

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

О. О. ТЕРЕЩЕНКО

ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

Навчальний посібник

*Рекомендовано
Міністерством освіти і науки України*

Київ 2003

ББК 65.290-93
Т 35

*Розповсюджувати та тиражувати
без офіційного дозволу КНЕУ заборонено*

Рецензенти:

В. Ф. Столяров, д-р екон. наук, проф.
(Київський національний університет технологій та дизайну)
Б. В. Захожая, д-р екон. наук, проф.
(Міжрегіональна академія управління персоналом)

*Гриф надано Міністерством освіти і науки України
Лист № 14/18.2-1428 від 11.07.02*

Терещенко О. О.

Т 35 Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посібник. — К.: КНЕУ, 2003. — 554 с.

ISBN 966-574-441-0

У пропонованому навчальному посібнику комплексно розкрито актуальні питання, пов'язані з організацією фінансової діяльності суб'єктів господарювання, фінансуванням, управлінням Cash-flow, дивідендною політикою, фінансовими інвестиціями, оцінкою вартості підприємств, фінансовим контролінгом та бюджетуванням.

Призначений для студентів, слухачів магістерських програм економічних вузів, бізнесменів, фінансових директорів, контролерів та аналітиків, менеджерів підприємств, працівників банків, консалтингових фірм і фінансових посередників. За допомогою посібника спеціалісти у фінансовій сфері мають можливість набути базової підготовки з питань організації фінансової діяльності підприємств і навчитись приймати кваліфіковані фінансові рішення.

ББК 52.290-93

Навчальне видання

ТЕРЕЩЕНКО Олег Олександрович

ФІНАНSOVA ДІЯЛЬНІСТЬ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

Навчальний посібник

Редактор *Т. Зарембо*. Художник *Т. Зяблицева*
Технічний редактор *Т. Піхота*. Коректор *Л. Тютюнник*. Верстка *Н. Коломієць*

Підписано до друку 05.12.02. Формат 60×84/16. Папір офсет. № 1.
Гарнітура Тип Таймс. Друк офсетний. Ум. друк. арк. 32,20.
Ум. фарбовідб. 32,64. Обл.-вид. арк. 35,53. Наклад 5000 прим. Зам. № 01-2396.

Київський національний економічний університет
03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1
Свідоцтво про реєстрацію № 235 від 07.11.2000

Тел./факс: (044) 458-00-66; 456-64-58
E-mail: publish@kneu.kiev.ua

ISBN 966-574-441-0

© О. О. Терещенко, 2003
© КНЕУ, 2003

Зміст

<i>Вступ</i>	9
Розділ 1. Основи фінансової діяльності суб'єктів господарювання	11
1.1. Капітал підприємства та його економічна сутність	11
1.2. Зміст та основні завдання фінансової діяльності суб'єктів господарювання	14
1.3. Фінансова діяльність у системі функціональних завдань фінансового менеджменту підприємства	17
1.4. Організація фінансової діяльності підприємств	20
1.5. Форми фінансування підприємств	24
1.6. Критерії прийняття фінансових рішень	26
1.7. Теоретичні джерела фінансової діяльності підприємств	32
1.7.1. Класична теорія фінансування	33
1.7.2. Теорема іррелевантності	35
1.7.3. Теорія оптимізації портфеля інвестицій	38
1.7.4. Модель оцінки дохідності капітальних активів (CAPM) ...	42
1.7.5. Неоінституційна теорія фінансування	49
1.7.6. Концепція максимізації вартості капіталу власників (Shareholder-Value-Konzept)	53
<i>Тести і задачі</i>	55
Розділ 2. Особливості фінансової діяльності суб'єктів господарювання різних організаційно-правових форм	59
2.1. Критерії прийняття рішення про вибір правової форми організації бізнесу	59
2.2. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання без створення юридичної особи	65
2.3. Особливості фінансової діяльності приватних підприємств	69
2.4. Особливості фінансової діяльності товариств з обмеженою відповідальністю	72
2.5. Особливості фінансової діяльності акціонерних товариств ...	75

2.6. Особливості фінансової діяльності командитних і повних товариств	77
2.7. Фінансова діяльність кооперативів	79
2.8. Особливості фінансової діяльності підприємств з іноземними інвестиціями.	86
2.9. Фінансова діяльність державних і казенних підприємств	89
2.10. Фінансування спільної діяльності підприємств на основі договорів кооперації	92
<i>Тести і задачі</i>	<i>96</i>
Розділ 3. Формування власного капіталу підприємств	102
3.1. Власний капітал, його функції та складові.	102
3.2. Статутний капітал і корпоративні права підприємства	107
3.2.1. Номінальний капітал підприємства	107
3.2.2. Привілейовані акції.	110
3.2.3. Балансовий та ринковий курси акцій	111
3.3. Резервний капітал підприємства, його види та джерела формування	117
3.4. Збільшення статутного капіталу підприємства	122
3.4.1. Основні цілі та передумови збільшення статутного капіталу	122
3.4.2. Збільшення статутного капіталу ТОВ.	123
3.4.3. Методи та джерела збільшення статутного капіталу АТ	124
3.4.4. Переважне право власників на придбання акцій (часток).	127
3.4.5. Курс емісії корпоративних прав	132
3.4.6. Порядок збільшення статутного капіталу на основі додаткової емісії корпоративних прав	136
3.5. Зменшення статутного капіталу підприємств	142
3.5.1. Завдання та основні передумови зменшення статутного капіталу підприємств.	142
3.5.2. Зменшення статутного капіталу ТОВ.	143
3.5.3. Способи зменшення статутного капіталу АТ	145
3.5.4. Санація балансу	148
3.6. Звіт про власний капітал	152
<i>Додатки до розділу.</i>	<i>157</i>
<i>Тести і задачі</i>	<i>162</i>
Розділ 4. Внутрішні джерела фінансування підприємств	169
4.1. Класифікація внутрішніх джерел фінансування підприємства	169
4.2. Самофінансування підприємств.	171
4.2.1. Приховане самофінансування	172
4.2.2. Тезаврація прибутку	173

4.3. Збільшення статутного капіталу без залучення додаткових внесків	175
4.4. Забезпечення наступних витрат і платежів	177
4.5. Чистий грошовий потік (Cash-flow)	181
4.6. Показники Cash-flow	186
4.7. Звіт про рух грошових коштів	188
<i>Додатки до розділу</i>	195
<i>Тести і задачі</i>	202
Розділ 5. Дивідендна політика підприємств	210
5.1. Зміст, значення та основні завдання дивідендної політики	210
5.2. Теорії в галузі дивідендної політики	212
5.3. Фактори дивідендної політики	214
5.4. Порядок нарахування дивідендів	215
5.5. Форми виплати дивідендів	217
5.6. Інструменти дивідендної політики	220
5.7. Методи нарахування дивідендів	223
5.8. Оподаткування дивідендів	225
5.8.1. Оподаткування дивідендів, які отримують нерезиденти	226
5.9. Ефективність дивідендної політики	230
<i>Тести і задачі</i>	232
Розділ 6. Фінансування підприємств за рахунок позичкового капіталу	235
6.1. Позичковий капітал підприємства, його ознаки та складові	235
6.2. Фінансові кредити	239
6.2.1. Довгострокові та короткострокові банківські кредити	239
6.2.2. Практична робота із залучення банківських кредитів	240
6.2.3. Кредитоспроможність підприємства	245
6.2.4. Кредитне забезпечення	257
6.2.5. Кредит в іноземній валюті	264
6.3. Облігації підприємств	267
6.3.1. Види облігацій та їх параметри	267
6.3.2. Емісія облігацій	269
6.3.3. Погашення облігацій підприємств	273
6.3.4. Облігації з нульовим купоном (ZeroBond)	275
6.3.5. Конвертовані облігації	279
6.3.6. Варанти	282
6.4. Комерційні кредити	284
6.5. Факторинг	289
<i>Тести і задачі</i>	290

Розділ 7. Фінансові аспекти реорганізації підприємств	293
7.1. Реорганізація як специфічний напрям фінансової діяльності підприємства	293
7.2. Загальні передумови реорганізації	295
7.3. Укрупнення підприємства	299
7.3.1. Сутність та основні завдання реорганізації, спрямованої на укрупнення підприємства	299
7.3.2. Злиття та приєднання	300
7.3.3. Поглинання (аквізиція)	310
7.4. Реорганізація підприємства, спрямована на його розукрупнення	312
7.5. Перетворення як особлива форма реорганізації підприємства	319
<i>Тести і задачі</i>	<i>323</i>
Розділ 8. Фінансові інвестиції підприємств	326
8.1. Сутність і класифікація фінансових інвестицій підприємства	326
8.2. Довгострокові фінансові інвестиції	329
8.3. Поточні фінансові інвестиції	331
8.4. Оцінка доцільності фінансових інвестицій	332
8.4.1. Оцінка доцільності вкладень в інвестиції з фіксованою ставкою дохідності	333
8.4.2. Оцінка доцільності фінансових інвестицій у корпоративні права	340
8.5. Відображення вартості фінансових інвестицій у звітності	346
<i>Тести і задачі</i>	<i>353</i>
Розділ 9. Оцінка вартості підприємств	356
9.1. Необхідність, завдання і принципи експертної оцінки вартості підприємства	356
9.2. Вартість капіталу підприємства	358
9.3. Методичні підходи до оцінки вартості підприємства	361
9.3.1. Дохідний підхід в оцінці вартості підприємства	362
9.3.2. Майновий (витратний) підхід	370
9.3.3. Оцінка вартості підприємства на основі ринкового підходу	372
9.4. Практична робота з оцінки вартості підприємства	376
<i>Тести та аналітичні ситуації</i>	<i>378</i>
Розділ 10. Фінансова діяльність підприємств у сфері зовнішньоекономічних відносин	382
10.1. Компетенції фінансових служб у сфері зовнішньоекономічної діяльності підприємства	382
10.2. Регулювання розподілу виручки від зовнішньоекономічної діяльності в іноземній валюті	388

10.3.	Розрахунки при здійсненні зовнішньоекономічних операцій	389
10.3.1.	Правила щодо здійснення розрахунків у сфері зовнішньоекономічної діяльності	389
10.3.2.	Типові платіжні умови зовнішньоекономічних договорів (контрактів)	393
10.3.3.	Форфейтинг	396
10.4.	Митне оформлення та оподаткування зовнішньоторговельних операцій	398
	<i>Тести</i>	401
Розділ 11. Фінансовий контролінг		403
11.1.	Сутність, необхідність та основні завдання фінансового контролінгу	403
11.2.	Стратегічний фінансовий контролінг	407
11.3.	Оперативний фінансовий контролінг	412
11.4.	Координація як центральна функція контролінгу	416
11.5.	Внутрішній аудит (ревізія) в системі функцій контролінгу	417
11.6.	Система раннього попередження і реагування (СРІР)	419
11.6.1.	Зміст, призначення та організація	419
11.6.2.	Прогнозування банкрутства на основі дискримінантного аналізу	422
11.7.	Методи контролінгу	427
11.7.1.	Аналіз точки беззбитковості (<i>Break-Even-Analyse</i>)	428
11.7.2.	Бенчмаркінг	436
11.7.3.	Вартісний аналіз	438
11.7.4.	Портфельний аналіз	440
11.7.5.	АВС-аналіз	440
11.7.6.	Аналіз сильних і слабких місць на підприємстві	443
11.8.	Методи фінансового прогнозування	445
11.8.1.	Експертне (суб'єктивне) прогнозування	445
11.8.2.	Каузальне прогнозування	447
11.8.3.	Методи екстраполяції	449
	<i>Тести і задачі</i>	454
Розділ 12. Бюджетування на підприємстві		457
12.1.	Бюджетування як функція фінансового контролінгу	457
12.2.	Принципи бюджетування	462
12.3.	Способи бюджетування	463
12.4.	Система бюджетів на підприємстві	465
12.5.	Визначення потреби підприємства в капіталі	469
12.5.1.	Зміст та види потреби в капіталі	469
12.5.2.	Потреба в капіталі для фінансування основних засобів і нематеріальних активів	475
12.5.3.	Потреба в капіталі для фінансування оборотних активів	478

12.6. Правила фінансування підприємств	490
12.6.1. Золоте правило фінансування	490
12.6.2. Золоте правило балансу	492
12.6.3. Правило вертикальної структури капіталу	493
12.6.4. Ефект фінансового лівериджу	497
12.7. Планування прибутків і збитків	503
12.8. Планування ліквідності	506
12.9. Планування показників балансу	515
12.10. Прогноз руху грошових коштів (<i>Cash-flow</i>).	517
12.11. Бюджетний контроль та аналіз відхилень	519
<i>Тести і задачі</i>	522
<i>Глосарій</i>	528
<i>Література</i>	542
<i>Додатки</i>	546
<i>Алфавітно-предметний покажчик</i>	550

Вступ

Управління фінансами підприємств, які функціонують в умовах вільного ринку, є найменш дослідженою галуззю вітчизняної економічної науки. Така ситуація певною мірою закономірна. За адміністративно-командної економіки переважна більшість підприємств мала державну форму власності і здійснювала свою господарську діяльність згідно із централізованими планами. Управління фінансами підприємств проводилося в адміністративному порядку: на рівні міністерств і відомств приймалися рішення про розподіл прибутку суб'єктів господарювання, виділення їм асигнувань на здійснення капіталовкладень чи поповнення обігових коштів тощо. Менеджменту підприємства не потрібно було приймати рішення щодо збільшення статутного капіталу, емісії акцій чи облігацій, управління інвестиційними вкладеннями та ін., а отже непотрібними були і відповідні спеціалісти.

Таким самим чином була побудована й уся освіта та наука про фінанси підприємств. Показовим є те, що підготовка фахівців у галузі державних фінансів (макрорівень) здійснювалася за тими ж навчальними програмами, що й фахівців у сфері фінансів підприємств (мікрорівень). Цей порядок значною мірою зберігається і сьогодні, коли майбутні спеціалісти у сфері фінансів підприємств, страхової справи вивчають дисципліни, які стосуються організації державних фінансів. Натомість для ґрунтовного вивчення дисциплін, пов'язаних з управлінням фінансами підприємств, не вистачає бюджету навчального часу. Ситуація дещо поліпшилась у результаті запровадження відповідних спеціалізацій на магістерському рівні підготовки фахівців зі спеціальності «Фінанси», однак удосконалення навчальних планів відбулося порівняно недавно, а отже, лише незначна кількість фінансистів, які працюють сьогодні на вітчизняних підприємствах, мають достатній рівень кваліфікації саме в галузі фінансового менеджменту.

Враховуючи викладене, можна стверджувати, що одним із найважливіших резервів поліпшення параметрів діяльності підприємств є підвищення рівня кваліфікації фахівців, відповідальних за управління фінансами підприємств, та розробка якісно нових підходів до організації роботи фінансових служб саме у сфері фінансування. Для підготовки висококласних спеціалістів з фінансового менеджменту, фінансових аналітиків і контролерів необхідно використовувати спеціалізовані джерела інформації, зокрема ту літературу, якою користуються відповідні фахівці у провідних економічно розвинутих країнах — США, Японії, Західної Європи.

На вимогу часу у вищих навчальних закладах України, які здійснюють підготовку бакалаврів зі спеціальності «Фінанси», запроваджена обов'язкова навчальна дисципліна «Фінансова діяльність суб'єктів господарювання».

Метою вивчення дисципліни є отримання студентами базових знань з практичних питань організації фінансової діяльності суб'єктів господарювання.

Предметом даної дисципліни є система фінансово-економічних відносин, які виникають у процесі мобілізації ресурсів для фінансування операційної та інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання і визначення найефективніших шляхів вкладення коштів.

Пропонований навчальний посібник відповідає програмі дисципліни «Фінансова діяльність суб'єктів господарювання» і сприяє вирішенню проблеми забезпечення цієї дисципліни навчально-методичними матеріалами. У посібнику можна знайти відповіді на всі основні питання, з якими можуть зіткнутися фахівці галузі управління фінансовою діяльністю підприємств (фінансові менеджери, аналітики, контролери). Матеріал подано з урахуванням найновіших надбань світової науки і практики у відповідній сфері, а також на основі літературних джерел, які використовуються для фахової підготовки спеціалістів з питань фінансової діяльності підприємств у німецькомовних країнах (Німеччина, Швейцарія, Австрія). Більшість методів, інструментів та прийомів, охарактеризованих у посібнику, адаптовані до вітчизняних умов господарювання.

Автор виносить щиру подяку фахівцям з управління фінансами підприємств Філіппс-Університету (м. Марбург, Німеччина) та університету м. Цюрих (Швейцарія), а також Фонду «Фольксваген» (Німеччина) за надані консультації та сприяння в написанні і виданні цього посібника.

Розділ 1

ОСНОВИ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

Капітал підприємства та його економічна сутність. Зміст та основні завдання фінансової діяльності суб'єктів господарювання. Фінансова, операційна та інвестиційна діяльність підприємства. Фінансова діяльність у системі функціональних завдань фінансового менеджменту підприємства. Організація фінансової діяльності підприємств.

Класифікація форм фінансування. Критерії прийняття рішень у сфері фінансування.

Теоретичні джерела фінансової діяльності підприємств. Класична теорія фінансування. Теорема іррелевантності Міллера та Модільяні. Основні положення теорії оптимізації портфеля інвестицій (Г. Марковіц). Модель оцінки капітальних активів (CAPM). Зміст неінституційної теорії фінансування. Концепція максимізації вартості капіталу власників (Shareholder-Value-Konzept).

1.1. КАПІТАЛ ПІДПРИЄМСТВА ТА ЙОГО ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ

Однією з ключових категорій фінансів підприємств є **капітал**. Саме з його формуванням і використанням безпосередньо пов'язана фінансова діяльність суб'єктів господарювання. Тому розгляд основ фінансової діяльності підприємств слід розпочати з дослідження економічної сутності цієї категорії.

Поняття «капітал» є однією з найскладніших категорій фінансової науки. У вітчизняній та зарубіжній науково-практичній літературі можна зустріти багато (досить часто взаємопротилежних) підходів до визначення сутності капіталу. Серед численних дефініцій капіталу можна виокремити:

- макроекономічний підхід (з народногосподарського погляду);
- мікроекономічний підхід (з погляду суб'єктів господарювання).

З *народногосподарського погляду* під капіталом розуміють один із трьох факторів виробництва разом із землею та працею: з капіталом ідентифікуються виробничі засоби, що можуть бути використані для здійснення господарської діяльності (виробниц-

тва товарів, робіт, послуг)¹. У фінансовій науці досить часто застосовується також монетарний підхід, згідно з яким капітал прирівнюється до грошових ресурсів, що спрямовуються на фінансування інвестицій, тобто під капіталом розуміють грошові кошти². Проте капіталом вважаються лише ті грошові кошти, які використовуються для забезпечення *зростання наявної вартості*. Гроші стають капіталом переважно за умови їх нагромадження, зберігання та продажу на грошовому ринку, оскільки це дає їх власнику додатковий дохід у вигляді процента³. Згідно із марксистською теорією капіталу єдиним товаром, здатним приносити додаткову вартість, може бути лише робоча сила. Отже, перетворення грошей на капітал і саме його виникнення нерозривно пов'язане з перетворенням робочої сили на товар, предмет купівлі-продажу⁴.

За трактування *капіталу як категорії фінансів підприємств* у науково-практичній літературі, як правило, розрізняють дві його форми:

- конкретний капітал;
- абстрактний капітал.

Конкретний капітал. Для здійснення господарської діяльності підприємству необхідні засоби праці (устаткування, будівлі, споруди тощо); предмети праці (сировина, матеріали) та праця. Окрім матеріальних, воно може мати у своєму розпорядженні нематеріальні ресурси (патенти, права, ноу-хау). **Вартість майнових об'єктів, які відображені в активі балансу підприємства, називають конкретним капіталом.** В активах заморожуються грошові кошти, інвестовані в підприємство. Ці кошти можуть бути вкладені в:

- а) необоротні активи (основні засоби, довгострокові фінансові інвестиції, довгострокова дебіторська заборгованість тощо);
- б) оборотні активи (запаси, поточна дебіторська заборгованість, поточні фінансові інвестиції тощо).

Абстрактний капітал. Заслугує уваги концепція капіталу, обґрунтована патріархом німецької економічної науки, засновником Кельнської школи економіки підприємства проф. *Е. Шмаленбахом*. За цією версією, під капіталом слід розуміти абстрактну

¹ Gabler Wirtschaftslexikon. CD-Rom. 14. Auflage.

² *Boemle M.* Unternehmensfinanzierung. — 12 Aufl. Verlag SKV Zuerich, 1998. — S. 33.

³ Гроші та кредит: Підручник / За заг. ред. М. І. Савлука. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 13.

⁴ Политическая экономия: Учебник для вузов / В. А. Медведев, Л. И. Абалкин, О. И. Ожерельев и др. — М.: Политиздат, 1990. — С. 162.

вартість, яка відображається в балансі підприємства⁵. При цьому *під абстрактним капіталом розуміють сукупність усіх позицій пасиву балансу*.

Серед вітчизняних економістів найвдаліше, на нашу думку, обґрунтування сутності капіталу підприємства дано проф. В. В. Сопком. Він вважає, що капітал — це власність відповідної фізичної або юридичної особи на активи: майно і об'єкти (ресурси), які є на підприємстві⁶. Пасивна сторона балансу містить інформацію про те, яку частину капіталу надано в розпорядження підприємства його власниками (власний капітал) і яку — кредиторами (позичковий капітал).

Позичковий капітал характеризує частину активів підприємства, що профінансована його кредиторами всіх видів. У балансі позичковий капітал відображається за такими розділами пасиву:

- «II. Забезпечення наступних витрат та платежів.
- III. Довгострокові зобов'язання.
- IV. Поточні зобов'язання.
- V. Доходи майбутніх періодів».

Власний капітал — це сальдо між загальною сумою активів та позичковим капіталом. Він характеризує частину майна, яка профінансована власниками корпоративних прав підприємства (завдяки безпосереднім внескам грошових коштів (майнових об'єктів) чи в результаті реінвестування прибутку). Власний капітал відображається в першому розділі пасиву.

У практичній діяльності суб'єктів господарювання (в контексті фінансового та управлінського обліку) під капіталом підприємства розуміють його пасиви, тобто капітал трактується саме як абстрактна вартість. *Отже, капітал підприємства — це засвідчені в пасивній стороні балансу вимоги на майно, яке відображено в активах; він показує джерела фінансування придбання активів підприємства*. Саме цим визначенням капіталу ми оперуватимемо, досліджуючи фінансову діяльність суб'єктів господарювання в наступних розділах посібника.

