади управління фінансами / Н. В. Мирошник // Вісник Дніпропетровського нац. ун-ту залізничного транспорту імені академіка В. Лазаряна. – 2009. – Вип. 27. – С. 253 – 256.

24. Момот, Т. В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: монографія / Т. В. Момот. – Харків: ХНАМГ, 2006. – 380 с.

25. Москаленко, В. П. Финансово-экономический механизм промышленного предприятия: [наук. видання] / В. П. Москаленко, О. В. Шипунова. – Суми: Довкілля, 2003. – 176 с.

26. Парфенюк, Ю. В. Про основні функції фінансів у сучасній ринковій економіці / Ю. В. Парфенюк // Науковий вісник УкрДЛТУ: зб. наук.-техн. пр.– Львів: УкрДЛТУ. – 2005. – Вип. 15.1. – С. 264 – 269.

27. Плиса, В. Й. Стратегія забезпечення фінансової стійкості суб'єктів господарювання в економіці України: монографія / В. Й. Плиса, І. І. Приймак. – Львів: Вид-во ННБК «АТБ», 2009. – 144 с.

28. Савчук, В. П. Стратегія + фінанси: уроки прийняття бизнес-решень для керівників / В. П. Савчук. – Київ: Companion Group, 2009. – 352 с.

29. Сотніков, А. В. Еволюція концепції вартісно-орієнтованого управління / А. В. Сотніков // Вісник Нац. ун-ту "Львівська політехніка". Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми

розвитку. – 2011. – № 714. – С. 252 – 258.

30. Старкова, Н. А. Финансовый менеджмент: учеб. пособие / Н. А. Старкова. – Рыбинск: РГАТА, 2007. – 174 с.

31. Терещенко, О. О. Управління вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту / О. О. Терещенко, М. В. Стецько // Фінанси України. – 2007. – № 3. – С. 91 – 99.

32. Фицджеральд, Рэй. Управление финансами предприятия для менеджеров. Руководство по планированию, контролю и принятию решений: пер. с англ. / Рэй Фицджеральд. – Днепропетровск: Баланс-Клуб, 2003. – 456 с.

33. Шершньова, З. Е. Стратегічне управління : навч. посіб. / З. Е. Шершньова, С. В. Оборська. – Київ: КНЕУ, 2002. – 384 с.

34. Щербаков, В. А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) [Текст] / В. А. Щербаков, Н. А. Щербакова. – 2-е изд., испр. – М.: Омега-Л, 2007. – 288 с.

35. Haspeslagh, Philippe Managing for Value: It's Not Just About the Numbers / Philippe Haspeslagh, Noda Tomo, Boulos Fares // Harvard Business Review. – 2001. – №3. (July-August). – P. 65-73.

36. Kaplan, R. S. The Balanced Scorecard – Measures then drive Performance / R. S. Kaplan, D. P. Norton // Harvard Business Review. Harvard. – 1992. – № 1. – P. 71 – 79.

37. Ronte, H. Value based management / H. Ronte // Management Accounting. – 1998, January. – Vol. 76. – No: 1. – P. 38.

38. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия: учебник / под ред. проф. В. Я. Позднякова. – М.: ИНФРА-М, 2008. – 617 с.

39. Білик, М. Д. Бюджетування у системі фінансового планування / М. Д. Білик // Фінанси України. – 2003. – № 3. – С. 97.

40. Бурлаков, О. О. Становлення фінансового планування підприємств в Україні / О. О. Бурлаков // Вісник Житомир. держ. технологіч. ун-ту. – 2012. – № 1 (59). – Ч 2. – С. 251 – 253.

41. Бобылева, А. З. Стратегия и механизмы антикризисного управления организацией / А. З. Бобылева. – М.: Университетский гуманитарный лицей, 2003. – 232 с.

42. Гузенко, О. П. Фінансове планування на промислових підприємствах / О. П. Гузенко // Фінанси України. – 2003. – № 11. – С. 73 – 76.