Можна повністю погодитися з висновками проф. Сопка про те, що вживання терміна «капітал» щодо «активів» неправильне, бо якщо термін «капітал» означає право власності, то цей самий

⁵ Schmalenbach E. Kapital, Kredit und Zins in betriebswirtschaftlicher Beleuchtung. 4. Aufl., Koeln/Opladen 1961, S. 31.

⁶ Сопко В. Бухгалтерський облік: Навч. посібник. — 3-тє вид. — К.: КНЕУ, 2000. — С. 185.

термін не може означати речовий елемент, наприклад «оборотний капітал» чи «основний капітал».

Величина активів підприємства та його капітал є двома показниками, які характеризують один і той же об'єкт: сукупність усіх вартостей, що використовуються у виробничому процесі для досягнення поставлених перед підприємством цілей. Майно підприємства (активи) є дзеркальним відображенням капіталу, який у нього інвестований. Активи показують напрямки конкретного використання залучених фінансових ресурсів, а капітал (пасиви) — зобов'язання підприємства перед кредиторами та власниками. Саме тому загальна величина активів повинна дорівнювати сумі пасивів підприємства. Зіставлення активів та пасивів здійснюється в процесі складання балансу (звіт про фінансовий стан підприємства, який відображає на певну дату його активи та капітал). Безпосередній зв'язок між окремими позиціями капіталу та активів у балансі не відображається. Напрямки використання фінансових ресурсів доцільно узгоджувати із джерелами їх залучення на стадії довгострокового фінансового планування та бюджетування.

1.2. ЗМІСТ ТА ОСНОВНІ ЗАВДАННЯ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

У нормативних актах, науково-практичній літературі, безпосередньо в контексті фінансово-господарської діяльності підприємств, їх фінансової звітності оперують дефініціями «фінансова діяльність», «інвестиційна діяльність» та «операційна діяльність» суб'єктів господарювання. З метою формування каталогу функціональних завдань фінансових служб підприємства та чіткого розмежування зазначених понять розглянемо економічний зміст кожного з них.

Інвестиційна діяльність. Згідно з П(С)БО, *інвестиційна діяльність — це придбання та реалізація тих необоротних активів, а також тих фінансових інвестицій, які не є складовою еквівалентів грошових коштів.*

Отже, ця діяльність пов'язана з ефективним вкладенням залученого капіталу. Загалом під інвестиціями розуміють усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (дохід).

Рух грошових коштів у результаті інвестиційної діяльності визначається на основі аналізу змін у статтях таких розділів балансу:

- ◆ «Необоротні активи»;
- ◆ «Поточні фінансові інвестиції» (фінансові інвестиції на строк, що не перевищує один рік, які можуть бути вільно реалізовані в будь-який момент).

До типових прикладів руху коштів у результаті інвестиційної діяльності можна віднести такі:

- придбання фінансових інвестицій, необоротних активів, майнових комплексів;
- отримання відсотків, дивідендів;
- дезінвестиції.

На практиці досить часто з інвестиціями ідентифікують лише довгострокові капіталовкладення, тобто вкладення у довгострокові активи, у т. ч. витрати на придбання основних засобів, корпоративних прав, науково-дослідні розробки, видатки розвитку, підвищення кваліфікації персоналу, маркетинг та ряд інших. За такого трактування інвестицій не враховується існування поточних фінансових вкладень, які є інвестиціями короткострокового характеру. Отже, під інвестиційними можна розуміти всі вкладення підприємства (як довгострокового, так і поточного характеру), що здійснюються з метою забезпечення приросту вартості його майна.

Під поняттям «дезінвестиції» розуміють повернення (вивільнення) заморожених у конкретних майнових об'єктах коштів. Дезінвестиції можуть здійснюватися через реалізацію чи ліквідацію фінансових інвестицій, необоротних активів, майнових комплексів.

Операційна діяльність. Це основна діяльність підприємства, пов'язана з виробництвом та реалізацією продукції (товарів, робіт, послуг), що є головною метою створення підприємства і забезпечує основну частку його доходу, а також інші види діяльності, які не підпадають під категорію інвестиційної чи фінансової діяльності. До типових прикладів руху коштів у рамках операційної діяльності належать такі:

- грошові надходження від продажу товарів, робіт, послуг;
- грошові виплати постачальникам за товари і послуги;
- грошові виплати з оплати праці;
- сплата податків.

На основі систематизації руху грошових коштів у результаті операційної діяльності визначають операційний *Cash-flow*, який

досить часто є основним джерелом фінансування діяльності підприємства⁷. Перевищення вхідних грошових потоків від операційної діяльності над грошовими витратами є підґрунтям для забезпечення стабільної ліквідності підприємства та залучення коштів із зовнішніх джерел.

Фінансова діяльність. Успішна інвестиційна та операційна підприємницька діяльність можлива лише за наявності надійного фінансового фундаменту, тобто достатнього обсягу капіталу. *Мобілізація підприємством необхідних для виконання поставлених перед ним планових завдань фінансових ресурсів називається фінансуванням*⁸. З іншого боку, система використання різних форм і методів для фінансового забезпечення функціонування підприємств та досягнення ними поставлених цілей називається фінансовою діяльністю⁹. Згідно з П(С)БО **фінансова діяльність** — діяльність, яка веде до змін розміру і складу власного та позичкового капіталу підприємства (який не є результатом операційної діяльності). *Отже, основний зміст фінансової діяльності (у вузькому розумінні) полягає у фінансуванні підприємства. Рух грошових коштів у результаті фінансової діяльності визначається на основі змін у статтях балансу за розділами:*

- ◆ «Власний капітал»;
- ◆ «Довгострокові зобов'язання»;
- ◆ «Поточні зобов'язання».

До типових прикладів руху коштів у результаті фінансової діяльності слід віднести:

- надходження власного капіталу;
- отримання позичок;
- погашення позичок;
- сплата дивідендів.

Можна стверджувати, що фінансова діяльність (фінансування) має вирішальний вплив на процеси генерування вартості підприємства. Так, оптимізація структури капіталу (оптимізація фінансування) веде до зменшення затрат на його залучення і створює фінансову базу для успішної операційної та інвестиційної діяльності.

У теорії і практиці досить часто зміст фінансової діяльності трактується ширше, ніж фінансування. У широкому значенні під фінансовою діяльністю розуміють усі заходи, пов'язані з мобілі-

⁷ Питання, пов'язані з розрахунком та використанням *Cash-flow*, висвітлені в розд. 4 посібника.

⁸ *Voemle M. Unternehmensfinanzierung.* — S. 28.

⁹ Див.: *Фінанси підприємств: Підручник / За ред. проф. А. М. Поддєрьогіна.* — 3-те вид. — К.: КНЕУ, 2000. — С. 14.

зацією капіталу, його використанням, примноженням (збільшенням вартості) та поверненням. *Інакше кажучи, фінансова діяльність (у широкому розумінні) включає весь комплекс функціональних завдань, здійснюваних фінансовими службами підприємства і пов'язаних з фінансуванням, інвестиційною діяльністю та фінансовим забезпеченням (обслуговуванням) операційної діяльності суб'єкта господарювання.*

1.3. ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ У СИСТЕМІ ФУНКЦІОНАЛЬНИХ ЗАВДАНЬ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ ПІДПРИЄМСТВА

Поняття «менеджмент» характеризує процес управління на підприємстві. Він включає такі основні фази: планування, управління імплементацією, контроль. **Фінансовий менеджмент** — це цілеспрямоване управління всіма грошовими потоками на підприємстві, тобто процес управління формуванням, розподілом та використанням фінансових ресурсів суб'єкта господарювання з метою досягнення фінансово-економічних цілей підприємства.

Згідно із сучасними тенденціями в галузі фінансової науки, найвищою фінансово-економічною метою діяльності менеджменту є зростання вартості підприємства та доходів його власників. Фінансового менеджера можна розглядати як свого роду посередника між підприємством і капіталодавцями, а суб'єкта господарювання — як «клієнта» інвесторів. Виходячи з цього менеджмент можна розглядати як процес управління генеруванням додаткової вартості, її збереженням та створенням умов для використання додаткової вартості власниками (інвесторами) підприємства. Базовими елементами цього процесу є планування, контроль та аналіз.

Зміст фінансового менеджменту полягає у виробленні управлінських рішень щодо найефективнішого використання фінансового механізму для досягнення тактичних і стратегічних завдань підприємства. Основні цілі діяльності фінансового менеджменту можна розглядати в рамках класичного управлінського трикутника цілей:

- забезпечення стабільної ліквідності (платоспроможності);
- максимізація рентабельності (як власного так і сукупного капіталу);
- мінімізація ризиків.

Виходячи з функцій фінансів підприємств (формування фінансових ресурсів, їх розподіл і використання; контроль за формуванням і використанням фінансових ресурсів) можна виокремити три основні функціональні блоки фінансового

менеджменту (рис. 1.1): фінансування; оптимізація вкладення коштів в інвестиційну та операційну діяльність (управління активами); фінансовий контролінг.

В англосаксонській фінансовій літературі в контексті функціональних завдань фінансового менеджменту досить часто розрізняють два основні напрями діяльності: фінансовий контролінг та управління грошовими потоками (*Cash-менеджмент*).

Cash-менеджмент (Treasury Management) включає управління залученням і використанням фінансових ресурсів (відповідно фінансування та управління активами). До основних завдань *Cash-менеджменту* належать такі:

- планування платоспроможності та показників ліквідності;
- прибуткове вкладення тимчасово вільних грошових коштів;
- управління дебіторською та кредиторською заборгованістю;
- управління фінансовими вкладеннями;
- управління валютними ризиками.

Про незадовільне управління грошовими потоками на підприємстві можна дійти висновків за такими ознаками: нестабільна платоспроможність; значні розміри залишків коштів на поточному рахунку; відсутність фінансового планування; збитки у вигляді курсових різниць; наявність простроченої дебіторської заборгованості тощо.



Рис. 1.1. Функціональні блоки завдань фінансового менеджменту

Наведені на рис. 1.1 функціональні блоки фінансового менеджменту тісно пов'язані між собою і складають цілісну систему функцій фінансового менеджменту. Пріоритетним для фінансового менеджера є функціональний блок завдань, пов'язаний з фінансуванням підприємства, оскільки за відсутності фінансових ресурсів неможливим є виконання інших функціональних завдань, зокрема пов'язаних із здійсненням операційної та інвестиційної діяльності. Разом з тим рішення щодо залучення коштів слід приймати лише за наявності ефективних проектів їх використання та розрахунків потреби в капіталі. *Позиції, які відображаються в балансі, звіті про фінансові результати, звіті про рух грошових коштів та іншій звітності, повинні формуватися саме в процесі виконання фінансовим менеджментом підприємства своїх функцій.* З цих позицій слід керуватися принципом узгодженості рішень щодо залучення та використання капіталу.

В табл. 1.1 наведені параметри, які слід узгоджувати за прийняття відповідних рішень.

Таблиця 1.1

ПАРАМЕТРИ УЗГОДЖЕННЯ ФІНАНСОВИХ РІШЕНЬ

Параметри	Інвестування	Фінансування	Інструменти узгодження
Обсяг, терміни	Потреба в засобах	Величина капіталу	Бюджетування, фінансове планування
Рентабельність	Рентабельність інвестицій	Вартість капіталу	Аналіз затрат і прибутків
Ризики	Інвестиційні	Фінансові	Управлінські

Узгодженню підлягають обсяги залучення та використання капіталу в розрізі окремих періодів, рентабельність інвестицій та вартість капіталу, а також інвестиційні та фінансові ризики. Рішення щодо реалізації інвестиційних проектів слід приймати лише за умови перевищення рентабельності інвестицій над вартістю залучення капіталу за наявності дійових інструментів управління ризиками. Інструменти узгодження (координації) фінансових рішень, фінансове планування, контроль за ефективністю освоєння капіталу, управління ризиками, пов'язані з функціональним блоком завдань «фінансовий контролінг», є свого роду сполучною ланкою між функціями залучення та використання фінансових ресурсів.

У контексті забезпечення безкризової діяльності суб'єктів господарювання в теорії і практиці досить часто оперують поняттям «**антикризовий фінансовий менеджмент**». Антикризове управління фінансами — один із напрямів фінансового менеджменту, основним завданням якого є організація фінансової діяльності на підприємстві з урахуванням можливостей профілактики та подолання фінансової кризи. Антикризовий фінансовий менеджмент значною мірою повинен спиратися на функціональний та методологічний інструментарій контролінгу, а також враховувати вимоги законодавства про банкрутство. Особливий акцент у процесі організації антикризового менеджменту робиться на впровадженні ефективних методик прогнозування банкрутства та інструментів попередження фінансової кризи. Можна виокремити три основні блоки проблем, з якими стикаються фінансові служби за організації антикризового менеджменту:

1) прогнозування банкрутства та оцінка санаційної спроможності підприємства;

- 2) проблематика фінансування;
- 3) вибір найпріоритетніших напрямків використання обмежених фінансових ресурсів.

Прийняття правильних рішень ускладнюється, з одного боку, наявністю багатьох альтернатив під час вибору методів прогнозування банкрутства, джерел залучення фінансових ресурсів і напрямків їх використання, а з іншого — значною кількістю обмежувальних чинників: дефіцит часу, високий рівень ризику, рестрикційні умови використання капіталу тощо. Саме цим і зумовлена складність організації дійового антикризового фінансового менеджменту.

1.4. ОРГАНІЗАЦІЯ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

Суттєвою причиною кризового стану багатьох вітчизняних підприємств є неналежне виконання фінансовими службами покладених на них функцій і завдань, зокрема відсутність фінансового планування (бюджетування) та аналізу, управління ризиками, роботи щодо оптимізації структури активів та пасивів тощо. Досить часто це зумовлено тим, що відповідальність за всю фінансову роботу на підприємстві покладається на бухгалтерію, а фінансові служби або взагалі відсутні, або їх завдання є невідзначеними і не мають нічого спільного з тими, які виконують відповідні служби на підприємствах країн Західної Європи чи США. В цьому зв'язку актуальності набуває визначення місця та ролі фінансових служб у функціональній структурі підприємств.

Організаційна структура фінансових служб та їх місце в ієрархії підприємства значною мірою залежать від форми організації бізнесу, галузі та обсягів діяльності господарювання.

Для **підприємств малого бізнесу**, як правило, характерною є централізація всіх управлінських функцій, у т. ч. і функції управління фінансами на рівні керівника підприємства, який досить часто є і його власником (або співвласником). Якщо необхідно він звертається до послуг зовнішніх консультантів, аудиторів. Бухгалтерську роботу на таких підприємствах досить часто виконує бухгалтер-сумісник. Практика діяльності підприємств малого бізнесу в країнах Західної Європи та США показує, що складанням бухгалтерської, фінансової та податкової звітності таких підприємств займаються (за відповідну плату) здебільшого спеціалізовані консалтингові чи аудиторські фірми, а роботу що-

до управління фінансами частково виконує відділ по роботі з корпоративними клієнтами обслуговуючого банку. Це пояснюється тим, що підприємствам дешевше обходиться сплата послуг зовнішніх консультантів, ніж утримання власних фінансових чи бухгалтерських служб.

На **середніх за величиною підприємствах** відповідальність за управління фінансами, як правило, покладається на головного бухгалтера, який підбирається таким чином, щоб його рівень кваліфікації дозволяв виконувати функції фінансового менеджера. Принципові рішення щодо управління фінансами на таких підприємствах приймаються за узгодженістю між головним бухгалтером і директором.

На **великих підприємствах** прийняття рішень у галузі управління фінансами є компетенцією фінансового директора, якому підпорядковані всі фінансово-економічні служби підприємства. Місце фінансових служб у структурі підприємства та їх функціональні компетенції залежать від типу організаційної структури, яка запроваджена на підприємстві. Розрізняють *функціональну, дивізійну та матричну організаційні структури*.

Характерною для *функціональної структури* є концентрація на рівні окремих відділів однотипних чи споріднених функціональних завдань з метою забезпечення ефективності їх виконання за рахунок переваг спеціалізації (таку організаційну структуру можуть запроваджувати також підприємства малого і середнього бізнесу). На рис. 1.2 наведено приклад структури підприємства, побудованого за функціональним принципом, та місце фінансових служб у цій структурі.

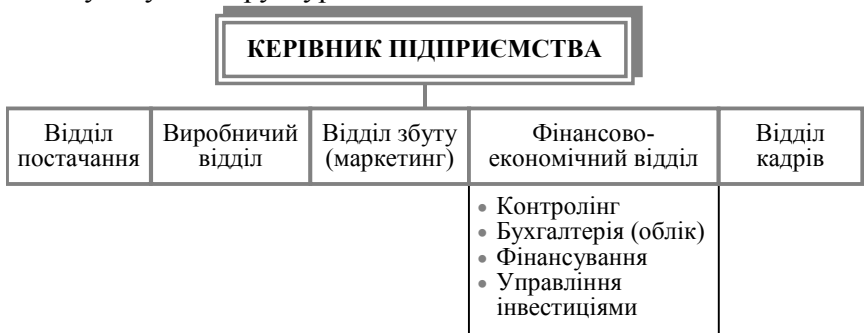


Рис. 1.2. Функціональна організаційна структура підприємства

Як недолік такої структури можна відзначити низький рівень координації роботи різних функціональних підрозділів.

Для великих підприємств чи концернів типовою є *дивізійна організаційна структура*. За дивізійного порядку організації підприємства децентралізація повноважень здійснюється в розрізі окремих об'єктів чи секторів, наприклад за групами продуктів чи клієнтів (споживачів), за регіональним принципом. На базі виділених секторів (дивізіонів, філій) можуть формуватися так звані центри прибутковості (*Profit center*). У кожному дивізіоні сформовані відповідні функціональні підрозділи, які дисциплінарно підпорядковуються керівникові дивізіону, а функціонально — керівникові відповідного підрозділу на рівні центрального управління підприємством. Приклад дивізійної структури організації підприємства та місце в ній фінансових служб наведено на рис. 1.3. Переваги такої форми організації полягають у можливості поєднання стратегічної лінії центрального керівництва та переваг спеціалізації на місцях. Успішна діяльність такого підприємства значною мірою залежить від ефективності виконання завдань координації та контролю службами контролінгу.

Серед недоліків дивізійної структури організації підприємства здебільшого виділяють зростання адміністративно-управлінських витрат, певний рівень дублювання окремих функцій тощо.

Окрім функціональної та дивізійної моделей організації управління підприємством, на практиці застосовують й інші, зокрема *матричну організаційну структуру* (див. рис. 1.4). В основі такої структури лежить виокремлення сегментів діяльності залежно від обраних критеріїв без утворення окремих функціональних одиниць. Сегментація здійснюється в розрізі окремих проектів, продуктів, цілей тощо за горизонтальним принципом.

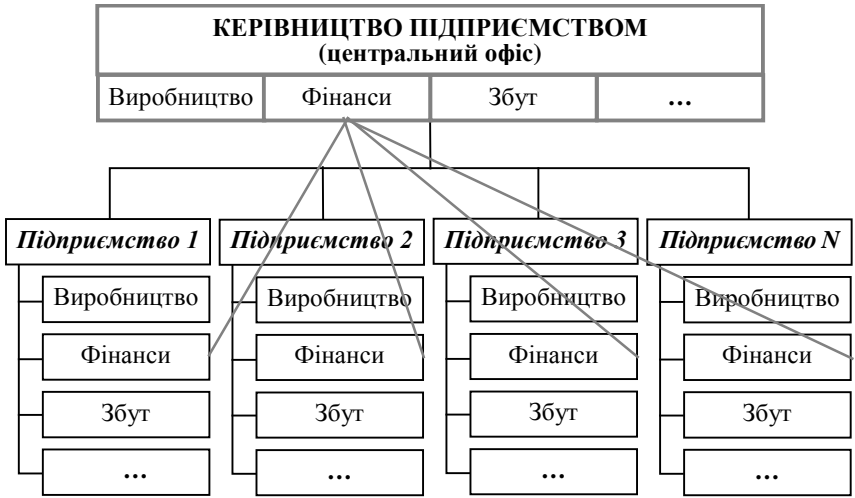


Рис. 1.3. Місце фінансових служб у дивізіональній структурі організації підприємства

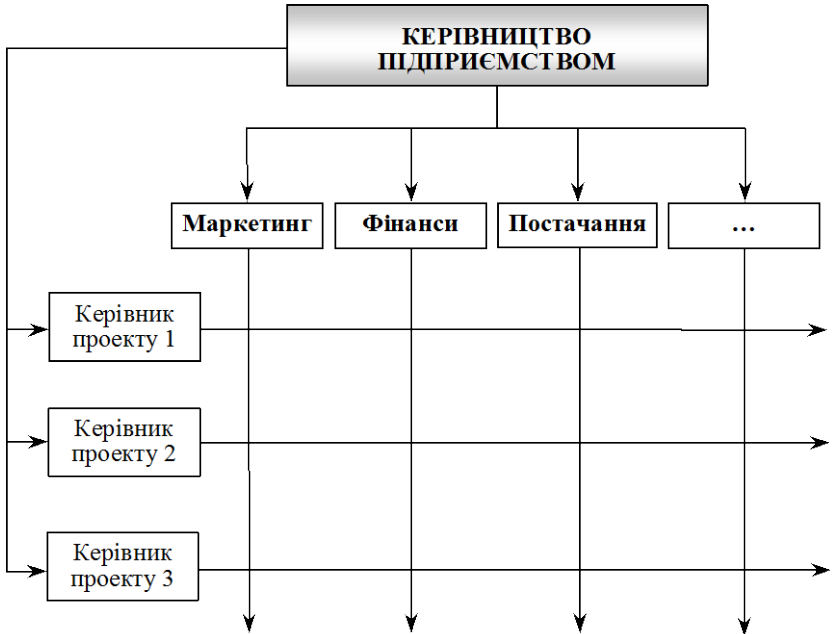


Рис. 1.4. Матрична структура організації підприємства

1.5. ФОРМИ ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ

Основне завдання фінансової діяльності підприємств полягає в мобілізації капіталу для фінансування їх операційної та інвестиційної діяльності. Термін «фінансування» характеризує всі заходи, спрямовані на покриття потреби підприємства в капіталі, які включають мобілізацію фінансових ресурсів (грошових коштів, їх еквівалентів та майнових активів), їх повернення, а також відносини між підприємством та капіталодавцями, які з цього впливають (платіжні відносини, контроль та забезпечення).

Перш ніж перейти до вивчення механізмів залучення фінансових ресурсів суб'єктами господарювання, розглянемо основні форми фінансування. Їх здебільшого класифікують за такими критеріями:

- а) залежно від цілей фінансування;
 - б) за джерелами надходження капіталу;
 - в) за правовим статусом капіталодавців щодо підприємства.
- Залежно від цілей фінансування виокремлюють такі його форми:

- фінансування при заснуванні підприємства;
- на розширення діяльності;
- рефінансування;
- санаційне фінансування¹⁰.

Структурно-логічні взаємозв'язки між окремими формами фінансування наведені на рис. 1.5 у формі матриці.

Статус інвестора Джерела фінансування	Позичковий капітал	Власний капітал	Реструктуризація активів
Зовнішнє	Банківські, комерційні позички	Часткове фінансування (внески учасників та засновників)	Дезінвестиції
Внутрішнє	Забезпечення наступних витрат і платежів	Нерозподілений прибуток	Амортизаційні відрахування

Рис. 1.5. Матриця форм фінансування (За: Volkart R. *Unternehmensfinanzierung und Kreditpolitik*. — S. 28)

¹⁰ Boemle M. *Unternehmensfinanzierung*. — S. 31.

За джерелами мобілізації фінансових ресурсів розрізняють зовнішнє та внутрішнє фінансування; за правовим статусом інвесторів — власний капітал і позичковий капітал. Власний капітал може бути сформований за рахунок внесків власників підприємства або шляхом реінвестування прибутку. В іноземних літературних джерелах фінансування за рахунок нерозподіленого прибутку та амортизаційних відрахувань досить часто позначають також як *Cash-flow*-фінансування.

Позичковий капітал, як і власний, може бути мобілізований із зовнішніх та внутрішніх джерел. До зовнішніх джерел формування позичкового капіталу належать:

- кредити банків (довго- і короткострокові);
- кредиторська заборгованість за матеріальні цінності, виконані роботи, послуги;
- заборгованість за розрахунками (з одержаних авансів, з бюджетом, з оплати праці тощо).

До внутрішніх джерел формування позичкового капіталу можна віднести:

- нараховані у звітному періоді майбутні витрати та платежі (у т. ч. так звані стійкі пасиви);
- доходи майбутніх періодів.

Як джерела фінансування можна розглядати фінансові ресурси підприємств, що формуються в результаті реструктуризації активів, під чим розуміють заходи, пов'язані зі зміною складу та структури окремих позицій активів. У рамках реструктуризації активів розглядають також амортизаційні відрахування і кошти, які одержує підприємство в результаті дезінвестицій. Щоправда, дискусійним є питання віднесення дезінвестицій до зовнішніх джерел фінансування. Загальний огляд форм фінансування та їх класифікацію подано на рис. 1.6.

У підприємств можуть бути різні альтернативи залучення капіталу. Звичайно, не можна надати однозначних рекомендацій щодо вибору тієї чи іншої форми фінансування. В одних випадках фінансові ресурси слід формувати через збільшення власного капіталу, в інших — на основі залучення додаткових позичок. Для одних підприємств вигіднішою є можливість використовувати внутрішні джерела фінансування, для інших — зовнішні. Фінансовий менеджер під час прийняття рішень щодо вибору найбільш прийнятної форми фінансування повинен скористатися відповідними критеріями, про що йтиметься у наступному параграфі.

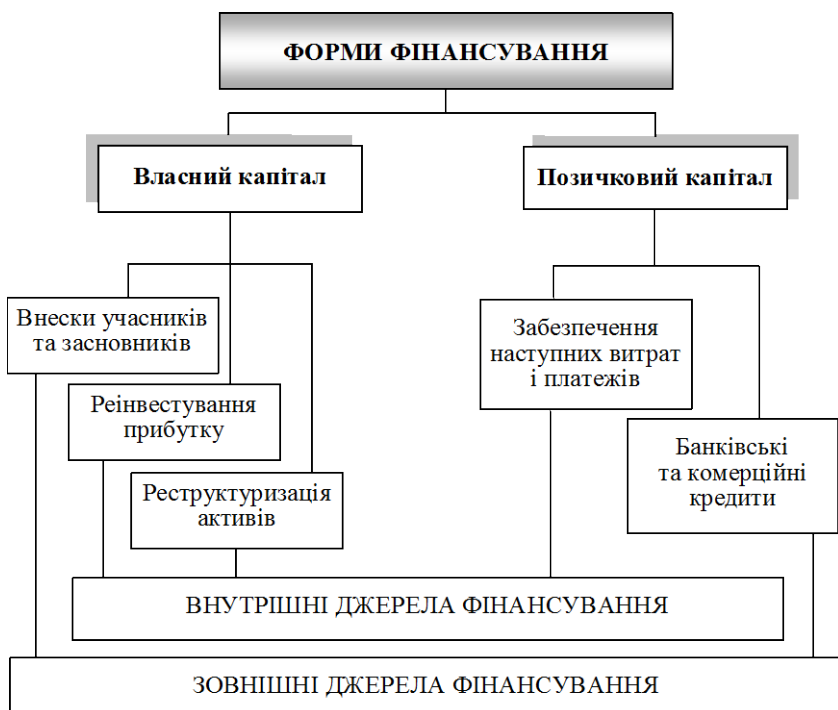


Рис. 1.6. Форми фінансування (За: *Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen. 10. Aufl. — München: Vahlen, 1999. — S. 344*)

1.6. КРИТЕРІЇ ПРИЙНЯТТЯ ФІНАНСОВИХ РІШЕНЬ

Одним з головних завдань фінансового менеджера є **обґрунтування рішень щодо вибору оптимальних для конкретних фінансово-економічних умов форм фінансування підприємства**. У цьому зв'язку фінансисти досить часто постають перед необхідністю прийняття рішень щодо вибору найкращої з існуючих альтернатив:

- емісія облігацій чи акцій?
- залучення банківських позичок чи капіталу власників?
- емісія простих чи привілейованих акцій?
- реінвестування прибутку чи виплата дивідендів?

Для прийняття правильних фінансових рішень слід зважати на критерії, за допомогою яких можна оцінити переваги та недоліки залучення позичкового і власного капіталу, зовнішніх і внутріш-

ніх джерел фінансування тощо. До типових критеріїв можна віднести такі:

◆ **Прибуток/рентабельність.** Слід розрахувати, яким чином та чи інша форма фінансування вплине на результати діяльності підприємства. При цьому необхідно виходити з того, що рентабельність активів підприємства повинна перевищувати вартість залучення капіталу, а також враховувати, що зростання частки заборгованості в структурі капіталу в окремих випадках може привести до підвищення прибутковості підприємства, а в інших — навпаки.

◆ **Ліквідність.** Фінансист повинен розрахувати, яким чином форма фінансування вплине на рівень теперішньої та майбутньої платоспроможності підприємства. Вхідні та вихідні грошові потоки слід координувати таким чином, щоб у будь-який час підприємство було спроможним виконати свої поточні платіжні зобов'язання. Цього можна досягти дотриманням фінансової рівноваги в довгостроковому періоді. *Фінансова рівновага передбачає, що грошові надходження підприємства задовольняють або перевищують потребу в капіталі для виконання поточних платіжних зобов'язань.* Доцільним при цьому вважається розрахунок показника дюрації (*Duration*), який характеризує середньозважений строк непогашеної заборгованості за основною сумою боргу та процентами. Слід враховувати також можливість пролонгації повернення фінансових ресурсів, санкції за порушення умов залучення коштів тощо. У разі, якщо фінансовим менеджментом підприємства неправильно розраховані строки залучення та використання капіталу або якщо вони порушені через погіршення умов діяльності підприємства (зменшення обсягів реалізації, неврахування інфляції при формуванні відпускних цін, високий рівень невиправданої дебіторської заборгованості, непередбачені штрафи за порушення податкового законодавства тощо), то фінансова рівновага порушується і підприємство не в змозі виконати свої платіжні зобов'язання. Якщо неплатоспроможність є стійкою, то це стає підставою для порушення справи про банкрутство підприємства.

◆ **Структура капіталу (незалежність).** Вдаючись до тієї чи іншої форми фінансування, слід прогнозувати, яким чином вона вплине на рівень автономності і самостійності підприємства у разі використання коштів, збереження інформаційної незалежності та контролю над підприємством у цілому. Окрім цього, необхідно виявляти можливі ризики, зокрема ризик структури капіталу.

◆ **Накладні витрати, пов'язані із залученням коштів.** Наприклад, емісійні витрати, витрати на обов'язкові аудиторські перевірки, витрати на обов'язкову публікацію звітності в засобах масової інформації тощо.

◆ **Мінімізація оподаткування.** Доцільно вибирати ту форму фінансування, яка дасть найбільший ефект з погляду зменшення податкових платежів. Звичайно, податковий фактор слід розглядати в контексті його впливу на вартість залучення капіталу в цілому. Наприклад, при мобілізації коштів шляхом збільшення статутного капіталу слід враховувати, що пов'язані з цим накладні витрати зменшують об'єкт оподаткування, однак дивіденди, які є платою за використання власного капіталу, сплачуються за рахунок чистого прибутку після оподаткування. Натомість проценти за користування позичками відносяться на валові витрати. Разом з тим, податкові переваги, які можуть проявлятися при залученні позичкового капіталу, слід зіставляти із фінансовими ризиками, які при цьому виникають. Використовуючи як джерела фінансування нерозподілений прибуток, підприємство практично уникає затрат на мобілізацію коштів, однак на реінвестування може спрямовуватися лише прибуток, який залишається в розпорядженні підприємства після оподаткування. Тут слід також враховувати рівень оподаткування розподіленого та нерозподіленого прибутку, ставки оподаткування доходів фізичних осіб.

◆ **Об'єктивні обмеження:** відсутність кредитного забезпечення, необхідного для залучення позичок, низький рівень кредитоспроможності, законодавчі обмеження щодо використання тієї чи іншої форми фінансування, договірні обмеження тощо.

◆ **Особливості законодавства про банкрутство:** черговість задоволення претензій кредиторів; переважання механізмів санації неспроможного боржника чи захисту інтересів кредиторів тощо.

◆ **Максимізація доходів власників (дивідендна політика),** так звана концепція *Shareholder—Value*. Згідно з цим критерієм усі рішення менеджменту підприємства, в т. ч. рішення у сфері фінансування, повинні спрямовуватися на досягнення головної мети діяльності суб'єкта господарювання — максимізації доходів власників.

На практиці кваліфіковані фінансові менеджери розробляють власну систему критеріїв, прийняття фінансових рішень, яка, окрім згаданих критеріїв, може бути доповнена іншими чи дещо спрощена. Для прикладу в табл. 1.2 наведено загальний огляд порівняльних характеристик фінансування підприємства за рахунок власного капіталу і позичок.

Таблиця 1.2

**ПОРІВНЯЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВА
ЗА РАХУНОК ВЛАСНОГО І ПОЗИЧКОВОГО КАПІТАЛУ**

Критерії	Власний капітал	Позичковий капітал
1. Рівень відповідальності капіталодавців	Щонайменше у повному обсязі	Відсутня; статус кредитора
2. Участь в управлінні підприємством	Як правило, дає право	Як правило, участь в управлінні підприємством виключена
3. Участь у прибутках	Дає право участі у розподілі прибутків	Обумовлені договором про центи; участь у розподілі прибутків виключена
4. Строк використання	Необмежений	Обмеження згідно з договором
5. Кредитне забезпечення	Як правило, непотрібне	Як правило, необхідне
6. Податковий тягар	Плата за користування здійснюється за рахунок прибутку, що залишився після сплати всіх податків	Проценти за користування позиками відносяться на валові витрати, тобто зменшують податковий тягар
7. Порядок повернення у разі банкрутства	В останню чергу	Першочергово, залежно від типу кредитора

Як доповнення до наведених критеріїв зазначимо, що з позиції підприємства — об'єкта інвестування власний капітал є менш ризиковим порівняно з позичковим. Для капіталодавців, навпаки, перебувати в статусі кредитора підприємства є менш ризиковим, ніж як власник, що зумовлено особливостями законодавства про банкрутство та деякими іншими чинниками.

Щоб зрозуміти, які фактори впливають на вибір тієї чи іншої форми фінансування, за допомогою статистичного аналізу дослідимо основні тенденції у фінансуванні підприємств деяких промислово розвинутих країн. У Німеччині, наприклад, спостерігається чітка тенденція до збільшення власних джерел фінансування зі збільшенням обсягів діяльності підприємства. У Франції ж немає чітко вираженої залежності показника фінансової незалежності від обсягів діяльності. Це можна пояснити відмінностями у галузевій структурі економік цих країн: у Франції пере-

важають підприємства з нижчим рівнем оборотності капіталу, ніж у ФРН. У цілому середнє значення показника фінансової незалежності німецьких підприємств становить близько 18 %, а французьких — 32 %. Вища капіталізація французьких підприємств порівняно з німецькими досягнута в основному за рахунок тезаврації прибутку, тобто спрямування його на реінвестування та формування резервів. Така ситуація зумовлена насамперед особливостями державної економічної політики Франції на зламі 90-х років минулого сторіччя, яка була спрямована на стимулювання внутрішніх інвестицій. Згідно з цим частина прибутку, що спрямовувалася на виплату дивідендів, оподатковувалася за вищою ставкою, ніж тезаврований прибуток (аналогічно тому, як це робиться в США та Швейцарії). Так, у період з 1989-го до 1991 рр. ставка оподаткування нерозподіленого прибутку була на 3—8 % нижчою, ніж розподіленого. З 1992 р. були запроваджені однакові ставки оподаткування. Тезаврації сприяє також суттєва різниця між максимальною ставкою прибуткового оподаткування фізичних осіб і нерозподіленого прибутку підприємств. На відміну від цього в Німеччині ставка оподаткування тезаврованого прибутку на 14—20 процентних пунктів вища, ніж того, який виплачений у вигляді дивідендів¹¹. Цим значною мірою і можна пояснити відносно низький рівень капіталізації німецьких підприємств. При нагоді зауважимо, що українське податкове законодавство не містить дійових стимулів до тезаврації: у будь-якому випадку на користь держави слід сплачувати однаковий розмір податку на прибуток (чи то розподілений, чи реінвестований).

У структурі джерел фінансування французьких підприємств значна частка належить власному капіталу, що пояснюється особливостями французького законодавства про банкрутство, в якому домінують механізми санації неспроможного боржника, а не захисту кредиторів. Положення кредиторів ускладнюється також тим, що виручка від реалізації предмета кредитного забезпечення може бути спрямована на погашення витрат, пов'язаних із провадженням справи про банкрутство та інших першочергових витрат. Саме цим пояснюється більша вимогливість французьких банків до позичальників порівняно з німецькими. Наслідком цього є менші обсяги банківського кредитування французьких підприємств, рівень заборгованості яких за банківськими кредитами у 2 рази нижча, ніж на підприємствах ФРН.

¹¹ Zur Unternehmensfinanzierung in Deutschland und Frankreich: Eine vergleichende Analyse // Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Oktober 1999. — S. 33.

Низьким рівнем кредитоспроможності суб'єктів господарювання, високими процентними ставками за кредитами, складністю та недосконалістю механізму реалізації положень законодавства про банкрутство можна також пояснити низький рівень кредитування українських підприємств. У той час, як заборгованість німецьких підприємств перед банківськими установами в середньому за останні роки становить близько 20 % валюти балансу, французьких — 10 %, то українських — менше 2 %. Так, на кінець 2000 р. залишки за короткостроковими банківськими кредитами досягли 15 700 млн грн, а за довгостроковими — 3421, що дорівнювало відповідно близько 2,0 та 0,44 % валюти балансу всіх підприємств.

У той час як короткострокову потребу у фінансових ресурсах німецькі підприємства покривають переважно за рахунок контокорентних кредитів, французькі, і ще більшою мірою українські, підприємства недоступність контокорентного банківського кредитування заповнюють надмірним використанням кредиторської заборгованості за товари (роботи, послуги) та поточними зобов'язаннями з одержаних авансів. Так, на початок 2001 р. кредиторська заборгованість вітчизняних підприємств становила майже 40 % валюти балансу, в той час як у Франції цей показник дорівнює близько 23, а в Німеччині — близько 13 %. Причому на західних підприємствах спостерігається тенденція до зменшення рівня кредиторської заборгованості зі збільшенням розмірів діяльності підприємства. Зокрема, на німецьких підприємствах з кількістю працюючих понад 2000 осіб питома вага цього джерела фінансування становить лише 6 % (у Франції трохи більше — 13 %). На малих же підприємствах з кількістю працівників до 20 осіб це джерело використовується інтенсивніше (в Німеччині — 16 %, у Франції — 26 % усього капіталу). Це пов'язано передусім з рівнем кредитоспроможності підприємств малого і середнього бізнесу.

Низький рівень кредиторської заборгованості німецьких підприємств можна також пояснити широким використанням постачальниками системи знижок (сконто) за дострокове виконання грошових зобов'язань за поставлені товари (роботи, послуги). Фінансовим службам вітчизняних підприємств на цей інструмент стимулювання зниження рівня дебіторської та кредиторської заборгованості слід звернути особливу увагу.

Характерною особливістю фінансування підприємств в економічно розвинутих країнах є те, що в останні десятиріччя спостерігається тенденція до зменшення залучення коштів на основі

відкритої емісії акцій. Збільшення статутного капіталу шляхом розміщення акцій є «останнім» фінансовим джерелом, до якого вдається менеджмент підприємства¹². Оскільки додаткова емісія веде, як правило, до зниження біржового курсу акцій, випуск нових акцій здійснюється здебільшого у разі необґрунтовано завищеного їх курсу.

1.7. ТЕОРЕТИЧНІ ДЖЕРЕЛА ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

Теоретичні розробки представників сучасної науки про фінанси підприємств присвячені обґрунтуванню найефективніших шляхів вирішення проблем, з якими стикаються суб'єкти господарювання при здійсненні ними фінансової та інвестиційної діяльності. Про непересічне значення наукового доробку провідних учених-фінансистів свідчить уже те, що багатьом з них присвоєна Нобелівська премія з економіки. За видатний внесок у розвиток теорії фінансів підприємств цю премію отримали *Дж. Тобін, Ф. Модільяні, Г. Марковіц, В. Шарп, М. Міллер* та ін. Зрозуміло, що без належного теоретико-методологічного забезпечення неможливе успішне функціонування ринків капіталів, фінансових посередників, окремих підприємств, а також прийняття досконалих законодавчих норм, які регулюють фінансову діяльність суб'єктів господарювання.

Предметом дослідження теорії фінансування є визначення та обґрунтування критеріїв, на основі яких можна оптимізувати рішення у сфері інвестування та фінансування, тобто йдеться про *вироблення наукового підходу при прийнятті рішень щодо формування окремих позицій активів і пасивів підприємств*. Пропоновані рецепти з організації управління фінансами значною мірою визначаються належністю їх авторів до того чи іншого напрямку фінансової науки. Залежно від характеру теоретичних і практичних висновків, а також методів і принципів дослідження виокремлюють три основні теоретичні підходи до визначення критеріїв прийняття фінансових рішень:

- класичний;
- неокласичний;
- неоінституційний.

¹² *Volkart R. Unternehmensfinanzierung und Kreditpolitik. — Zürich: Versus, 2000. — S. 19.*

Структурно-логічна схема побудови окремих елементів теорії фінансів підприємств наведена на рис. 1.7¹³.

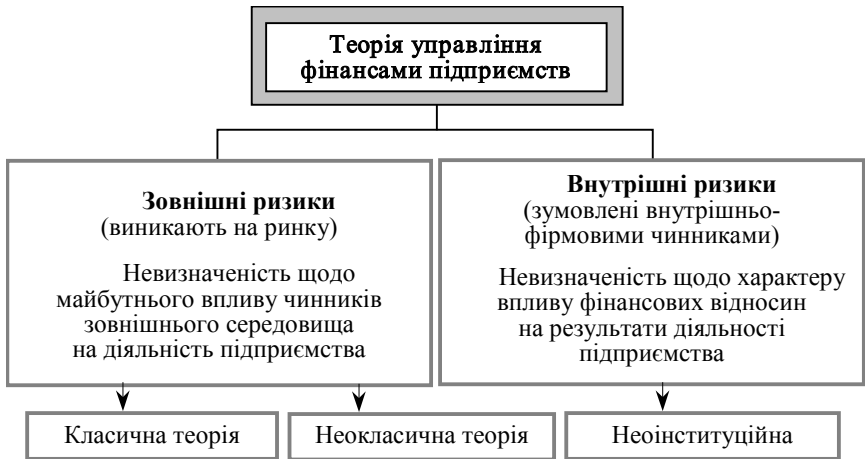


Рис. 1.7. Елементи теорії управління фінансами підприємств

1.7.1. Класична теорія фінансування

У центрі уваги досліджень представників класичної теорії фінансів стоїть питання оцінки ефективності різних форм фінансування з погляду капіталодавців (власників і кредиторів підприємства), а також фінансові аспекти заснування, ліквідації та реструктуризації підприємств¹⁴. Згідно з класичним підходом процес формування фінансових ресурсів підприємства слід розглядати як «допоміжну функцію другого порядку», яка повинна забезпечити підприємство необхідним капіталом для здійснення інвестицій з метою підвищення ефективності виробничої діяльності¹⁵. Отже, інвестиційні рішення та пропозиції щодо фінансування можуть розглядатися ізольовано. В рамках класичної теорії виокремлюють дві основні концепції:

- теорія інвестування;
- теорія фінансування.

¹³ За Eilenberg G. Betriebliche Finanzwirtschaft: Einfuehrung in Investition und Finanzierung. Finanzpolitik und Finanzmanagement von Unternehmungen. 6. Aufl. — München, Wien: Oldenburg, 1997. — S. 323.

¹⁴ Див.: Süchting J. Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung. 6. Aufl. — Wiesbaden: Gabler, 1995. — S. 1.

¹⁵ Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen. 10. Aufl. — München: Vahlen, 1999. — S. 17.

У теорії інвестування досліджується широкий спектр питань, пов'язаних зі здійсненням інвестором капіталовкладень, у т. ч. питання фінансового аналізу, оцінки інвестиційної привабливості об'єктів вкладень, планування фінансових інвестицій тощо. *Теорія фінансування* вивчає питання оптимізації процесу залучення фінансових ресурсів з погляду капіталоодержувача, за заданих напрямків інвестування та обсягів потреби в капіталі.