43. Друри, К. Введение в управленческий и производственный учет: учеб. пособие: пер. с англ. / К. Друри; под ред. Н. Д. Эриашвили. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Аудит, ЮНИТИ, 1998. – 783 с.

44. Дядечко, Л. П. Бюджетування грошових коштів: сутність та роль в управлінні підприємствами: монографія / Л. П. Дядечко. – Донецьк: Дон-НУЕТ, 2008. – 251 с.

45. Егоров, П. В. Стратегический мониторинг в управлении финансо-

во-хозяйственной деятельностью производственных систем: монография / П. В. Егоров, Н. В. Алексеенко. – Донецк: Юго-Восток Лтд, 2005. – 176 с.

46. Жарикова, Л. А. Управленческий учет: учеб. пособие. / Л. А. Жарикова. – Тамбов: Изд-во Тамб. гос. техн. ун-та, 2004. – 136 с.

47. Зятковський, І. В. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання : навч. посіб. / Терноп. акад. народ. госп-ва. – Тернопіль : Економічна думка, 2003. – 355 с.

48. Иванов, В. В. Управленческий учет для эффективного менеджмента / В. В. Иванов, О. К. Хан. – М.: ИНФРА-М, 2007. – 208 с. – (Национальные проекты).

49. Ионова, А. Ф. Финансовый анализ: учебник / А. Ф. Ионова, Н. Н. Селезнева. – М.: ТК Велби, Изд-во «Проспект», 2006. – 624 с.

50. Ковалев, В. В. Финансовый анализ: методы и процедуры / В. В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 560 с.

51. Ковтун, С. Бюджетування на сучасному підприємстві, або як ефективно управляти фінансами / С. Ковтун. – Харків: Фактор, 2005. – 340 с.

52. Контролінг : навч. посіб. / Г. О. Швиданенко, В. В. Лаврененко, О. Г. Дерев'яно, Л. М. Приходько. – Київ: КНЕУ, 2008. – 264 с.

53. Контроллинг как инструмент управления предприятием / Е. А. Ананькина, С. В. Данилочкин, Н. Г. Данилочкина и др.; под ред. Н. Г. Данилочкиной. – М.: ЮНИТИ, 2002. – 279 с.

54. Концепция контроллинга: управленческий учет. Система отчетности. Бюджетирование: пер. с нем. / Horvath & Partners. – 2-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 269 с.

55. Корзик, С. Є. Стратегічне фінансове планування результатів діяльності підприємства / С. Є. Корзик // Економічний простір: Зб. наук. пр. – Дніпропетровськ: ПДАБА, 2008. – № 12/2. – С. 86 – 94.

56. Костырко, Л. А. Диагностика потенциала финансово-экономической устойчивости предприятия: монография / Л. А. Костырко. – 2-е изд., перераб. и доп. – Харьков: Фактор, 2008 – 336 с.

57. Костирко, Л. А. Фінансовий механізм сталого розвитку підприємств: стратегічні орієнтири, системи забезпечення, адаптація: монографія / Л. А. Костирко. – Луганськ: Ноулідж, 2012. – 474 с.

58. Костирко, Р. О. Контроль і аналіз в системі управління економічним потенціалом господарюючого суб'єкта: методологія та організація: монографія / Р. О. Костирко. – Луганськ: СНУ ім. В. Даля, 2010. – 728 с.

59. Костирко, Р. О. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / Р. О. Костирко. – Харків: Фактор, 2007. – 784 с.

60. Кузьмін, О. Є. Бюджетування в системі управління організацією: теоретичні та прикладні засади: монографія / О. Є. Кузьмін, О. Г. Мельник. – Київ: Кондор, 2007. – 234 с.

61. Кукукина, И. Г. Управленческий учет: учеб. пособие / И. Г. Кукуки-

на. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 400 с.

62. Лахтіонова, Л. А. Фінансовий аналіз суб'єктів господарювання: монографія / Л. А. Лахтіонова. – Київ: КНЕУ, 2001. – 380 с.