Для класичної теорії характерним є використання описового (описового) підходу до вивчення економічних процесів, в основі якого лежить метод описового аналізу. Цей метод ґрунтується на даних описової статистики, яка описує певну сукупність даних за допомогою побудови таблиць, графіків, у т. ч. шляхом знаходження середнього значення досліджуваних показників і дисперсії. Під час прийняття рішень у сфері інвестування чи фінансування класики рекомендують використовувати зазначений метод для тестування наявних альтернатив на предмет відповідності визначеним критеріям. Наприклад, за вибору зовнішніх джерел фінансування доцільно використовувати систему критеріїв, за допомогою яких можна оцінити переваги та недоліки залучення позичкового і власного капіталу в кожному конкретному випадку. До типових критеріїв за класичною теорією належать:

- походження та строки повернення капіталу;
- вартість залучення капіталу, в т. ч. накладні витрати;
- законодавчі (нормативні) обмеження;
- можливості контролю та участі в прийнятті рішень для капіталодавця;
- ризиковість об'єктів інвестування (рівень кредитоспроможності, інвестиційна привабливість, наявність кредитного забезпечення тощо);
- податкові та фінансові зобов'язання.

Вважається, що структура капіталу впливає як на вартість підприємства, так і на ціну залучення фінансових ресурсів. Причому фінансовий менеджмент шляхом оптимізації співвідношення між власним і позичковим капіталом може впливати на середньозважену вартість капіталу.

У контексті антикризового фінансового управління класична теорія вивчає механізм та правові наслідки використання нестандартних схем фінансування: двоступінчаста санація, реструктуризація, злиття, зменшення капіталу, ліквідація. Непересічного значення при цьому набуває також питання правильного формування критеріїв вибору наявних альтернатив.

З традиційного погляду як головні індикатори кредитоспроможності розглядаються коефіцієнт заборгованості і показник фінансування необоротних активів за рахунок власного капіталу та довгострокового позичкового капіталу. Йдеться про дотримання вимог золотого правила балансу, золотого правила фінансування та правила вертикальної структури. Емпіричні дослідження класичної теорії значною мірою спрямовані на розробку моделей прогнозування майбутнього фінансового стану підприємства, зокрема прогнозування банкрутства. Тут значення має розроблений класиками емпірично-індуктивний метод побудови системи показників, який ґрунтується на математично-статистичному тестуванні та групуванні підприємств. Одним з різновидів методу є одно- і багатофакторний дискримінантний аналіз.

Прогнозування банкрутства значною мірою зводиться до прогнозування майбутньої платоспроможності, що безпосередньо пов'язано з плануванням руху грошових потоків. Отже, ми підійшли до ще одного важливого напрямку дослідження класичної теорії — фінансового планування. Цікавим є те, що поштовхом до широкого впровадження бюджетування на американських підприємствах стала перша світова економічна криза початку ХХ століття. Бюджетування було синтезовано з бюджетним контролем, що розглядалося як дійовий спосіб раціоналізації та зниження затрат. Криза, яка проявилася після Другої світової війни, спричинила також бум із запровадженням бюджетування на підприємствах Західної Європи. Сьогодні ж можна спостерігати значну заінтересованість до бюджетування у вітчизняних науковців і практиків.

1.7.2. Теорема іррелевантності

Класичні ідеї набули подальшого розвитку у працях **неокласиків**. Зберігаючи класичний науковий підхід, який базується на зовнішньому аналізі та гіпотезі ринкової рівноваги, неокласики свої висновки значною мірою формують на суб'єктивних твердженнях. **Неокласична теорія управління фінансами підприємств досліджує процеси, що відбуваються на ринку капіталів, і побудована на гіпотезі досконалого ринку, який існує за виконання таких основних умов:**

- нейтральний вплив оподаткування та інших обмежувальних чинників, зумовлених державним регулюванням економіки;

- на товарному ринку та ринку капіталів переважає досконала конкуренція;
- однаковий доступ усіх учасників ринку до інформації про економічні процеси, які відбуваються на ринку;
- діяльність усіх учасників ринку є раціональною і спрямована на максимізацію власної вигоди.

На думку неокласиків, вартість фінансових інструментів визначається двома основними параметрами: ризиковістю та рентабельністю. Взаємозв'язки між цими параметрами оцінюються безпосередньо на ринку капіталів. Представники неокласичного напрямку фінансової науки відстоюють автономність прийняття рішень щодо фінансування та інвестування. Вони абстрагуються від реального існування таких інституцій, як банківські установи, страхові організації, інші фінансові посередники, а також від інституту банкрутства.

Неокласики не вбачають істотної різниці між використанням різних форм фінансування і не пояснюють природу впливу правової форми організації бізнесу на фінансову діяльність суб'єктів господарювання. Серед численних концепцій неокласичного напрямку виокремимо основні:

- теорема іррелевантності;
- теорія вибору портфеля інвестицій;
- модель оцінювання дохідності активів (CAPM);
- теорія арбітражного ціноутворення.

Як вихідний пункт сучасної неокласичної теорії фінансів підприємств можна розглядати дискусії кінця 50-х років навколо такої проблеми, як **оптимізація структури капіталу** підприємства. В основі цих дискусій — питання впливу рівня заборгованості на вартість залучення фінансових ресурсів (капіталу). На противагу твердженням класичної теорії (згідно з якою оптимальний рівень заборгованості існує, його можна розрахувати і він впливає на ціну залучення фінансових ресурсів) представники неокласичної теорії висунули радикальну гіпотезу «іррелевантності фінансування». Йдеться про обґрунтовану в 1958 р. лауреатами Нобелівської премії з економіки, американськими економістами *Ф. Модільяні* та *М. Міллером* теорему, яка характеризує причинно-наслідкові зв'язки між ринковою вартістю підприємства (його корпоративними правами), структурою та вартістю капіталу. В основу теореми Міллера та Модільяні покладено три тези¹⁶:

¹⁶ Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen. — S. 486—489.

1. Ринкова вартість підприємства за заданого рівня ризику не залежить від структури його капіталу (джерел фінансування), а визначається лише капіталізованою вартістю його потенційних (очікуваних) доходів. З цього випливає, що за інших рівних умов середньозважена вартість капіталу підприємства також не залежить від структури капіталу, тобто від рівня заборгованості. Оптимальної ж структури капіталу не існує взагалі.

2. Вартість залучення власного капіталу є лінійно-зростаючою функцією до рівня заборгованості підприємства. Звідси рентабельність власного капіталу, якої вимагатимуть інвестори, буде дорівнювати ринковій ставці дохідності за корпоративними правами підприємств, які повністю фінансуються за рахунок власного капіталу та належать до аналогічного класу операційного ризику і премії за ризик структури капіталу (фінансовий ризик). Ця премія визначається рівнем заборгованості та різницею між рентабельністю активів і процентною ставкою за позичками.

3. Рішення щодо фінансування (джерел покриття потреби в капіталі) та інвестицій на підприємстві можуть прийматися автономно (бути сепаратними). Це зумовлено тим, що ринкова процентна ставка, яка порівнюється з прибутковістю вкладень у дане підприємство і є критерієм прийняття рішень щодо його фінансування, залежить виключно від комерційного ризику (ризик операційної діяльності) і відповідає нормі прибутковості за вкладаннями з класом ризику, до якого належить підприємство. На основі тези про сепаратність прийняття рішень в умовах невизначеності Ф. Модільяні та М. Міллер висунули тезу щодо «іррелевантності дивідендної політики».

Першу тезу автори обґрунтовують тим, що інвестори можуть оптимізувати свої доходи і ризики шляхом диверсифікації вкладень у корпоративні права та боргові цінні папери одного й того ж об'єкта інвестування¹⁷. За їх твердженням, *оптимізація портфеля цінних паперів інвесторів має такі самі наслідки, як і оптимізація структури капіталу підприємства, що здійснюється його фінансовим менеджментом.* Тому інвестори будуть іррелевантні до структури капіталу підприємства при прийнятті рішень щодо його фінансування. Показник структури враховуватиметься лише при визначенні типу цінних паперів, в які будуть вкладатися кошти, — корпоративні права чи боргові.

¹⁷ Див.: *Modigliani F., Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment // American Economic Review. — 1958. — № 48. — P. 261—297.*

Обґрунтовуючи другу і третю тези, Міллер та Модільяні виходять з припущення, що *рівень заборгованості не впливає на вартість залучення позичкового капіталу, тобто за будь-якого коефіцієнта заборгованості ставка процента за кредитом буде незмінною*. Однак на практиці досконалого ринку не існує. Визначальними для кредиторів є не стільки прогностичні показники прибутковості підприємства, скільки потенційна платоспроможність, яка значною мірою залежить від показників структури капіталу. Критики теореми іррелевантності вважають, що у разі перевищення заборгованістю підприємства певного критичного значення вартість позичкового капіталу, який залучається даним підприємством, зростає набагато швидше, ніж вартість власного капіталу, тобто **існує непропорційна залежність між структурою капіталу та його вартістю** (а не лінійна, як випливає зі згаданої теореми). Отже, середньозважена вартість капіталу залежить від структури капіталу.

1.7.3. Теорія оптимізації портфеля інвестицій

Одним з базових елементів сучасної теорії ринку капіталу є **концепція оптимізації портфеля інвестицій**. Автором її є американський економіст, лауреат Нобелівської премії з економіки *Г. Марковіц*. У 1952 р. він уперше обґрунтовано довів, що *вкладення заданого обсягу інвестиційного капіталу в один об'єкт інвестицій є ризикованішим, ніж інвестування цієї ж суми в різні об'єкти (диверсифікація)*. Завдяки диверсифікації можна зменшити сукупний ризик портфеля інвестицій підприємства. Автор зробив спробу аргументувати правило формування портфеля інвестицій, тобто дати відповідь на питання щодо кількості і виду цінних паперів (об'єктів інвестицій), які повинні бути відібрані в інвестиційний портфель з погляду оптимізації співвідношення «ризик—прибутковість» за заданого обсягу інвестиційних ресурсів¹⁸. Далі висновки Марковіца щодо оптимізації портфеля цінних паперів були застосовані з метою формування портфеля реальних інвестицій підприємства.

За Марковіцем, портфель інвестицій вважатиметься оптимальним, якщо, з одного боку, за однакового рівня прибутковості не існуватиме будь яких-інших інвестиційних можливостей з меншим рівнем ризику; з іншого — не існуватиме інших, прибутковіших інвестиційних портфельів, які характеризуються таким

¹⁸ *Markowitz H. M. Portfolio Selection // Journal of Finance. — 1952. — № 7. — P. 77—92.*

самим рівнем ризику. При цьому йдеться про так звані несистематичні ризики.

Несистематичні ризики — це специфічні ризики, властиві конкретним активам, наприклад ризик отримання збитків від операційної діяльності, а отже, ризик падіння прибутковості фінансового активу тощо. Зазначені ризики можуть бути мінімізовані на основі широкої диверсифікації інвестиційного портфеля.

Логіку концепції можна простежити, дослідивши модель формування інвестиційного портфеля за рахунок двох фінансових активів (A та B), після чого одержані висновки можна спроектувати на інвестиційний портфель з великою кількістю цінних паперів. Згідно з припущенням, очікувана прибутковість портфеля інвестицій (r_p) може розраховуватися за формулою середньої арифметичної зваженої; вагами (a_i) при цьому виступають частки окремих фінансових активів у структурі інвестиційного портфеля:

$$r_p = \sum_{i=1}^n a_i r_i, \quad (1.1)$$

де n — число цінних паперів, які складають інвестиційний портфель; r_i — прибутковість i -го фінансового активу, питома вага якого в структурі портфеля становить a_i .

Рівень ризику портфеля інвестицій залежить від питомої ваги окремих цінних паперів, які до нього входять, та коефіцієнта кореляції між їх прибутковістю. В моделі з двома активами величина ризику (який вимірюється показником квадратичного (стандартного) відхилення) описується такою формулою:

$$\sigma_p = \sqrt{a^2 \sigma_A^2 + (1-a)^2 \sigma_B^2 + 2K(r_A; r_B) a(1-a) \sigma_A \sigma_B}, \quad (1.2)$$

де a — питома вага інвестицій A в інвестиційному портфелі; σ_p — рівень ризику портфеля інвестицій; σ_A — рівень ризику (показник квадратичного відхилення) інвестицій A ; σ_B — рівень ризику (показник квадратичного відхилення) інвестицій B ; $K(r_A; r_B)$ — коефіцієнт кореляції, щільність зв'язку між рентабельністю активів A та B .

Ризиковість портфеля інвестицій, як правило, не дорівнює сумі ризиків окремих об'єктів, які складають інвестиційний портфель, чи середньому показнику їх ризиковості. Це можна спостерігати лише в тому разі, якщо прибутковість окремих об'єктів інвестицій повністю корелює між собою (перебуває у прямій фу-

нкціональній залежності), тобто коефіцієнт кореляції складає $+1$. Формулу 1.2, за умови, що $K(r_A; r_B) = +1$, можна подати у такому вигляді:

$$\sigma_p = a\sigma_A + (1 - a)\sigma_B. \quad (1.3)$$

За максимальної кореляції зменшити ризиковість інвестиційного портфеля через використання ефекту диверсифікації неможливо: інвестор може обирати будь-яку комбінацію цінних паперів. Можливі комбінації портфелів інвестицій, які складаються з A та B , лежать на прямій AB (рис. 1.8).

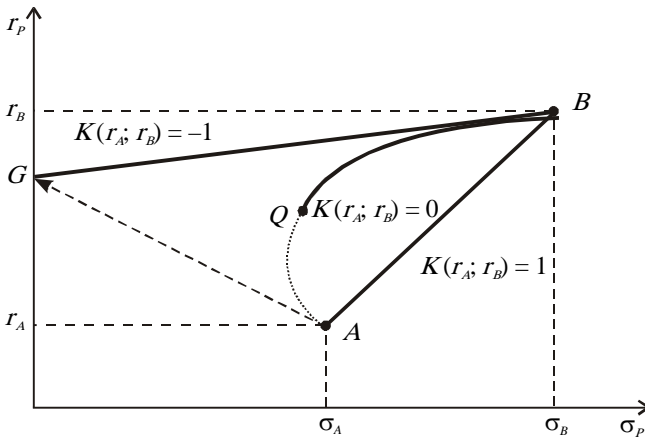


Рис. 1.8. Залежність ризику портфеля інвестицій від коефіцієнта кореляції

Вважається, що в міру того, як позитивний кореляційний зв'язок між рентабельністю окремих активів зменшується, рівень ризику інвестиційного портфеля набуває меншого значення, ніж середня величина ризику окремих цінних паперів, за рахунок яких сформовано портфель.

У разі, якщо кореляційний зв'язок повністю зворотний (зворотна функціональна залежність) і коефіцієнт кореляції $K(r_A; r_B) = -1$, рівень ризику інвестиційного портфеля рекомендується визначати як:

$$\sigma_p = a\sigma_A - (1 - a)\sigma_B. \quad (1.4)$$

За повністю зворотного кореляційного зв'язку можна сформулювати портфель інвестицій з нульовим рівнем ризику та позитив-

ною рентабельністю. При цьому висока прибутковість одних активів компенсується низьким рівнем інших, і навпаки.

Приклад 1.1

Знайдемо співвідношення, з яким слід сформувати портфель інвестицій з двох видів цінних паперів A та B , за якого ризик портфеля інвестицій дорівнюватиме нулю. Коефіцієнт кореляції між їх рентабельністю дорівнює -1 . Квадратичне відхилення за вказаними інвестиціями дорівнює, відповідно: $\sigma_A = 8$; $\sigma_B = 2$.

Підставивши відповідні значення у формулу 1.4, одержимо шукану питому вагу окремих інвестицій: $0 = a8 - (1 - a)2$; звідси $a = 0,2$. Таким чином, питома вага цінних паперів A у структурі інвестиційного портфеля повинна дорівнювати $0,2$, відповідно B — $0,8$. Очікувана рентабельність такого інвестиційного портфеля становитиме: $r_p = 0,2r_A + 0,8r_B$.

Можливі комбінації портфельів цінних паперів за умови, що коефіцієнт кореляції становить -1 , на рис. 1.8 лежать на прямій GB .

У разі, якщо коефіцієнт кореляції дорівнює нулю, тобто кореляційний зв'язок повністю відсутній, можна знайти комбінації цінних паперів, за яких рентабельність інвестиційного портфеля зростатиме за спадного рівня ризику. Якщо ж коефіцієнт кореляції знаходиться між 0 та 1 , інвестору рекомендується обирати комбінацію цінних паперів, яка міститься на кривій QB (рис. 1.8).

Проблематика використання моделі Марковіца в практичній фінансовій діяльності підприємств для підбирання оптимального портфеля інвестицій зумовлена такими чинниками:

- модель не враховує фактору часу, зокрема вона дає відповідь на питання щодо кількості та виду цінних паперів, за рахунок яких слід формувати інвестиційний портфель, однак ігнорує питання найбільш оптимального часу придбання та продажу активів;
- складність збору інформації та статистичних розрахунків, на яких ґрунтуються інвестиційні рішення;
- неврахування методології фундаментального і технічного аналізу акцій.

Головний висновок для фінансистів-практиків, який впливає з концепції Марковіца, полягає в тому, що *в рамках стратегії мінімізації інвестиційних ризиків слід підбирати такий портфель інвестицій, в якому пріоритет віддається не сті-*

льки цінним паперам, рівень ризику кожного з яких є мінімальним, скільки комбінації активів з мінімальним кореляційним зв'язком між рівнями їх рентабельності. Така стратегія є прагматичнішою, ніж вибір найбільш прибуткових чи найменш ризикових фінансових активів. Причому за заданого рівня прибутковості ризик буде тим меншим, чим диверсифікованішим є інвестиційний портфель.

1.7.4. Модель оцінки дохідності капітальних активів (CAPM)

Однією з центральних теоретичних проблем у сфері фінансової діяльності підприємств є питання ціноутворення на фінансових ринках. Вирішенню цієї проблеми присвячена модель оцінки дохідності капітальних активів (*Capital Asset Pricing Model* = *CAPM*), яка переважно ґрунтується на висновках теорії оптимізації портфеля інвестицій та М-М-теорії. Авторами моделі є американські економісти *В. Шарп, Дж. Лінтнер, Дж. Моссін*. Вона побудована на тезі про те, що ціна окремих капітальних активів залежить від очікуваної рентабельності та ризику. *Модель CAPM характеризує процес формування ринкової ціни окремих цінних паперів (інших об'єктів реальних і фінансових інвестицій) за умов досконалого ринку капіталів та з урахуванням систематичного ризику, який не підлягає диверсифікації.*

Систематичні ризики досить часто позначаються також як ринкові. Вони характеризують ризик можливих для інвесторів втрат внаслідок кон'юнктурних коливань, зміни процентних ставок, прийняття різного роду політичних рішень, інфляції тощо. Враховуючи природу цих ризиків, вважають, що їх неможливо зменшити на основі диверсифікації вкладень.

Для дослідження процесу ціноутворення на ринку інвестицій необхідною є ідентифікація поняття «**ринковий портфель інвестицій**». Цей портфель включає всі наявні на ринку капітальні активи (інвестиційні можливості), є максимально диверсифікованим і характеризується ринковою нормою прибутковості та середнім по ринку рівнем ризику.

Систематичний ризик у *CAPM*, як правило, позначається через **β -коефіцієнт**. Він характеризує залежність між середньою дохідністю ринкового портфеля та ціною окремого ринкового інструменту, який входить до його складу. Вказаний коефіцієнт може бути розрахований стосовно окремих акцій, інших об'єктів

інвестування чи портфелів інвестицій. Для обчислення β -коефіцієнта слід обробити статистичні дані, які характеризують варіацію (коливання) рентабельності обраного об'єкта інвестицій за кілька попередніх періодів, безризикову процентну ставку і середню дохідність ринкового портфеля. З цією метою слід розрахувати такі показники:

- середнє квадратичне (стандартне) відхилення (σ_A) значень рентабельності аналізованого активу (R_A) в окремі періоди від середньої рентабельності активу за досліджуваний період (R_A);
- коефіцієнта кореляції $K(R_A; R_M)$, щільності зв'язку між нормою дохідності досліджуваного активу (R_A) та середньою нормою дохідності по ринку в цілому (R_M);
- середньоквадратичне (стандартне) відхилення (σ_M) рентабельності інвестицій (R_M) по ринку в цілому¹⁹.

За наявності заданих показників, β -коефіцієнт (систематичний ризик інвестицій в актив A) рекомендується розраховувати за таким алгоритмом:

$$\beta_A = \frac{\sigma_A \cdot K(R_A; R_M)}{\sigma_M}. \quad (1.5)$$

Значення β -коефіцієнта слід інтерпретувати таким чином:

- якщо $\beta = 1$, то ризик інвестицій в аналізований актив знаходиться на рівні ринкового, а отже, і премія за ризик буде наближеною до середньоринкової ставки дохідності;
- якщо $\beta > 1$, то вкладення в актив вважатимуться такими, яким властивий вищий, ніж середньоринковий рівень ризиковості, а отже, інвестори вимагатимуть більшу, ніж середньоринкову норму дохідності;
- якщо $\beta < 1$, то це свідчить про нижчий за середньоринковий ризик інвестицій в аналізований актив, як наслідок — премія за ризик, на яку сподіватиметься інвестор буде меншою, ніж середньоринкова;
- якщо $\beta = 0$, то це означає, що ризик вкладень в актив становить 0; ідеться про безризикові інвестиції.

Для прикладу наведемо дані про значення β -коефіцієнта для деяких відомих у світі компаній. У 80-х роках показник «Бета» для корпорації *Chrysler* становив близько 1,28; *Ford* — 1,25; *Coca-Cola* — 0,62; *Walt Disney* — 0,9. Наприкінці 90-х років β -

¹⁹ Методика розрахунку середньоквадратичного відхилення та коефіцієнта кореляції показників розглядається у відповідних підручниках зі статистики та теорії ймовірностей.

фактор у *Nestle* дорівнював 1,03; *ABB* — 0,75; *Zschokke* — 1,21²⁰.

Модель оцінки дохідності капітальних активів будується, як правило, в графічному вигляді, де першим кроком є побудова так званої **лінії ринку капіталів** (*capital market line*). Ця лінія в системі координат R — σ описує залежність очікуваної норми прибутковості максимально диверсифікованого ринкового портфеля цінних паперів від рівня його ризиковості. Кінцевим етапом побудови САРМ є виведення на основі лінії ринку капіталів, **прямої ринку цінних паперів** (*security market line, SML*)²¹, яка показує залежність між очікуваною нормою прибутковості вкладень в окремі види активів, що є складовою ринкового портфеля інвестицій, від рівня їх ризиковості.

Лінія ринку капіталів. Згідно з припущеннями всі учасники ринку прагнуть сформувати найоптимальніший портфель інвестицій з погляду ризиковості та прибутковості. На графіку (рис. 1.9) з допомогою кривої *AB* представлені різні комбінації портфельів інвестицій (наприклад, акцій). З метою найповнішої диверсифікації вкладень раціональні інвестори формують свої інвестиційні портфелі за рахунок усіх наявних на ринку фінансових інструментів. Кожна точка на кривій *AB* характеризує іншу комбінацію капітальних активів. Структура вкладень у ризикові активи, які представлені в ринковому портфелі, є для всіх інвесторів однаковою: кожен інвестор володіє певною їх частиною. Окремі ринкові портфелі різняться між собою лише співвідношенням між ризиковими та безризиковими інструментами, які є в їх складі. Це співвідношення залежить від схильності до ризику окремих інвесторів.

²⁰ *Boemle M. Unternehmensfinanzierung.* — S. 53.

²¹ Назва згаданих ліній уперше вживається в працях В. Шарпа: *Sharpe W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // The Journal of Finance, Vol. 1964.* — P. 425; *Sharpe W. F. Portfolio Theory and Capital Markets.* — New York, 1970. — P. 83—91.

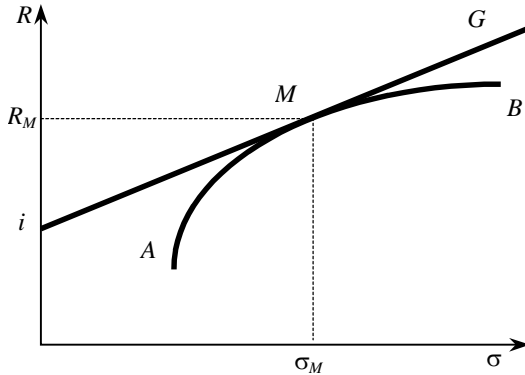


Рис. 1.9. Пряма ринку капіталів

Можливість залучення та вкладення коштів за безризиковою ставкою (i) суттєво розширює діапазон можливих альтернатив для інвесторів. Пряма ринку капіталів утворюється в результаті дотику прямої, яка характеризує безризикові вкладення, та кривої портфеля ризикових інвестицій. Отже, M — репрезентує фондовий ринок у цілому, тобто сукупний ринковий портфель або «суперінвестиційний портфель, який є міні-зрізом сукупного ринкового портфеля»²². Зрозуміло, що такий портфель є суто теоретичним. Пряма iMG характеризує лінійну залежність між премією, якої очікує інвестор при вкладанні коштів у ринковий портфель капітальних активів, і рівнем ризику σ .

Ця пряма репрезентує найефективніші варіанти інвестиційних портфель, які включають ризикові та безризикові активи. Всі інші точки на кривій AB (що репрезентують ринковий портфель) є менш ефективними, оскільки за однакового ризику з відповідним портфелем на прямій ринку капіталу портфелі характеризуються меншим рівнем рентабельності або за однакового рівня прибутковості є ризикованішими.

Різниця $(R_M - i)$ показує величину премії, на яку очікує інвестор, готовий інвестувати кошти в середньоринковий портфель з рівнем ризику σ_M . Інакше кажучи, це — середньоринкова ціна ризику за наявності ринкової рівноваги.

Пряма ринку цінних паперів. У той час як пряма ринку капіталів характеризує «ринкову ціну ризику», тобто середню вартість капіталу на ринку за умов невизначеності, пряма ринку цінних па-

²²Druckarczyk J. Theori und Politik der Finanzierung. 2. Aufl. — München: Vahlen, 1993. — S. 235.

перів виражає спробу з'ясувати можливу ринкову ціну (курсону вартість) окремих цінних паперів чи інших ризикових активів, які входять до складу ринкового портфеля інвестицій. Модель оцінки прибутковості інвестиційних вкладень полягає саме в побудові прямої ринку цінних паперів. Для цього слід побудувати систему координат $R - \beta$, де R — очікуваний рівень рентабельності капітальних активів; β — рівень систематичного ризику вкладень в окремі акції чи інвестиційний портфель (рис. 1.10). Точка (i) характеризує рівень прибутковості вкладень у безризикові активи.

SAPM передбачає, що існує лінійна залежність між ризиком (бета-коефіцієнтом) та премією за ризик, яку очікують інвестори. Враховуючи те, що безризикова норма дохідності цінних паперів відповідає нульовому ризику ($\beta = 0$), а рентабельність ринкового портфеля характеризується ризиковістю $\beta = 1$, пряму ринку цінних паперів можна побудувати, спроектувавши лінію через ці дві точки. Кожна точка на прямій ринку цінних паперів дорівнює частці ризику (відповідно прибутковості), яка відповідає окремому активу, що входить в максимально диверсифікований ринковий інвестиційний портфель M .

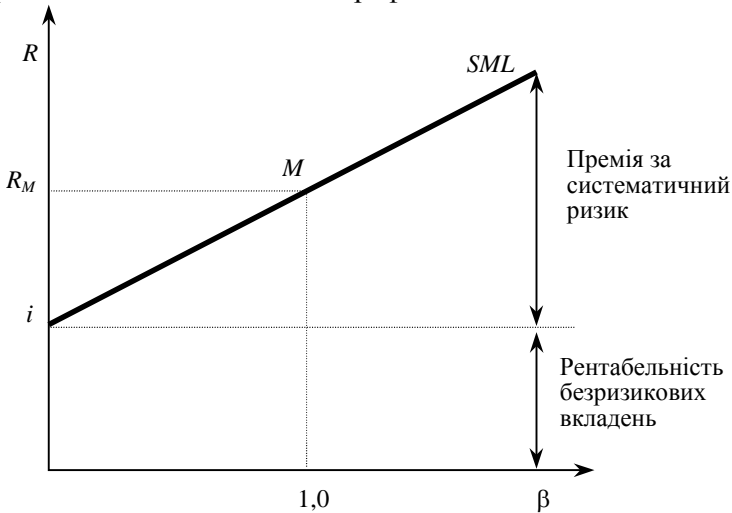


Рис. 1.10. Модель ціноутворення активів (CAPM)

Отже, очікувана рентабельність окремого виду капітальних активів за умови, що всі можливості диверсифікації вичерпані, залежить від таких чинників:

- безризикової процентної ставки на ринку капіталів (i);
- бета-коефіцієнта (рівень систематичного ризику, властивого для активу);
- очікуваної середньої прибутковості максимально диверсифікованого ринкового портфеля інвестицій (R_M)²³.

Модель оцінки капітальних активів (САРМ) можна уявити у вигляді очікуваної рівноважної рентабельності вкладень, яка дорівнює сумі безризикової процентної ставки та премії за ризик вкладень у певний актив, що визначається як добуток рівня систематичного ризику, властивого цьому активу, та середньоринкової премії за ризик:

$$САРМ (R_A) = i + (R_M - i) \cdot \beta_A, \quad (1.6)$$

де САРМ (R_A) — очікувана інвестором рентабельність капітальних активів за умови ринкової рівноваги.

Правило прийняття інвестиційних рішень згідно з САРМ має такий вигляд: слід вкладати кошти в ті інвестиції, прогнозована рентабельність яких є вищою, ніж рівноважна рентабельність, розрахована за САРМ. У разі наявності багатьох альтернатив слід віддати перевагу тим, рентабельність яких найбільш відрізняється від рівноважної у бік збільшення²⁴. Для того, щоб зрозуміти механізм прийняття інвестиційних рішень за допомогою САРМ, розглянемо умовний приклад.

Приклад 1.2

Оцінимо доцільність вкладення коштів в окремі акції за таких даних:

Показник	Акції А	Акції Б	Акції В
1. Очікувана рентабельність інвестицій, %	10	15	20
2. Середнє квадратичне (стандартне) відхилення (σ_A) рентабельності інвестицій, %	8	12	16
3. Коефіцієнт кореляції $K(R_A; R_M)$ між нормою дохідності планових інвестицій та середньою нормою дохідності по ринку в цілому	0,7	0,9	0,8
4. Середньоквадратичне відхилення (σ_M) рентабельності інвестицій по ринку в цілому, %	7	7	7
5. Бета-коефіцієнт	0,8	1,5	2,3

²³ Значення показника R_M залежить від тенденцій на ринку капіталів окремих країн і розраховується з використанням статистичних методів дослідження. У США, наприклад, значення цього показника приймається на рівні 5—6 %, в Швейцарії — 4—5 %.

²⁴ Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen. — S. 119.

6. Середня дохідність диверсифікованого портфеля інвестицій (R_M), %	10	10	10
7. Безризикова процентна ставка на ринку капіталів (i), %	9	9	9

Розрахунок:

А. CAPM $R_a = 9 + (10 - 9) \cdot 0,8 = 8,0$ ($10 - 8,0 = 2,0$).

Б. CAPM $R_b = 9 + (10 - 9) \cdot 1,5 = 15,0$ ($15 - 15 = 0$).

В. CAPM $R_v = 9 + (10 - 9) \cdot 2,3 = 23,0$ ($20 - 23,0 = -3,0$).

Згідно з правилом прийняття інвестиційних рішень за CAPM, найвигіднішим буде вкладення коштів у варіант А, оскільки очікувана рентабельність найбільше відрізняється в сторону збільшення від рівноважної рентабельності.

Теорія арбітражного ціноутворення. Дещо конкретизованим варіантом CAPM є концепція **арбітражного ціноутворення** (*Arbitrage Pricing Theory = APT*)²⁵. Автором її є відомий американський економіст *A. Росс*. Модель АРТ можна розглядати як більш практично орієнтоване продовження CAPM. На відміну від CAPM, яка розглядає β -коефіцієнт як досить абстрактну статистичну величину, що синтезує всі фактори невизначеності, АРТ досліджує вплив окремих макро- та мікроекономічних компонентів систематичного ризику на процес ціноутворення. Хоча теорія не прив'язується до якихось конкретних факторів, це може бути інфляція, процентні ставки, зміна кон'юнктури тощо. Замість показника β в CAPM-модель підставляються показники чутливості окремих цінних паперів до впливу окремих факторів ризику: b_1 ; b_2 ; b_3 . Очікувана середня прибутковість портфеля інвестицій, яка залежить від впливу окремих факторів ризику, позначається за допомогою r_1 ; r_2 ; r_3 . Отже, премія за ризик згідно з АРТ визначається за такою формулою:

$$\text{АРТ: } r_a - i = (r_1 - i) b_1 + (r_2 - i) b_2 + (r_3 - i) b_3 + \dots + (r_x - i) b_x. \quad (1.7)$$

Оцінюючи значення CAPM та АРТ як елементів теоретичного фундаменту фінансової діяльності підприємств, слід зазначити, що моделі можуть використовуватися в таких випадках:

1) при прийнятті рішень про вкладання коштів в альтернативні проекти;

²⁵ Див.: *Ross S. A. Return, Risk and Arbitrage*, in: *Friend I., Bicksler J. L. Risk and Return in Finance*, Vol. 1. — Cambridge/ Mass, 1977. — S. 189—218,

- 2) при визначенні показника вартості капіталу підприємства та оцінки підприємства в цілому;
- 3) при аналізі доцільності придбання основних засобів чи використання їх на основі лізингу;
- 4) при аналізі доцільності злиття чи поглинання підприємств;
- 5) при визначенні впливу дивідендної політики на курс акцій;
- 6) при визначенні ставки капіталізації чи дисконтування в процесі оцінки вартості підприємства.

В цілому результати теоретичних досліджень неокласиків для вітчизняних підприємств мають переважно теоретичне значення. Це зумовлено тим, що їхні концепції побудовані на досить рестриктивних припущеннях: наявності досконалого ринку капіталів; відсутності асиметричної інформації та абстрагування від впливу податків, а також, якщо всі учасники ринку мають однаковий доступ до всієї інформації, щодо об'єктів інвестування (фінансування). Зрозуміло, що дотримання цих умов є проблематичним не лише для України, а й для країн з розвинутою ринковою економікою. За певних обставин висновки теорії можуть бути використані при впровадженні системи раннього попередження та реагування як елемента антикризового фінансового управління.

1.7.5. Неоінституційна теорія фінансування

Суттєвим недоліком неокласичної теорії є те, що вона не передбачає наявності різних інституцій, зокрема фінансових посередників, різних форм фінансування, різних форм організації бізнесу.

На відміну від неокласичної, **неоінституційна теорія фінансування** досліджує діяльність окремих інституцій та фінансові відносини, які виникають між ними, у комплексі та взаємозв'язку. На нашу думку, вона характеризується більшим рівнем об'єктивності та практичної значущості. Згідно з неоінституційним підходом, до числа найвідоміших представників якого належать американські економісти *К. Ерроу*, *В. Баумоль*, *М. Дженсен*, *В. Меклінг*, проблематика фінансування та інвестування підприємств розглядається не сепаратно, а інтегровано.

Заперечуючи наявність досконалого ринку капіталів, неоінституціоналісти відстоюють необхідність функціонування фінансових посередників, використання різноманітних форм організації бізнесу та різних видів фінансування. Значною мірою неоінституційна теорія пояснює наслідки нерівномірного доступу до інформації учасників фінансових відносин та використання у влас-

них інтересах переваг в інформаційному забезпеченні сторін, що мають доступ до інформації.

Серед численних концепцій неоінституційної теорії виокремимо дві основні:

- теорія агентських відносин;
- теорія фінансового посередництва.

Теорія агентських відносин. Проблематика прийняття фінансових рішень значною мірою зумовлена конфліктами інтересів, які виникають у результаті розподілу функцій надання капіталу підприємству та управління ним. Предметом дослідження теорії агентських відносин є форми коопераційних зв'язків між окремими економічними суб'єктами, які прагнуть якомога краще реалізувати свої (власні) інтереси²⁶. Проблема полягає в тому, що, досягаючи своїх цілей, одні групи інтересів вступають у протиріччя з іншими групами. *Діючі економічні суб'єкти вважаються агентами, а суб'єкти, досягнення цілей яких безпосередньо залежать від указаної діяльності, — принципалами.*

Типовими принципал-агент-відносинами є зв'язки між капіталодавцем та господарськими суб'єктами, які отримали капітал в оперативне розпорядження. Капіталодавця можна розглядати як принципала (від лат. *principalis* — перший, головний), який доручає агенту (менеджеру) управляти своїм капіталом. Отже, він стає залежним від дій останнього, оскільки той може своєю діяльністю призвести або до максимізації вартості, або, навпаки — до її знецінення чи втрати. Досягнення економічних цілей принципала (інвестора, кредитора) безпосередньо залежить від ефективності діяльності агентів (менеджер, позичальник тощо). *Головна мета неоінституційної теорії — узгодити фінансові відносини та умови відповідних договорів таким чином, щоб забезпечити баланс інтересів принципала та агента*²⁷. Інакше кажучи, концепція покликана оптимізувати розподіл результатів діяльності, яка впливає із кооперації між принципалом та агентом²⁸.

Теорія агентських відносин досліджує принципал-агент-конфлікт між капіталодавцем (інвестором, кредитором) та капіталоодержувачем (об'єктом інвестицій, боржником, менеджерами),

²⁶ Arrow K. J. The Economics of Agency, in: Principals and Agents: The Structure of Business. — Boston, 1985. — S. 37—51.

²⁷ Терещенко О. О. Теоретичні основи антикризового управління фінансами підприємств // Стратегія економічного розвитку України: Наук. зб. — Вип. 4. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 258.

²⁸ Swoboda P. Betribliche Finanzierung, 3., ueberarb. Aufl. — Heidelberg, 1994. — S. 162.

який може виникнути в результаті асиметрії в інформаційному забезпеченні. Наслідком інформаційної асиметрії і зумовленою нею проблеми відносин принципала та агента є виникнення так званих **агентських витрат**, до яких належать:

- витрати на контроль за діяльністю агента з боку капіталодавця, так звані витрати на моніторинг і контроль (діяльність ревізійної комісії, супроводження кредитних договорів, призначення тимчасової адміністрації тощо);
- гарантійні витрати агента, що виникають у процесі переконання принципала в доцільності вкладення коштів у підприємство та доведення принципалу, що агент свою діяльність підпорядковуватиме інтересам принципала (витрати на санаційний аудит, оцінку кредитоспроможності та кредитного забезпечення тощо);
- часткові збитки принципала, зумовлені відхиленням результатів діяльності агента від парето-оптимальних (можуть виникнути в результаті дії як об'єктивних, так і суб'єктивних чинників).

Висновки теорії агентських відносин стосовно мінімізації зазначених витрат пов'язані із заходами щодо підвищення рівня кооперації агента та принципала з метою досягнення ефекту зменшення дефіцитів в інформаційному забезпеченні. При цьому розрізняють три типи інформаційної асиметрії: невизначеність в якісних характеристиках агента; моральний ризик (*Moral Hazard Problem*) та можливі зловживання агента (*Hold up*)²⁹.

Типовим прикладом збитків для принципала, які настають в результаті інформаційної асиметрії, є неповернення кредитів банківським установам. Одним із чинників виникнення проблемних кредитів є складність прогнозування банкрутства, що зумовлює обмежені можливості кредитних інститутів своєчасно виявляти загрозу фінансової неспроможності боржників та припинення фінансових відносин з ними. Ця обставина дозволяє боржнику використати переваги в інформаційному забезпеченні та час для забезпечення власних економічних інтересів на шкоду кредиторам. До цієї ж категорії проблем належать конфлікти, які виникають у процесі провадження справи про банкрутство суб'єкта господарювання.

²⁹ Lautenschlager P. Workout-Management: theoretische Fundierung und empirische Analyse des Managements von Problemerkrediten im schweizerischen Kreditgeschäft. — Bern, Stuttgart, Wien: Haupt, 2000. — S. 32.

З метою зменшення ризиків, зумовлених принципал-агент-конфліктом під час кредитування підприємств, неінституційний підхід передбачає використання таких інструментів:

- оцінка кредитоспроможності та санаційний аудит;
- призначення представників кредиторів у виконавчі органи підприємства;
- постійний моніторинг діяльності об'єкта інвестування;
- надійне кредитне забезпечення;
- спеціальні фінансові застереження (*Financial Covenants*) у кредитних договорах.

Останні дають додаткові можливості для виявлення загрози фінансової неспроможності та обмежують фінансову діяльність боржника у разі загрози фінансової кризи. Фінансові застереження спрямовані здебільшого на те, щоб принципал одержав оперативну інформацію про зміну окремих індикаторів, на основі яких визначається загроза неплатоспроможності та банкрутства. Додаткова оцінка та прогнозування фінансового стану може здійснюватися в рамках заходів щодо супроводження кредитів. Недоліки фінансових застережень зумовлені тим, що вони значною мірою побудовані на одержанні оперативного доступу до інформації, яка відображається в обліку та звітності. Однак, як свідчить практика, чим більша загроза фінансової неспроможності в підприємства, тим більш викривленими можуть бути показники звітності.

Якщо йдеться про пом'якшення принципал-агент-конфлікту між власниками підприємства та його менеджерами, то в такому разі доцільно розробляти механізми стимулювання діяльності менеджерів в інтересах принципалів, з одного боку, та посилення контролю за діяльністю агентів — з іншого.

З метою обмеження можливостей зловживань і недобросовісних дій керівників, посилення їхньої відповідальності перед учасниками (засновниками) підприємств і заінтересованості в результатах діяльності підприємства, підвищення на цій основі якості управлінських рішень доцільно чіткіше розмежовувати повноваження і відповідальність між учасниками (засновниками) і керівником підприємства. Для цього рекомендується уточнити умови контракту, що укладається учасниками (засновниками) або уповноваженим органом з керівником підприємства, а в разі потреби — переглянути статут підприємства. При цьому в контрактах слід чітко визначити відповідальність керівника підприємства за: реалізацію стратегії та планів діяльності підприємства; схоронність і цільове використання майна підприємства; фінансово-господарські результати діяльності підприємства; результа-

ти укладених угод з асимільованими або заінтересованими особами і структурами; розголошення комерційної таємниці; порушення умов контракту тощо. Пропонується також включати в контракти положення, що передбачають залежність винагороди керівника від прибутків підприємства, а також установити для керівників підприємств дозвільний порядок сумісництва (тільки за згодою загальних зборів учасників — для господарських товариств, уповноважених органів виконавчої влади — для державних підприємств або іншими уповноваженими представниками власника).

Теорія фінансового посередництва. В основу цієї теорії покладено дослідження ролі та механізму функціонування фінансових посередників, що розглядаються як проміжна ланка в русі капіталів між безпосередніми капіталодавцями (приватними інвесторами) та капіталодержувачами (підприємствами). На відміну від неокласичної теорії, яка розглядає процеси фінансування за умови існування досконалого ринку капіталів, концепція фінансового посередництва вивчає можливості зменшення операційних витрат, фінансових та інвестиційних ризиків, дефіцитів в інформаційному забезпеченні учасників недосконалого ринку капіталів (який існує насправді) шляхом активізації діяльності фінансових посередників (банківських установ, інвестиційних фондів, торговців цінними паперами та ін.).

Зокрема, виконуючи функцію забезпечення координації та зв'язку між учасниками ринку капіталів, фінансові посередники можуть залучатися до пошуку осіб, які бажають взяти участь у фінансуванні підприємства, в т. ч. на умовах кредитних відносин чи на основі відносин власності. Завдяки діяльності фінансових посередників забезпечується також зменшення інформаційної асиметрії, оскільки професійні учасники ринку капіталів мають більший доступ до інформації про діяльність об'єктів капіталовкладень, ніж безпосередні капіталодавці. Це дає змогу якісніше, на належному професійному рівні, оцінити ризики фінансових відносин з підприємствами, яким загрожує криза. Залежно від рівня загрози кризи оцінка ризиків здійснюється в процесі аналізу кредитоспроможності, прогнозування банкрутства чи оцінки санаційної спроможності боржника.