63. Лишиленко, О. В. Бухгалтерський управлінський облік: навч. посіб. / О. В. Лишиленко. – Київ: Центр навч. літ., 2006. – 254 с.

64. Масленніков, О. Ю. Фінансові стратегія та планування в умовах становлення ринку / О. Ю. Масленніков, А. Я. Шпачук // Науковий вісник НЛТУ України. – 2007. – Вип. 17.3. – С. 260 – 262.

65. Панков, В. А. Контролінг і бюджетування фінансово-господарської діяльності підприємства / В. А. Панков, С. Я. Єлецьких, Н. М. Михайличенко. – Київ: Центр учбової літ., 2007. – 112 с.

66. Бримсон, Джеймс. Процессно-ориентированное бюджетирование. Внедрение нового инструмента управления стоимостью компании / Джеймс Бримсон, Джон Антос при участии Джея Коллинза; пер. с англ. В. Д. Горюновой; под общ. ред. В. В. Неудачина. – М.: Вершина, 2007. – 336 с.

67. Гибкое развитие предприятия: эффективность и бюджетирование / В. Н. Самочкин, Ю. Б. Пронин, Е. Н. Логачева и др. – М.: Дело, 2002. – 376 с.

68. Семенець, А. О. Розвиток стратегічного фінансового планування в сучасних умовах / А. О. Семенець // Економічний простір. – 2009. – №12(1). – С. 193 – 198.

69. Стратегічний фінансовий менеджмент : навч. посіб. / Л. А. Костирко, Р. О. Костирко, І. М. Кукса, І. О. Тарасенко. – 2-ге вид. перероб. і доп. – Северодонецьк : Вид-во СНУ ім. В. Даля, 2017. – 465 с.

70. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч.-метод. посіб. / О. О. Терещенко, Я. І. Невмержицький, А. П. Куліш, С. І. Терещенко, О. П. Галака; Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана. – Київ: КНЕУ, 2006. – 312 с.

71. Квасницька, Р. С. Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва: навч. посіб. з грифом МОНМСУ / Р. С. Квасницька. – Львів: Магнолія 2006, 2012. – 631 с.

72. Фінансовий менеджмент: інтегрований навч. комплекс (підручник, електрон. навч. система на компакт-диску): для студ. вищ. навч. закл. / Л. О. Омелянович [и др.]; Донецький держ. ун-т економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського. Кафедра фінансів. – Донецьк: ДонДУЕТ, 2006. – 285 с.

73. Хан, Д. Планирование и контроль: концепция контроллинга: пер. с нем. / Д. Хан; под. ред. А. А. Турчака, Л. Г. Головача, М. Л. Лукашевича. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 800 с.

74. Хелферт, Э. Техника финансового анализа: пер. с англ./ Э. Хелферт; под ред. Л. П. Белых. – М.: Аудит, ЮНИТИ, 1996. – 663 с.

75. Хруцкий, В. Е. Внутрифирменное бюджетирование: настольная книга по постановке финансового планирования / В. Е. Хруцкий, Т. В. Сизова, В. В. Гамаюнов. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 400 с.

Навчальне видання

Гребенікова Олена Володимирівна

СТРАТЕГІЧНЕ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ

Редактор А. М. Ємленінова

Зв. план, 2021

Підписано до видання 31.08.2021

Ум. друк. арк. 6,4. Обл.-вид. арк. 7,19. Електронний ресурс

Видавець і виготовлювач
Національний аерокосмічний університет ім. М. Є. Жуковського
«Харківський авіаційний інститут»
61070, Харків-70, вул. Чкалова, 17
[http: // www.khai.edu](http://www.khai.edu)
Видавничий центр «ХАІ»
61070, Харків-70, вул. Чкалова, 17
izdat@khai.edu

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до Державного реєстру видавців, виготовлювачів і розповсюджувачів
видавничої продукції сер. ДК № 391 від 30.03.2001