Важливою є також *функція зменшення ризиків і витрат капіталодавців*. Удавшись до послуг фінансових посередників, особи, які бажають інвестувати кошти, можуть диверсифікувати чи застрахувати свої ризики, а також мінімізувати витрати на зменшення асиметрії в інформації, оцінку та нейтралізацію ризиків.

З іншого боку, з допомогою фінансових посередників можуть поліпшити свій фінансовий стан підприємства — об'єкти інвестування. При цьому мова може йти про використання інструментарію рефінансування дебіторської заборгованості, одержання консультаційних послуг тощо.

Можливість використання висновків теорії фінансового посередництва як елемента теоретичного забезпечення фінансової діяльності суб'єктів господарювання підтверджує практика, що свідчить: ринок капіталів за наявності фінансових посередників функціонує набагато ефективніше, ніж за їх відсутності. Отже, існує кореляційний зв'язок між ефективністю функціонування фінансових посередників, повнотою виконання їхніх функцій та фінансовим станом суб'єктів господарювання. Невиконання фінансовими посередниками своїх функцій може стати одним з факторів кризового стану реального сектора економіки.

1.7.6. Концепція максимізації вартості капіталу власників (*Shareholder-Value-Konzept*)

Вкладаючи кошти в корпоративні права підприємства, інвестори піддають себе значним фінансовим ризикам. Компенсацією за ризиковість є доходи, які власники можуть отримати від володіння своїми правами (у вигляді підвищення курсової вартості і дивідендів). У цьому зв'язку в сучасній теорії і практиці організації фінансової діяльності підприємств при визначенні основних завдань фінансового менеджменту пріоритетною є концепція максимізації вартості (доходів) власників корпоративних прав підприємства (*Shareholder-Value-Konzept* = *SVK*), започаткована в США у 80-х роках минулого сторіччя і досить повно викладена у відомій праці *A. Pannanopma* «Creating Shareholder Value, The New Standart for Business Performance» (Формування ринкової вартості акцій, нові стандарти ведення бізнесу). Згідно з цією концепцією діяльність менеджменту підприємства в цілому і фінансового менеджменту зокрема оцінюється за критерієм максимізації капіталу, який належить власникам.

Характерною особливістю концепції *SVK* є те, що вона передбачає конкуренцію підприємства як на ринках збуту готової продукції, так і на ринку капіталів. Концепція ґрунтується на положенні про те, що інвестори не зобов'язані вкладати свої кошти в корпоративні права конкретного підприємства, а можуть їх інвестувати в інші прибуткові фінансові активи. Це стосується як нових інвесторів, так і тих, які вже володіють корпоративними

правами і можуть продати їх на ринку з метою вкладення коштів в інші об'єкти. У цьому контексті, перед менеджментом підприємства постають два основні завдання³⁰:

1. Необхідність ведення конкуренції за власників корпоративних прав, тобто за осіб, які готові вкласти кошти у власний капітал підприємства. Це означає, що слід проводити не лише маркетинг продажу продукції, а й реалізовувати маркетингову політику на ринку капіталів.

2. Обов'язкова виплата власникам корпоративних прав мінімальних дивідендів (не менших, ніж середній їх рівень на ринку капіталів), що, в свою чергу, вимагає отримання позитивних фінансових результатів та застосування певних типів дивідендної політики.

У контексті маркетингової політики на ринку капіталів у нових науково-практичних розробках, присвячених фінансуванню підприємств, досить часто вживається термін «*Investor Relations*», який включає комплекс заходів щодо інформаційного та сервісного забезпечення потенційних інвесторів, у т. ч. ознайомлення зі стратегією діяльності підприємства, річною звітністю, прогнозними розрахунками фінансових результатів, показників балансу та руху грошових коштів. Шляхи передачі інформації про підприємство потенційним інвесторам можуть бути різними: публікація річних звітів, проспектів емісії, презентації, веб-сайти тощо. Завдяки *Investor Relations* можна досягти зниження вартості капіталу.

Мета максимізації доходів власників не завжди збігається з цілями інших груп інтересів, які перетинаються на підприємстві (великі власники, дрібні власники, менеджери, працівники, фісक, клієнти, партнери). Проблема полягає також у тому, що різні власники мають різні преференції щодо окремих складових доходів, які вони можуть одержати: одні прагнуть отримати максимальний прибуток у вигляді дивідендів, інші віддають перевагу реінвестуванню доходів з тим, щоб досягти збільшення вартості корпоративних прав у майбутньому.

Грамотні фінансові менеджери повинні забезпечити баланс інтересів різних сторін. Рецепти щодо вирішення окреслених конфліктів пропонуються в рамках теорії агентських відносин при фінансуванні. Нині як у теорії, так і на практиці домінує висновок про те, що пріоритетним критерієм прийняття фінансових рішень на підприємствах недержавної форми власності є орієн-

³⁰ Finanzplanung und Kontrolle, Controlling zur finanziellen Unternehmensführung / Von G. Mensch. — München; Wien: Oldenburg, 2001. — S. 173.

тація саме на інтереси власників. Отже, під кутом зору саме цього критерію і повинні прийматися рішення у фінансовій сфері. Ці рішення базуються на економіко-математичних розрахунках та виходять із стратегічних фінансових цілей, орієнтованих на максимізацію капіталу власників. У цьому зв'язку непересічного значення набуває контроль з боку власників за діяльністю менеджменту на предмет реалізації стратегічних цілей та максимізації вартісних показників (так званий *Corporate Governance*).

ТЕСТИ І ЗАДАЧІ

Тести

Тест 1. Згідно з П(С)БО до фінансової діяльності підприємства належать такі операції:

- 1) одержання довгострокових позичок;
- 2) придбання акцій інших підприємств;
- 3) придбання облігацій інших підприємств;
- 4) сплата дивідендів власникам корпоративних прав;
- 5) отримання дивідендів за корпоративними правами інших емітентів.

Тест 2. Капітал підприємства характеризує...

- 1) джерела фінансування придбання активів;
- 2) майно підприємства, яке придбано за рахунок коштів власників;
- 3) напрямки використання залучених підприємством фінансових ресурсів;
- 4) зобов'язання підприємства перед кредиторами та власниками;
- 5) різницю між валютою балансу та сумою заборгованості підприємства.

Тест 3. До абстрактного капіталу підприємства належать:

- 1) власний капітал;
- 2) позичковий капітал;
- 3) необоротні активи;
- 4) оборотні активи;
- 5) грошові кошти.

Тест 4. До внутрішніх джерел формування позичкового капіталу підприємства належать:

- 1) реструктуризація активів;
- 2) дезінвестиції;
- 3) нараховані у звітному періоді майбутні витрати і платежі;
- 4) емісія облігацій;
- 5) комерційні кредити.

Тест 5. Основними критеріями прийняття рішень у сфері фінансування є такі:

- 1)
- 2)
- 3)
- 4)
- 5)

Тест 6. Теорема іррелевантності передбачає, що...

- 1) вартість підприємства не залежить від структури капіталу та джерел його фінансування;
- 2) вартість підприємства залежить від структури капіталу та джерел його фінансування;
- 3) вкладати кошти слід у ті інвестиції, очікувана рентабельність яких є вищою, ніж рівноважна рентабельність;
- 4) інвестори будуть байдужими щодо співвідношення необоротних та оборотних активів підприємства;
- 5) вартість підприємства за заданого рівня ризику визначається лише його потенційною прибутковістю.

Тест 7. Згідно з моделлю оцінки дохідності активів (CAPM)...

- 1) ринкова ціна окремих акцій залежить від їх розрахункового (балансового) курсу;
- 2) ціна активів залежить від структури джерел їх придбання;
- 3) розмір премії за ризик вкладень в окремі активи дорівнює різниці між очікуваною нормою прибутковості фінансових інструментів та безризиковою процентною ставкою;
- 4) кошти слід вкладати лише в безризикові активи;
- 5) кошти слід вкладати в ті інвестиції, очікувана рентабельність яких є вищою, ніж рівноважна рентабельність, розрахована за CAPM.

Тест 8. Теорія агентських відносин при фінансуванні досліджує...

- 1) конфлікт інтересів між капіталодавцем та капіталоодержувачем, який може виникнути в результаті асиметрії в інформаційному забезпеченні;
- 2) агентські послуги фінансових посередників;
- 3) оптимізацію фінансових відносин та умов відповідних договорів з метою узгодження інтересів принципала та агента;
- 4) способи оцінки дохідності активів;
- 5) оптимізацію структури капіталу підприємства.

Тест 9. Які з наведених тез характеризують теорію оптимізації портфеля інвестицій (за Г. Марковіцем)?

1. Систематичний ризик може бути мінімізований через диверсифікації інвестиційного портфеля.

2. Вкладення заданого обсягу інвестиційного капіталу в один об'єкт інвестицій є ризикованішим, ніж інвестування цієї ж суми в різні об'єкти.

3. Зменшення несистематичного ризику портфеля інвестицій досягається за рахунок його диверсифікації.

4. Рішення щодо фінансування та інвестування повинні прийматися узгоджено.

5. Рівень заборгованості підприємства впливає на ціну залучення фінансових ресурсів.

Тест 10. Згідно з концепцією Марковіца інвестиційний портфель слід формувати за рахунок...

1) фінансових активів, прибутковість яких перебуває у безпосередній функціональній залежності;

2) активів з максимальним кореляційним зв'язком;

3) комбінації активів з мінімальним кореляційним зв'язком між рівнями їх рентабельності;

4) активів з мінімальним рівнем ризику;

5) активів із середнім рівнем рентабельності.

Задачі

Задача 1. Визначити обсяги вхідних грошових потоків на підприємстві в рамках фінансової та інвестиційної діяльності (окремо), якщо відомі такі дані:

1. Підприємство отримало кредит у сумі 50 тис. грн.

2. У результаті емісії звичайних акцій на підприємство надійшло 100 тис. грн, у т. ч. спрямовано на збільшення статутного капіталу — 80 тис. грн, на збільшення додаткового капіталу — 20 тис. грн.

3. Обсяг виручки від реалізації продукції становив 350 тис. грн, в тому числі ПДВ.

4. Підприємство отримало дивіденди від володіння корпоративними правами іншого підприємства — 20 тис. грн.

5. Підприємство продало облігації внутрішньої державної позики — 40 тис. грн.

Задача 2. Оцінити доцільність вкладення коштів в окремі акції, використовуючи правило прийняття рішень за САРМ, за наявності таких даних:

Показник	Акції А	Акції Б	Акції В
1. Очікувана рентабельність, %	11	12	14

2. β -коефіцієнт	0,9	1,5	1,3
3. Середня дохідність ринкового портфеля інвестицій (R_M), %	10	10	10
4. Безризикова процентна ставка на ринку капіталів (i), %	6	6	6

Розділ 2

ОСОБЛИВОСТІ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ РІЗНИХ ОРГАНІЗАЦІЙНО-ПРАВОВИХ ФОРМ

Класифікація суб'єктів господарювання за правом власності та організаційно-правовою формою ведення бізнесу. Критерії прийняття рішення про вибір правової форми організації бізнесу. Об'єднання підприємств.

Фінансова діяльність суб'єктів господарювання без створення юридичної особи.

Особливості фінансової діяльності: приватних підприємств (ПП); товариств з обмеженою відповідальністю (ТОВ); акціонерних товариств (АТ); командитних, повних товариств; підприємств з іноземними інвестиціями. Специфіка фінансової діяльності кооперативів.

Фінансова діяльність державних та казенних підприємств.

Фінансування спільної діяльності підприємств на основі договорів кооперації. Договори кооперації з нерезидентами.

2.1. КРИТЕРІЇ ПРИЙНЯТТЯ РІШЕННЯ ПРО ВИБІР ПРАВОВОЇ ФОРМИ ОРГАНІЗАЦІЇ БІЗНЕСУ

Приймаючи рішення щодо створення нового суб'єкта господарювання чи реорганізації існуючого перед власниками і менеджментом постає питання щодо вибору найприйнятнішої з погляду оптимізації фінансової та інвестиційної діяльності організаційно-правової форми ведення бізнесу. Класифікація суб'єктів господарювання за правом власності та організаційно-правовою формою ведення бізнесу в Україні наведена в табл. 2.1.

За правом власності в Україні можуть діяти суб'єкти господарювання, що належать до державної та комунальної, колективної та приватної форм власності. Господарська діяльність, реалізація певного інвестиційного проекту може здійснюватися зі створенням юридичної особи в результаті об'єднання ресурсів згідно з договором про спільну діяльність та на основі підприємницької діяльності без створення юридичної особи. Отже, в Україні можуть діяти підприємства таких видів:

- приватні, засновані на власності фізичної особи;
- колективні, у т. ч. господарські товариства, кооперативи;

- комунальні, засновані на власності відповідної територіальної громади;
- державні, засновані на державній власності, в т. ч. казенні;
- суб'єкти господарювання з іноземними інвестиціями.

Таблиця 2.1

**КЛАСИФІКАЦІЯ ОРГАНІЗАЦІЙНО-ПРАВОВИХ
ФОРМ ВЕДЕННЯ БІЗНЕСУ**

Право власності / Форма	Приватне	Колективне	Державне
Юридичні особи	<ul style="list-style-type: none"> • Приватне підприємство • Селянське (фермерське) господарство 	<ul style="list-style-type: none"> • Колективне підприємство • Спільне підприємство • Кооператив • Господарські товариства: • АТ, ТОВ, товариство з додатковою відповідальністю • Повне товариство • Командитне товариство 	<ul style="list-style-type: none"> • Державне підприємство • Державне комунальне підприємство
Без створення юридичної особи	Приватний підприємець	Договір про спільну діяльність	Договір про спільну діяльність
Об'єднання	Асоціація	<ul style="list-style-type: none"> • Асоціація • Корпорація • Консорціум • Концерн 	<ul style="list-style-type: none"> • Асоціація • Корпорація • Консорціум • Концерн

Як свідчить статистика (табл. 2.2), найбільшою групою суб'єктів господарювання в Україні є підприємства колективної форми власності. Право такої власності виникає на підставі:

а) добровільного об'єднання майна громадян та (або) юридичних осіб для створення кооперативів, акціонерних товариств, інших господарських товариств і об'єднань;

б) передачі державних підприємств в оренду; викупу колективами трудящих державного майна; безоплатної передачі майна державного підприємства у власність трудового колективу;

в) перетворення державних підприємств на акціонерні та інші товариства; державних субсидій; пожертвувань організацій і громадян; інших цивільно-правових угод.

Таблиця 2.2

**КІЛЬКІСТЬ ПІДПРИЄМСТВ В УКРАЇНІ
ЗА РОЗМІРАМИ ТА ФОРМАМИ ВЛАСНОСТІ¹**

Форми	Кількість великих і середніх промислових підприємств			Кількість малих підприємств		
	1998 р.	1999 р.	2000 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.
Всього	9 940	10 607	10 502	173 404	197 127	217 930
За формами власності: державна	1 423	1 377	1 272	3 032	3 061	3 331
комунальна	194	226	238	5 650	5 995	6 190
приватна	95	129	173	51 029	61 064	70 448
колективна, у т. ч. господарські товариства	8 196	8 832	8 771	112 746	125 867	136 855

Існує тісний зв'язок між організаційною формою підприємництва та структурою капіталу, можливостями його фінансування та вартістю мобілізації фінансових ресурсів, формою організації менеджменту, оподаткуванням, рівнем накладних затрат, можливостями виходу на ринок капіталів тощо. Отже, правильний вибір форми організації бізнесу має для подальшої діяльності суб'єкта господарювання стратегічне значення. Нижче наведені основні критерії та чинники, які слід проаналізувати, приймаючи рішення щодо вибору форми організації бізнесу.

1. Рівень відповідальності власників та їх кількість. Розрізняють форми підприємницької діяльності з обмеженою відповідальністю власників за зобов'язаннями підприємства, з необмеженою відповідальністю, а також змішані форми. У світовій практиці спостерігається чітка тенденція до вибору форм організації бізнесу з обмеженою відповідальністю, що пояснюється прагненням власників суб'єктів господарювання обмежити свої ризики величиною вкладів у власний капітал². До таких форм належать насамперед капітальні товариства (ТОВ та АТ). Оскільки для кожного виду організації бізнесу характерна певна кількість власників, важливим чинником, що впливає на ви-

¹ Статистичний щорічник України за 2000 рік: Держ. комітет статистики України / За ред. О. Г. Осауленка. — К.: Техніка — 2001. — С. 293—300.

² *Boemle M. Unternehmensfinanzierung. — S. 222.*

бір форми бізнесової діяльності, є кількість інвесторів, яких планується залучити.

2. Можливості участі в управлінні справами суб'єкта господарювання та контролю за ним. Найважливіша функція власників підприємства полягає в участі в управлінні його діяльністю. Залежно від того, який обсяг капіталу планує інвестувати потенційний власник у бізнесову діяльність, його бачення свого місця в управлінні бізнесом, обирається та чи інша форма організації підприємницької діяльності.

Реалізувати свої права з управління підприємством власник може безпосередньо або через уповноважені ним органи. Зазначені права можуть бути також делеговані наглядовій раді, виконавчому або іншому органу, передбаченому статутом підприємства. У цьому контексті для багатьох інвесторів важливу роль також відіграє можливість забезпечення анонімності їх участі у справах підприємства.

Участь в управлінні для власників означає:

- участь у визначенні основних напрямів діяльності суб'єкта господарювання, затвердження його планів та звітів про їх виконання;

- обрання та відкликання членів виконавчих і контролюючих органів (ревізійна комісія);

- визначення умов оплати праці посадових осіб підприємства;
- затвердження річних результатів діяльності підприємства, порядку розподілу прибутку та покриття збитків;

- визначення організаційної структури та прийняття рішень щодо зміни статутного капіталу та статуту підприємства.

У капітальних товариствах (АТ, ТОВ), кооперативах виконання функції управління здійснюється через участь власників у загальних зборах товариства. Безпосереднє управління справами товариств покладається на виконавчі органи. Можливість участі в управлінні партнерствами залежить від ступеня правової відповідальності учасників. Так, управління справами командитного товариства здійснюють тільки учасники з повною відповідальністю. Як правило, ці самі учасники виконують також функції виконавчого органу.

3. Можливості фінансування. Форма організації бізнесу визначає також можливості та умови залучення власного і позичкового капіталу. Так, рівень кредитоспроможності підприємства значною мірою залежить від рівня відповідальності за борги, а також від розміру власного капіталу. Можливості використання різних інструментів фінансування залежать також від правових обме-

жень і рівня доступу суб'єкта господарювання до ринку капіталів, зокрема:

- відкриті АТ можуть залучати кошти шляхом емісії акцій та облигацій;
- ТОВ можуть залучати лише вклади учасників та шляхом емісії облигацій.
- Партнерства не можуть залучати кошти шляхом емісії облигацій чи акцій.

4. Умови передачі права власності та правонаступництво (порядок та затрати коштів і часу на вихід з числа власників суб'єкта господарювання чи набуття права власності). Якщо корпоративні права підприємств мають вільний обіг на фондовій біржі чи іншому організованому ринку капіталів, то процедура передачі права власності є спрощеною. Якщо ж йдеться про підприємства із замкненим колом можливих власників, то процедура передачі права власності на них є дещо ускладненою і супроводжується підвищеними накладними витратами. Приймаючи відповідні рішення, слід також враховувати, що за деяких обставин позбутися права власності на суб'єкт господарювання можна лише у разі його реорганізації чи ліквідації. Останній варіант, як правило, пов'язаний з додатковими затратами.

5. Умови оподаткування суб'єктів господарювання різних форм організації бізнесу. В цілому для всіх видів підприємств встановлені однакові умови оподаткування. Особливості передбачені для приватних підприємців, які здійснюють свою діяльність без створення юридичної особи; для підприємств, які за встановленими критеріями належать до малого бізнесу; для підприємств з іноземними інвестиціями (при репатріації доходів). Окрім цього, певні особливості встановлені для оподаткування об'єднань суб'єктів господарювання.

6. Накладні витрати, зумовлені окремими формами організації бізнесу. Для різних форм організації бізнесу характерний різний рівень накладних витрат як при заснуванні, так і при здійсненні поточної фінансово-господарської діяльності. Ці витрати пов'язані з особливостями ведення фінансового та податкового обліку, складання звітності, із залученням додаткового капіталу, організацією управління тощо. Прикладом специфічних накладних витрат можуть бути емісійні витрати, витрати на обов'язкові аудиторські перевірки, обов'язкову публікацію звітності в засобах масової інформації, організацію зборів власників тощо. Окрім цього, слід враховувати законодавчі вимоги щодо мінімального розміру статутного капіталу для різних форм бізнесової діяльності.

7. Законодавчі вимоги щодо відповідності виду діяльності певним формам організації бізнесу. Наприклад, банки можуть створюватися лише у формі АТ чи ТОВ, страховики — юридичні особи — у формі акціонерних, повних, командитних товариств або товариств з додатковою відповідальністю, ломбарди — у формі повних товариств. Дозвіл на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів можуть отримати акціонерні товариства, статутний капітал яких сформовано за рахунок виключно іменних акцій, товариства з обмеженою відповідальністю, товариства з додатковою відповідальністю, повні та командитні товариства, для яких операції з цінними паперами становлять виключний вид їх діяльності.

Суб'єкти господарювання можуть утворювати різного роду **об'єднання**. Об'єднання є юридичною особою, може мати самостійний і зведений баланс, розрахунковий та інші рахунки в установах банків, печатку зі своїм найменуванням. Реєстрація об'єднання провадиться в порядку, встановленому законодавством. Об'єднання не відповідає за зобов'язаннями підприємств, які входять до його складу, а підприємства не відповідають за зобов'язаннями об'єднання, якщо інше не передбачено установчим договором (статутом). До основних видів об'єднань належать асоціації, корпорації, консорціуми, концерни.

Асоціації (від лат. *assotiatio* — сполучення, з'єднання) — договірні об'єднання, створені з метою постійної координації господарської діяльності. Асоціація не має права втручатися у виробничу і комерційну діяльність будь-кого з її учасників.

Корпорації (від. лат. *corporatio* — спілка) — договірні об'єднання, створені на основі поєднання виробничих, наукових і комерційних інтересів, з делегуванням окремих повноважень централізованого регулювання діяльності від кожного з учасників. Корпорацію як вид об'єднання не слід плутати з корпоративною формою організації бізнесу. Наприклад, у США і Західній Європі під корпораціями здебільшого розуміють підприємства, засновані на частковій участі та з обмеженою відповідальністю (*Ltd, limited liability*), наприклад акціонерні товариства, товариства з обмеженою відповідальністю.

Консорціуми (від. лат. *consortium* — спільність) — тимчасові статутні об'єднання промислового і банківського капіталу для досягнення спільної мети, як правило, при здійсненні крупних фінансових операцій чи реалізації спільного інвестиційного проекту. Наприклад, банківські консорціуми створюються

з метою зменшення ризику при кредитуванні значних ризикових проектів або при розміщенні великої емісії цінних паперів.

Концерни (від англ. *concern* — об'єднання) — статутні об'єднання підприємств промисловості, наукових організацій, транспорту, банків, торгівлі тощо на основі повної фінансової залежності від одного або групи підприємств, які перебувають під єдиним контролем.

У наступних підрозділах наводяться найхарактерніші для окремих форм організації бізнесу особливості їх фінансової діяльності відповідно до зазначених критеріїв.

2.2. ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ БЕЗ СТВОРЕННЯ ЮРИДИЧНОЇ ОСОБИ

Згідно з положеннями Закону України «Про підприємництво» суб'єктами підприємницької діяльності можуть бути не тільки юридичні, а й фізичні особи — громадяни України, а також громадяни інших держав, не обмежені законом у правоздатності або дієздатності.

Фізична особа, яка має намір провадити підприємницьку діяльність без створення юридичної особи, подає до органу державної реєстрації реєстраційну картку за встановленим зразком, яка є одночасно заявою про державну реєстрацію суб'єкта підприємницької діяльності, та ряд інших документів, передбачених нормативними актами України.

Суб'єкт підприємницької діяльності без створення юридичної особи має право відкрити рахунок у будь-якому банку України та інших державах за згодою цих банків у порядку, встановленому НБУ. Підставою для відкриття рахунка є свідоцтво про державну реєстрацію суб'єкта підприємницької діяльності та копія документа, що підтверджує взяття його на облік у державному податковому органі.

Фінансування. Власний капітал приватного підприємця формується виключно за рахунок його приватного майна. Основним джерелом його збільшення є внутрішнє фінансування, зокрема невикористаний для споживання прибуток. Кредитні рамки приватного підприємця обмежуються величиною приватного майна, яке він може надати як кредитне забезпечення.

Відповідальність і банкрутство. Приватний підприємець відповідає за боргами суб'єкта господарювання, власником якого

він є, всім своїм майном, окрім майна, на яке згідно з цивільним процесуальним законодавством не може бути звернено стягнення. Одночасно з прийняттям заяви про порушення справи щодо банкрутства підприємця господарський суд приймає рішення про накладення арешту на його майно, яке включається до складу ліквідаційної маси у разі оголошення підприємця банкрутом. Загальна вартість майна громадянина-підприємця, яка може бути виключена зі складу ліквідаційної маси, не може перевищувати 2 тис. грн. Приватне майно підприємця підлягає реалізації судовим виконавцем на основі виконавчого листа про звернення стягнення на майно та постанови суду про визнання боржника банкрутом. У разі необхідності суд може призначити ліквідатора. Кошти, отримані від реалізації майна, вносяться на депозитний рахунок відповідної нотаріальної контори. За заявою кредиторів господарський суд може визнати недійсними угоди підприємця, пов'язані з відчуженням його майна заінтересованим особам протягом року до порушення справи про банкрутство. У разі визнання громадянина-підприємця банкрутом за заявою кредитора протягом п'яти років після завершення розрахунків з кредиторами (у разі недостатності коштів) підприємець не звільняється від подальшого виконання вимог кредиторів.

Оподаткування. Законодавством передбачено кілька альтернативних способів оподаткування доходів приватних підприємців:

1) оподаткування сукупного чистого доходу та сплата інших податків, передбачених законодавством України (традиційне оподаткування);

2) сплата фіксованого податку з придбанням торгового патенту;

3) сплата єдиного податку.

1. **За традиційного оподаткування** такому підлягають доходи громадян, одержані протягом календарного року від здійснення підприємницької діяльності без створення юридичної особи. Оподатковуваним доходом вважається сукупний чистий дохід, тобто різниця між валовим доходом (виручки у грошовій та натуральній формі) і документально підтвердженими витратами, безпосередньо пов'язаними з одержанням доходу. Якщо ці витрати не можуть бути підтверджені документально, то вони враховуються податковими органами при проведенні остаточних розрахунків за спеціально встановленими нормами. До складу витрат, безпосередньо пов'язаних з одержанням доходів, належать витрати, які включаються до складу валових витрат виробництва (обігу) або підлягають амортизації згідно із Законом України «Про оподаткування прибутку підприємств». Доходи

приватного підприємця оподатковуються за шкалою ставок, які передбачені законодавством про прибуткове оподаткування громадян.

За традиційного оподаткування у приватного підприємця виникають певні накладні витрати: пов'язані із веденням книги обліку доходів і витрат підприємця; обчисленням чистого доходу на підставі документів, що підтверджують витрати; обумовлено за встановленими нормами. Приватні підприємці, які обрали такий спосіб оподаткування своїх доходів, не звільняються від сплати певних видів податків і зборів (ПДВ, внески у Пенсійний фонд, фонд соціального страхування тощо).

Переваги традиційної системи оподаткування здебільшого зводяться до такого:

розмір сплачуваних податків залежить від розміру одержаних доходів (якщо підприємець за звітний період не отримав доходу від своєї діяльності, то відповідні податки він платити не буде);

на відміну від системи оподаткування за фіксованим податком або за спрощеною системою практично відсутні обмеження щодо виду діяльності.

2. Фіксований податок (патент). Одним із варіантів оподаткування доходів фізичних осіб — суб'єктів підприємницької діяльності є сплата фіксованого розміру прибуткового податку шляхом придбання патенту. Обов'язковою умовою придбання патенту на право здійснення підприємницької діяльності є сплата фіксованого податку. Документ, що засвідчує сплату фіксованого податку, слугує підставою для видачі податковим органом за місцем проживання підприємця патенту. Приватний підприємець може перейти на сплату фіксованого податку у разі одночасного додержання таких умов:

1) здійснення підприємницької діяльності з продажу товарів і надання супутніх такому продажу послуг на ринках з обов'язковою сплатою ринкового збору згідно з чинним законодавством. Доходи такого громадянина, отримані від здійснення інших видів підприємницької діяльності, обкладаються прибутковим податком у загальному порядку;

2) кількість осіб, що перебувають у трудових відносинах з таким підприємцем, включаючи членів його сім'ї, не повинна перевищувати п'яти;

3) валовий дохід підприємця від самостійного здійснення підприємницької діяльності або з використанням найманої праці за останні 12 календарних місяців, що передують місяцю придбання

патенту, не перевищує 7000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.

Приватні підприємці, які обрали спосіб оподаткування доходів за фіксованим податком, не можуть здійснювати торгівлю лікero-горілчаними і тютюновими виробами.

Ставки фіксованого податку встановлюються місцевими радами (міською, районною). Законодавчо визначено максимальні та мінімальні розміри фіксованого податку — 20 і 100 грн за календарний місяць (для громадян, які самостійно здійснюють підприємницьку діяльність, у межах зазначеного діапазону єдиним критерієм при встановленні розміру фіксованого податку є тільки розміщення об'єкта торгівлі).

Патент може також видаватися на здійснення підприємницької діяльності на всій території України. У такому разі ставка фіксованого податку не залежить від місцезнаходження торговельного місця і від місцевих органів самоврядування і становить для всієї території України 100 грн за календарний місяць. Якщо підприємницька діяльність здійснюється з використанням найманої праці або із залученням до неї членів сім'ї підприємця, розмір фіксованого податку *збільшується на 50 % за кожну особу*.

Доходи фізичної особи, отримані від здійснення підприємницької діяльності, що обкладається фіксованим податком, не включаються до складу її сукупного оподаткованого доходу за підсумками звітного року. Окрім цього, приватні підприємці — платники фіксованого податку звільнені від обов'язкового ведення обліку доходів і витрат.

3. Єдиний податок. Приватний підприємець може стати платником *єдиного податку і перейти на спрощену систему обліку та звітності*, якщо:

1) у трудових відносинах з ним протягом року перебуває не більше 10 осіб, включаючи членів його сім'ї;

2) обсяг виручки від реалізації продукції за рік не перевищує 500 тис. грн;

3) відсутня заборгованість зі сплати всіх установлених податків і обов'язкових платежів за попередній звітний (податковий) період.

4) приватний підприємець не є суб'єктом особливого порядку оподаткування за допомогою сплати спеціального торговельного патенту;

5) приватний підприємець не здійснює торгівлю пально-мастильними матеріалами, а також лікero-горілчаними і тютю-

новими виробами (торгівлю іншими підакцизними товарами здійснювати не заборонено).

Ставки єдиного податку встановлюються місцевими органами влади за місцем державної реєстрації суб'єкта підприємницької діяльності залежно від виду діяльності і не можуть становити менше ніж 20 грн і більше ніж 200 грн за календарний місяць. Якщо приватний підприємець здійснює кілька видів діяльності, для яких встановлено різні ставки єдиного податку, він придбаває одне свідоцтво і сплачує єдиний податок за цими видами діяльності за більшою ставкою. У разі використання підприємцем праці найманих працівників або членів сім'ї (далі — наймані працівники) ставка єдиного податку *збільшується на 50 % за кожного працівника.*

Відмовитися від застосування цієї системи і повернутися до раніше встановленої системи оподаткування підприємець може з початку наступного звітного (податкового) періоду (кварталу) у разі подання відповідної заяви до податкового органу не пізніше ніж за 15 днів до закінчення попереднього звітного (податкового) періоду (кварталу).

Платники єдиного податку звільняються від сплати не тільки прибуткового податку, а й ряду інших податків, зборів та обов'язкових платежів, зокрема від зобов'язань нарахування, відрахування і перерахування коштів до державних цільових фондів, а також зборів, пов'язаних з виплатою заробітної плати працівникам, які перебувають з ним у трудових відносинах, включаючи членів його сім'ї. Платники єдиного податку не є платниками податку на додану вартість, тому їм немає необхідності реєструватися як платникам ПДВ, а раніше зареєстровані підприємці зобов'язані подати до податкової інспекції заяву щодо зняття їх з обліку як платників ПДВ. Платники єдиного податку, як і інші фізичні особи — суб'єкти підприємницької діяльності, зобов'язані утримувати прибутковий податок з виплачуваних найманим працівникам, включаючи членів їх сімей, доходів і перераховувати його до бюджету.

Завдяки переходу на спрощену систему оподаткування та звітності приватні підприємці мають суттєву економію на накладних витратах, оскільки не є обов'язковим використання електронно-касового апарата (ЕККА), набагато спрощеним є ведення книги обліку доходів і витрат та значно скорочено щоквартальний звіт.

2.3. ОСОБЛИВОСТІ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПРИВАТНИХ ПІДПРИЄМСТВ

Утворення приватного підприємства та його діяльність регламентуються Законами України «Про власність», «Про підприємництво» та «Про підприємства в Україні».

Приватне підприємство — це юридична особа, заснована на власності окремого громадянина (в т. ч. нерезидента) з правом найму робочої сили. Фізична особа — засновник приватного підприємства є власником 100 % капіталу такого підприємства, включаючи право на управління та отримання відповідної частки прибутку у вигляді дивідендів. Якщо власників підприємства буде двоє і більше, то воно належатиме до колективної форми власності, а отже, його діяльність регламентуватиметься законодавством про господарські товариства чи іншими відповідними нормативними актами.

Приватне підприємство повинно мати статут, власну печатку, складає самостійний баланс, відкриває розрахунковий рахунок у банку, тобто має всі атрибути юридичної особи.

Згідно з чинним законодавством підприємства — суб'єкти підприємницької діяльності незалежно від форми власності обов'язково повинні мати статутний капітал. Разом з тим станом на середину 2002 р. в Україні жоден законодавчий або нормативно-правовий акт не містить вказівок щодо мінімального розміру і строків наповнення статутного капіталу приватного підприємства. Отже, зареєстрована сума статутного капіталу приватного підприємства може вноситися засновником нескінченно довго або ж взагалі **не вноситься**. У разі прийняття власником приватного підприємства рішення про збільшення або зменшення статутного капіталу внесення змін до статуту з подальшою державною реєстрацією цієї зміни є обов'язковим.

Переваги форми організації бізнесу у вигляді приватного підприємства зводяться до такого:

- ◆ максимально повне використання власником права на участь в управлінні підприємством (усі найважливіші питання діяльності підприємства приймаються власником особисто або призначеним ним директором);

- ◆ спрощений порядок реалізації права на правонаступництво;

- ◆ власник несе обмежену відповідальність за зобов'язаннями підприємства, тобто лише в межах вкладів у власний капітал (якщо інше не передбачено статутом);

♦ оплата внесків може здійснюватися як у грошовій, так і майновій формі;

♦ практично повністю відсутні так звані агентські ризики та витрати, зумовлені принципал-агент-конфліктом між окремими власниками та власниками і менеджментом.

До основних недоліків, які перешкоджають ефективній фінансовій діяльності приватного підприємства, можна віднести такі:

- низький рівень мобільності прав власності на приватне підприємство (позбутися права власності на приватне підприємство можна в результаті його ліквідації або внаслідок продажу підприємства у повному обсязі іншій особі);

- фактична неможливість залучення власного капіталу від інших, крім власника, інвесторів;

- відсутність детального нормативного регулювання діяльності приватного підприємства, що створює умови для свавілля бюрократії.

Фінансування приватного підприємства здійснюється на основі внесків його власника, тезаврації прибутку, одержання комерційних чи банківських позичок. Враховуючи статус приватного підприємства, оптимальним з погляду мінімізації накладних витрат способом поповнення власного капіталу є реінвестування прибутку. На практиці типовою є ситуація, коли в приватних підприємств повністю відсутній статутний капітал, а величина власного капіталу (в результаті одержаних збитків) має від'ємне значення. У такому разі проблематичним є залучення кредитних ресурсів.

Оподаткування. Приватні підприємства сплачують усі податки, передбачені законодавством для суб'єктів господарювання — юридичних осіб на загальних підставах. Разом з тим ці підприємства здебільшого належать до сфери малого бізнесу, а отже, можуть обирати спрощену систему звітності та оподаткування, що зменшує їх накладні витрати та податкові платежі. Згідно з чинними нормативними актами юридичні особи — суб'єкти підприємницької діяльності будь-якої організаційно-правової форми (приватні підприємства, ТОВ, АТ тощо) та форми власності, в яких за рік середньооблікова чисельність працюючих не перевищує 50 осіб і обсяг виручки яких від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) за рік не перевищує 1 млн грн, можуть перейти на спрощену систему оподаткування, обліку та звітності суб'єктів малого підприємництва.

Юридична особа, яка перейшла на спрощену систему оподаткування, обліку та звітності, самостійно обирає одну з таких ста-

вок єдиного податку: 6 % суми виручки від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) без урахування акцизного збору в разі сплати ПДВ або 10 % суми виручки від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), за винятком акцизного збору, в разі включення ПДВ до складу єдиного податку.

Суб'єкт підприємництва, який сплачує єдиний податок, **не є платником** таких видів податків і зборів (обов'язкових платежів): податку на додану вартість, крім випадку, коли юридична особа обрала спосіб оподаткування доходів за єдиним податком за ставкою 6 %; податку на прибуток підприємств; плати (податку) за землю; збору на спеціальне використання природних ресурсів; нарахувань на заробітну плату; комунального податку, інших податків і зборів, передбачених системою оподаткування України.

2.4. ОСОБЛИВОСТІ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ТОВАРИСТВ З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ

Товариство з обмеженою відповідальністю (ТОВ) так само, як і акціонерне товариство, є суб'єктом колективної власності, має статутний капітал, поділений на частки, розмір яких визначається статутними документами. Згідно із законодавством України у товаристві з обмеженою відповідальністю створюється статутний капітал, розмір якого повинен становити не менше суми, еквівалентної 100 мінімальним заробітним платам. Для порівняння: у більшості країн Європейського Союзу (ЄС) мінімальний розмір статутного капіталу ТОВ встановлено на рівні 25 тис. євро; у Швейцарії — 20 тис. франків.

На відміну від Росії чи Німеччини ТОВ в Україні не можуть створюватися однією особою, для цього потрібно мінімум 2 особи. Власниками (учасниками, засновниками) ТОВ можуть бути як фізичні, так і юридичні особи. Державні підприємства не можуть бути засновниками господарських товариств.

До моменту реєстрації товариства з обмеженою відповідальністю кожен з учасників зобов'язаний зробити до статутного капіталу внесок не менше 30 % зазначеного в установчих документах розміру, що підтверджується документами, виданими банківською установою.

Учасник зобов'язаний внести необхідні кошти у повному обсязі не пізніше року після реєстрації товариства. У разі невиконання цього зобов'язання у визначений строк учасник, якщо інше

не передбачено установчими документами, сплачує за час прострочки 10 % річних з недовнесеної суми. Учаснику товариства з обмеженою відповідальністю, який повністю сплатив свій внесок, видається свідоцтво товариства.

Відповідальність учасників ТОВ за борги підприємства обмежується їх внесками у власний капітал. Такий статус полегшує залучення власного капіталу ТОВ із зовнішніх фінансових джерел. У разі ліквідації товариства вимоги його власників задовольняються в останню чергу, після погашення претензій кредиторів.

Недоліком в організації фінансування ТОВ є складність і витратність **передачі права власності** на частки. На відміну від акцій АТ, частки ТОВ є не досить мобільними, оскільки відсутній організований ринок торгівлі ними. Окрім цього, операція купівлі-продажу (переуступлення) часток має бути нотаріально посвідчена. Якщо фізична чи юридична особа викупує частку у статутному капіталі ТОВ, яка належить іншій особі, така операція оформлюється у формі договору купівлі-продажу частки. При оплаті частки у повному розмірі зазначена угода підтверджується не тільки платіжними документами, а й відповідним свідоцтвом, що видається товариством з обмеженою відповідальністю.

Для ТОВ, як і для інших підприємств, корпоративні права яких не мають обігу на фондовій біржі, характерним є загострення проблематики інформаційної асиметрії під час торгівлі частками, що ускладнює їх продаж третій стороні. Потенційний покупець частки може виходити з того, що учасник прагне продати корпоративні права через очікувану збиткову діяльність чи конфліктну ситуацію між власниками. Отже, продавець вимушений запропонувати мінімальну ціну продажу частки. Враховуючи перелічені чинники, пов'язані зі складністю реалізації часток, вклади у статутний капітал ТОВ здійснюються на максимально тривалий період.

Учасника ТОВ (на відміну від АТ) може бути виключено з товариства на підставі одностайного рішення зборів учасників товариства у разі систематичного невиконання своїх обов'язків або якщо він своїми діями перешкоджає досягненню цілей товариства. До числа типових зобов'язань, які на практиці не виконуються, можна віднести неповне внесення необхідних коштів (внеску) у статутний капітал згідно із засновницьким договором.

Законодавством передбачені певні особливості при передачі прав власності на частки ТОВ у разі правонаступництва. На відміну від інших форм організації бізнесу, правонаступники мають лише переважне (а не автоматичне) право вступу до товариства.

Збори учасників мають право відмовити правонаступникові окремого учасника у прийнятті до товариства.

У разі виходу учасника (чи його правонаступника) з ТОВ йому виплачується вартість частини майна товариства, пропорційна його частці у статутному капіталі. Також виплачується належна частка прибутку, одержаного товариством у звітному році до моменту виходу. Звернення стягнення на частку учасника у товаристві з обмеженою відповідальністю по його власних зобов'язаннях не допускається.

Реалізація права учасника ТОВ на **участь в управлінні підприємством** аналогічно, як і для АТ, здійснюється на основі його участі у зборах власників. Учасники мають кількість голосів, пропорційну розміру їх часток у статутному капіталі. Повнота впливу окремого учасника на діяльність та управління підприємством залежить від величини його частки. Разом з тим власники ТОВ мають більше можливостей участі в управлінні, ніж акціонери АТ. Це зумовлено тим, що визначення основних напрямів діяльності ТОВ, затвердження його планів та звітів про їх виконання, внесення змін до статуту відбувається на основі одностайного голосування на зборах власників.

Фінансування товариства може здійснюватися на основі додаткових внесків учасників, тезаврації прибутку, залучення банківських і комерційних позичок, у т. ч. шляхом емісії облігацій (за певних обставин). У разі, якщо кредитоспроможність товариства та його активи є недостатніми для залучення необхідних розмірів кредитних ресурсів, окремі учасники ТОВ можуть надавати поручительства чи інші види кредитного забезпечення під позички, які виділяються цьому товариству. Завдяки цьому розширюються можливості фінансування підприємства. У такому разі відповідальність учасників за зобов'язаннями ТОВ не обмежується їхніми вкладками у статутний капітал, а додатково поширюється на майно, надане у кредитне забезпечення.

Досить часто з метою економії на податках учасники ТОВ замість фінансування товариства на основі збільшення статутного капіталу надають підприємству довгострокові позички. В цьому разі учасники розглядатимуться одночасно як власники і кредитори підприємства. Ризик втрати капіталу для учасника-кредитора буде меншим, оскільки згідно із законодавством про банкрутство претензії кредиторів задовольняються в першочерговому порядку порівняно з власниками. З метою запобігання зловживань з позичками власників у законодавствах європейських країн, зокрема в Німеччині, Швейцарії, Австрії, пе-

редбачено положення, відповідно до якого у разі банкрутства товариства претензії учасників-кредиторів задовольняються в тому самому порядку, що й інших власників, тобто в останню чергу³.

Порядок збільшення та зменшення статутного капіталу ТОВ охарактеризовано в розд. 3.

2.5. ОСОБЛИВОСТІ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ

Акціонерне товариство — господарське товариство, статутний капітал якого поділений на визначену кількість акцій рівної номінальної вартості і яке несе відповідальність за своїми зобов'язаннями всім належним майном. Специфіка фінансової діяльності АТ визначається особливостями формування статутного капіталу. Згідно з вітчизняним законодавством розмір статутного капіталу ВАТ повинен бути не меншим за суму, еквівалентну 1250 мінімальним заробітним платам, виходячи зі ставки мінімальної заробітної плати, чинної на момент створення товариства. Для порівняння: у більшості країн ЄС мінімальний розмір статутного капіталу АТ встановлено на рівні 50 тис. євро; у Швейцарії — 100 тис. франків.

Акціонерами товариства визнаються фізичні та юридичні особи, які є власниками його акцій. Засновники АТ здійснюють свої внески у статутний капітал згідно із засновницьким договором, решта акціонерів — на умовах договору купівлі-продажу акцій, укладеного із засновниками; при збільшенні статутного капіталу — на основі договору з товариством чи фінансовим посередником.

Організація фінансово-господарської діяльності у формі акціонерних товариств є найприйнятнішою з погляду залучення капіталу, зокрема власного. Це пояснюється такими чинниками:

- поділ статутного капіталу на визначену кількість акцій рівної номінальної вартості, яка може бути досить малою, що дає можливість залучення як дрібних, так і великих інвесторів;
- високий рівень мобільності корпоративних прав (акцій), особливо, якщо вони котируються на біржі, а отже, мінімальні затрати на передачу прав власності;
- спрощений порядок реалізації права на правонаступництво;

³ Graefer H. Finanzierung. — 3., Aufl. Hamburg: S + W Steuer und Wirtschaftsverl., 1997. — S. 115.

- можливість розміщення емісії серед величезного числа інвесторів, значна частина яких не претендує на контроль над підприємством;

- досить детальне нормативне регулювання діяльності АТ, що створює умови для захисту інтересів акціонерів, у т. ч. від «розмивання» капіталу;

- акціонери відповідають за зобов'язаннями товариства лише в межах належних їм акцій;

- оплата вартості акцій може здійснюватися як у грошовій, так і в майновій формі;

- порівняно низький рівень інформаційної асиметрії, оскільки АТ повинні публікувати свою звітність у засобах масової інформації, надавати детальну інформацію при емісії цінних паперів, що в цілому зменшує ризики, зумовлені принципал-агент-конфліктом.

Повнота участі акціонера в **управлінні** товариством та контролі за його діяльністю залежить від величини належного йому пакета акцій та їх виду — прості чи привілейовані. Дрібні акціонери мають право на участь у загальних зборах товариства, що з формального боку дає можливість участі в управлінні підприємством. Фактичне управління АТ та контроль за його діяльністю здійснюється крупними акціонерами, які володіють контрольним чи блокуючим пакетом корпоративних прав і мають можливість реально впливати на призначення членів наглядової ради та виконавчих органів.

Контрольний пакет корпоративних прав — кількість корпоративних прав (акцій, часток), яка забезпечує їх власнику право здійснювати фактичний контроль над діяльністю підприємства. За високої концентрації статутного капіталу контрольний пакет становить не менше 50 % загальної його суми + 1 акція. За значної диверсифікації контрольний пакет може дорівнювати 20—30 % номінальної вартості всіх корпоративних прав.

Контроль за фінансово-господарською діяльністю правління АТ здійснює ревізійна комісія, яка призначається з числа акціонерів.

Обираючи акціонерну форму організації бізнесу, слід враховувати накладні витрати, які в цілому збільшують вартість залучення власного капіталу. До таких витрат належать:

- витрати на оплату послуг незалежного оцінювача вартості майна АТ;

- витрати, пов'язані з друкуванням звітності;

- оплата послуг фінансових посередників і реєстраторів;
- витрати на аудиторські перевірки;
- витрати, пов'язані з емісією акцій;
- витрати на проведення зборів акціонерів;
- витрати, пов'язані з наданням Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) інформації про майновий стан і фінансово-господарську діяльність товариства тощо.

Фінансування акціонерного товариства може здійснюватися за рахунок надходження коштів від емісії акцій (простих і привілейованих), випуску облігацій, цінних паперів, що конвертуються в акції (конвертовані облігації), опціонів на придбання акцій. Окрім цього, джерелом поповнення капіталу може бути тезаврований прибуток, банківські та комерційні позички.

Механізм збільшення і зменшення статутного капіталу акціонерних товариств охарактеризовано в розд. 3.

2.6. ОСОБЛИВОСТІ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ КОМАНДИТНИХ І ПОВНИХ ТОВАРИСТВ

Поряд із суб'єктами господарювання, власники яких несуть обмежену відповідальність за боргами товариства, можуть створюватися також господарські одиниці, власники яких несуть необмежену відповідальність. До таких суб'єктів господарювання належать товариства з повною відповідальністю та командитні товариства. Ці товариства діють на підставі установчого договору.

Повним визнається таке **товариство**, всі учасники якого ведуть спільну підприємницьку діяльність і несуть солідарну відповідальність за зобов'язаннями товариства всім своїм майном. Установчий договір про повне товариство повинен визначати розмір частки кожного з учасників, розмір, склад і порядок внесення вкладів, форму їх участі у справах товариства.

Ведення справ товариства може здійснюватися або всіма учасниками, або одним чи кількома з них, які виступають від імені товариства. В останньому випадку обсяг повноважень учасників визначається дорученням, яке має бути підписано рештою учасників товариства. Якщо в установчому договорі визначаються кілька учасників, які наділяються повноваженнями на ведення справ товариства, то передбачається, що кожен з них може діяти від імені товариства самостійно. В установчому договорі може

бути відзначено, що такі учасники мають право вчиняти відповідні дії лише спільно.

Командитним товариством визнається товариство, в якому разом з одним або більше учасниками, які здійснюють від імені товариства підприємницьку діяльність і несуть відповідальність за зобов'язаннями товариства всім своїм майном (комплементаріями), є один або більше учасників, відповідальність яких обмежується вкладом у майні товариства (вкладників).

Вкладники командитного товариства, які несуть обмежену відповідальність, також називаються командитистами. В установчому договорі стосовно командитистів указуються тільки сукупний розмір їх часток у майні товариства, а також розмір, склад і порядок внесення ними вкладів. Сукупний розмір часток вкладників не повинен перевищувати 50 % майна товариства, зазначеного в установчому договорі.

У зарубіжній практиці господарювання можна зустріти також форму організації бізнесу у вигляді командитних товариств з випуском акцій. Командитисти в таких товариствах здебільшого є держателями акцій, які мають обмежене право голосу на зборах власників: пріоритет віддається комплементаріям.

Якщо у командитному товаристві беруть участь два або більше учасників з повною відповідальністю, вони несуть солідарну відповідальність за боргами товариства. Управління справами командитного товариства здійснюється тільки учасниками з повною відповідальністю.

Щодо учасників товариства з повною відповідальністю та комплементаріїв командитного товариства здебільшого діють однакові норми законодавства. Так, передача учасником повного товариства чи комплементарієм своєї частки (її частини) іншим учасникам товариства або третім особам може бути здійснена лише за згодою всіх учасників. З передачею частки (її частини) третій особі здійснюється одночасно перехід усієї сукупності прав та обов'язків, що належали учаснику, який вибув з повного товариства або уступив частину своєї частки.

Правонаступник учасника чи комплементарія має переважне право вступу до товариства за згодою решти учасників. Він несе відповідальність за борги учасника, що виникли за час діяльності товариства, перед повним (командитним) товариством, а також за борги товариства перед третіми особами.

При виході учасника з товариства йому виплачується вартість його внеску відповідно до балансу, складеного на день виходу. На вимогу учасника та за згодою товариства внесок може бути

повернуто повністю або частково в натуральній формі. Учаснику, який вибув, сплачується належна йому частина прибутку, одержаного товариством у даному році.

Звернення стягнення на частку учасника в товаристві за його власними зобов'язаннями не допускається. За недостатності майна учасника для покриття боргів за зобов'язаннями кредитори можуть вимагати в установленому порядку ліквідації товариства або виділення частки учасника-боржника. Решта учасників вправі з метою збереження товариства виділити частку учасника-боржника в грошовій або натуральній формі відповідно до балансу, складеного на день вибуття такого учасника з товариства.

Якщо при ліквідації товариства виявиться, що наявного майна не вистачає для сплати всіх боргів, за товариство у недостатній частині несуть солідарну відповідальність його учасники (комплементарії) усім своїм майном, на яке відповідно до законодавства України може бути звернено стягнення. Учасник (комплементарій) товариства відповідає за борги товариства незалежно від того, виникли вони після чи до його вступу до товариства. Учасник, який сплатить повністю борги товариства, вправі звернутися з регресною вимогою у відповідній частині до решти учасників, які несуть перед ним відповідальність пропорційно своїй частці у майні товариства.

Якщо вкладник командитного товариства укладає угоду від імені і в інтересах товариства без відповідних повноважень, то у разі схвалення його дій командитним товариством він разом з учасниками з повною відповідальністю відповідає за угодою перед кредиторами всім своїм майном. Якщо схвалення не буде одержано, вкладник відповідає перед третьою особою самостійно всім своїм майном, на яке відповідно до законодавства може бути звернено стягнення.

При вибутті всіх вкладників з командитного товариства учасники з повною відповідальністю вправі замість ліквідації товариства перетворити його на повне товариство. У такому разі, як і при ліквідації товариства, необхідно внести відповідні зміни до установчого договору і державного реєстру.

Досить часто учасниками товариств з повною відповідальністю чи комплементаріями командитного товариства є ТОВ. Таким чином, з формального боку, учасники такого товариства несуть необмежену відповідальність, а фактичні власники (наприклад, фізичні особи) — обмежену. Хоча в деяких країнах, наприклад у Швейцарії, створення такого роду товариств, засновниками яких є ТОВ, законодавчо заборонено. У Німеччині, навпаки, законодав-

ством передбачена така форма організації бізнесу (GmbH & Co KG).

2.7. ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ КООПЕРАТИВІВ

Кооператив — юридична особа, утворена фізичними та/або юридичними особами на засадах добровільного членства та об'єднання майнових пайових внесків для спільної виробничої діяльності та обслуговування переважно членів кооперативу. В Україні кількість членів кооперативу залежить від його виду та галузі діяльності. У Німеччині, наприклад, мінімальна кількість членів будь-якого кооперативу становить сім осіб. Вважається, що головною метою створення кооперативів є не стільки одержання прибутку, скільки фінансове, організаційне сприяння господарській діяльності та задоволення економічних потреб його членів⁴.

Кооператив має всі ознаки підприємства: самостійний баланс, розрахунковий та інші рахунки в установах банків, печатку зі своїм найменуванням, виконавчі органи. Основним правовим документом, що регулює діяльність кооперативу, є статут.

Засновниками та членами кооперативу можуть бути лише резиденти України. *Членом кооперативу* може бути фізична або юридична особа, яка зробила *вступний і пайовий внески* в розмірах, визначених статутом кооперативу (чи спілки), визнає принципи і цілі кооперативу, дотримується вимог його статуту і користується правом ухвального голосу в кооперативі. Вступ до кооперативу здійснюється на підставі поданої заяви. Рішення правління (голови) кооперативу про прийняття до кооперативу підлягає схваленню загальними зборами.

Вступний внесок — внесок фізичної або юридичної особи в грошовій формі понад пай при вступі в кооператив для організаційного забезпечення його діяльності в розмірах, встановлених статутом. Вступний внесок зараховується в неподільний фонд і в разі виходу з кооперативу не повертається.

Статутний капітал кооперативів формується за рахунок пайових внесків. **Пай** — майновий внесок члена кооперативу у створення та розвиток капіталу кооперативу, який здійснюється шляхом передачі кооперативу майна, в т. ч. грошей, майнових прав, а також земельної ділянки. Розміри пайових внесків встановлю-

⁴ *Olfert O.* Finanzierung. Kompendium der praktischen Betriebswirtschaft. — Ludwigshafen: Friedrich Kiehl Verlag GmbH, 1999. — S. 226.

ються в рівних частинах і/або пропорційно очікуваній участі члена кооперативу в його господарській діяльності.

Кооператив *відповідає за своїми зобов'язаннями* всім належним йому майном. Члени кооперативу (якщо інше не передбачено статутом) відповідають за зобов'язаннями кооперативу тільки в межах пайового майнового внеску. Кооператив не несе відповідальності за зобов'язаннями членів кооперативу.

Розрізняють **три основні види кооперативів**:

- *виробничі*, що здійснюють виробництво товарів, продукції, робіт, а також надання платних послуг підприємствам, організаціям, установам і громадянам (діяльність таких кооперативів ґрунтується на засадах обов'язкової трудової участі його членів у процесі виробництва);

- *споживчі (обслуговуючі)* — задовольняють потреби своїх членів та інших громадян у фінансово-кредитному, торговельному й побутовому обслуговуванні, а також членів кооперативів у житлі, садових ділянках, гаражах і стоянках для автомобілів тощо;

- *універсальні*, які розвивають різноманітну виробничу діяльність, а також здійснюють різного роду обслуговування своїх членів.

Вітчизняним законодавством передбачена можливість створення сільськогосподарських, обслуговуючих, промислових, транспортних, житлових та будівельних кооперативів, багатофункціональних товариств у системі споживчої кооперації; кредитних спілок, кооперативних банків і товариств для взаємного страхування.

До основних принципів діяльності кооперативів можна віднести такі:

- ◆ добровільність членства в кооперативі та безперешкодний вихід з нього;

- ◆ обов'язкова трудова участь членів кооперативу у діяльності виробничого кооперативу;

- ◆ обов'язкова участь членів у господарській діяльності обслуговуючого кооперативу;

- ◆ демократичний характер управління, рівні права у прийнятті рішень за правилом «один член кооперативу — один голос»;

- ◆ розподіл доходу між членами кооперативу відповідно до їх участі в діяльності кооперативу;

- ◆ контроль членів кооперативу за його роботою в порядку, передбаченому статутом.

Основними правами членів кооперативу є:

- участь в управлінні справами кооперативу, право голосу на загальних зборах кооперативу, право обирати і бути обраним в органи управління кооперативом;
- користування послугами кооперативу;
- одержання кооперативних виплат — частини доходу кооперативу, що підлягає розподілу між його членами;
- одержання частки доходу на пай (додатковий пай);
- одержання паю в разі виходу з кооперативу в порядку і термін, визначені статутом кооперативу.

Фінансові ресурси кооперативу формуються за рахунок: доходу від реалізації продукції (робіт, послуг), пайових та інших внесків членів кооперативу, кредитів та інших надходжень, не заборонених законодавством.

Вищим органом **управління** кооперативу є загальні збори. До органів управління належить правління кооперативу. Правління або виконавчий директор кооперативу використовує фінансові ресурси відповідно до кошторисів або інших документів, зокрема бюджетів, затверджених органами управління кооперативу згідно з їх компетенцією. У разі потреби кооператив наймає виконавчого директора, утворює спостережну раду

Найпоширенішими в Україні є сільськогосподарські та споживчі кооперативи, а також такий їх різновид, як кредитні спілки. Законодавчими та нормативними актами передбачено ряд особливостей у фінансовому забезпеченні діяльності кожного з цих напрямів кооперації.

Сільськогосподарські кооперативи. Членами сільськогосподарського кооперативу можуть бути як фізичні, так і юридичні особи, що здійснюють свою діяльність у сфері сільського господарства. Кількість членів кооперативу **не може бути меншою ніж три особи**. Майно кооперативу відповідно до його статуту поділяється на *пайовий* і *неподільний капітал*. Неподільний капітал утворюється за рахунок вступних внесків і майна кооперативу (за винятком землі).

Членами виробничого сільськогосподарського кооперативу можуть бути тільки фізичні особи (які досягли 16-річного віку), а членами обслуговуючого кооперативу — як фізичні, так і юридичні особи, які визнають статут і дотримуються його вимог, користуються послугами, формують фонди та беруть участь у діяльності кооперативу. Члени кооперативу передають право користування належною їм земельною ділянкою кооперативу як пайовий внесок у порядку, визначеному Земельним кодексом України. За земельну ділянку, передану в користування, справля-

ється відповідна плата згідно з договором у розмірах, визначених загальними зборами. *За претензіями кредиторів звернення стягнення на земельні ділянки, надані кооперативу в користування, не допускається.*

Дохід сільськогосподарського кооперативу формується з надходжень від господарської діяльності після покриття матеріальних і прирівняних до них витрат і витрат на оплату праці найманого персоналу. Порядок використання доходу кооперативу встановлюється статутом. Кооперативні виплати і виплата часток доходу на паї членам кооперативу та асоційованим членам до оплати праці не належать.

Кооперативні виплати — це частина доходу кооперативу, яка розподіляється між його членами пропорційно їх участі у накопиченні цього доходу та з урахуванням трудової та іншої участі членів кооперативу в його діяльності. Нарахування і виплата часток доходу на паї здійснюється за підсумками фінансового року з доходу, що залишається у розпорядженні кооперативу з урахуванням необхідності формування фондів для його розвитку. Відповідно до рішення загальних зборів кооперативу виплата часток доходу на паї може здійснюватися грішми, товарами, цінними паперами, збільшенням паю тощо.

У разі виходу з кооперативу фізична чи юридична особа має право на отримання майнового паю натурою, грішми або, за бажанням, цінними паперами відповідно до його вартості на момент виходу, а земельної ділянки — в натурі (на місцевості).

Для виконання статутних завдань сільськогосподарські кооперативи та їх об'єднання можуть створювати підприємства різних видів (кооперативні підприємства). Кооператив може реорганізовуватися в підприємства інших форм господарювання за рішенням загальних зборів (засновників) у порядку, визначеному статутом. У разі реорганізації кооперативу всі його права та обов'язки переходять до правонаступників.

Споживчі кооперативи. Споживча кооперація — це добровільне об'єднання громадян для спільного ведення господарської діяльності (торговельної, заготівельної, виробничої) з метою поліпшення свого економічного та соціального стану.

Членство у споживчому товаристві може бути індивідуальним і колективним. Індивідуальне членство в споживчому товаристві реалізується в такому ж порядку, як і в інших видах кооперативів. Колективними членами споживчого товариства можуть бути селянські (фермерські) господарства, колективні сільськогосподар-

ські підприємства, господарські товариства, кооперативні, державні та інші підприємства, що поділяють його цілі та інтереси.

Фінансові ресурси споживчої кооперації, відповідальність її членів за борги кооперативу, фінансово-кредитні відносини є аналогічними тим, що регламентовані для кооперативів як форми організації бізнесу.

Споживчі товариства та їх спілки, виходячи зі статутних вимог, мають право створювати (реорганізовувати, ліквідувати) для здійснення своїх статутних завдань будь-які підприємства, установи, організації, біржі, комерційні банки, фінансово-розрахункові центри, страхові товариства та інші об'єкти, вступати як засновники або учасники до господарських товариств, спільних підприємств, асоціацій та інших об'єднань для розв'язання господарських і соціальних завдань.

Реорганізація та ліквідація споживчого товариства провадиться за рішенням загальних зборів його членів або за рішенням господарського суду. У разі ліквідації товариства майно, що залишилося після сплати членам товариства пайових та інших внесків і дивідендів на них, розрахунків з оплати праці, виконання зобов'язань перед бюджетом, банками та іншими кредиторами, розрахунків зі спілкою, розподіляється між членами, що входили до складу споживчого товариства.

Кооперативні банки та кредитні спілки. Законом України «Про банки і банківську діяльність» передбачена можливість створення *кооперативного банку*, який є кредитною установою, що забезпечує коштами розвиток кооперативу, проводить касово-розрахункове обслуговування, репрезентує його інтереси в господарських і фінансових органах. Кооперативні банки мобілізують вільні кошти кооперативів та їх членів на договірних засадах і можуть брати участь своїми коштами в господарській діяльності кооперативів.

Мінімальна кількість учасників місцевого кооперативного банку має бути не менше 50 осіб. Статутний капітал такого банку формується за рахунок паїв, які вносяться його учасниками. Цікавим є те, що кожний учасник кооперативного банку незалежно від розміру своєї участі у капіталі має право одного голосу. Прибутки або збитки кооперативного банку за результатами фінансового року розподіляються між учасниками пропорційно розміру їх паю.

Одним з різновидів кооперативів є *кредитні спілки*, які можна розглядати як спрощену форму кооперативного банку. Кредитна спілка — це неприбуткова організація, заснована фізичними осо-

бами на кооперативних засадах з метою задоволення потреб її членів у взаємному кредитуванні та наданні фінансових послуг за рахунок об'єднаних грошових внесків членів кредитної спілки. Після реєстрації місцевими органами державної влади кредитна спілка стає юридичною особою, має відокремлене майно, самостійний баланс, рахунки в установах банків, печатку, штампи, бланки та інші реквізити.

Членами кредитної спілки, в тому числі її засновниками, можуть бути громадяни України, іноземні громадяни, особи без громадянства, які постійно проживають в Україні, досягли 18 років, не обмежені у дієздатності. На відміну від сільськогосподарських та споживчих кооперативів, кредитні спілки не можуть утворюватись юридичними особами і не можуть бути засновниками суб'єктів підприємницької діяльності.

Кредитна спілка створюється у складі не менше ніж 50 осіб і об'єднує громадян за місцем їх роботи, проживання, а також за професійною ознакою, ознаками членства у громадській організації, належності до релігійної організації тощо. Членові спілки, який вибуває, кредитна спілка виплачує всі його членські внески разом з належним доходом після відрахування його заборгованостей перед спілкою.

До основних видів фінансової діяльності кредитної спілки можна віднести:

- приймання внесків від членів спілки;
- надання позичок членам спілки та іншим кредитним спілкам;
- надання поручительств щодо виконання членами спілки зобов'язань перед третіми особами.

Члени спілки несуть фінансову відповідальність щодо її зобов'язань перед державними установами, кооперативними, громадськими об'єднаннями та фізичними особами **в межах своїх членських внесків**.

У кредитній спілці за рішенням загальних зборів створюється кредитний комітет, який складається не менше ніж з трьох членів спілки. Цей орган відповідає за реалізацію кредитної політики, визначеної правлінням, та приймає рішення про надання позичок або готує відповідні подання до розгляду правління.

Кошти кредитної спілки утворюються здебільшого із вступних і членських внесків її членів. *Вступний внесок* сплачується членом одноразово при прийнятті в спілку і не повертається при припиненні членства. *Членський внесок*, який належить членові спілки на правах власності, визначає його частку в майні та його особисту фінансову відповідальність за зобов'язаннями спілки.

За рахунок коштів спілки формується позичковий (використовується для надання позичок) та резервний (використовується для покриття втрат від неповернення позичок) капітал.

Якщо кредитний комітет приймає рішення про надання позички, то між кредитною спілкою та позичальником укладається кредитна угода, в якій визначаються строк та умови повернення позички. Одному членові кредитної спілки не може бути надано позичку, що перевищує 10 % від позичкового фонду кредитної спілки (на момент подання заяви). Одноразова позичка, що перевищує визначений у статуті розмір, надається обов'язково під заставу майна або майнових прав.

У разі наявності в кредитній спілці вільних коштів та відсутності незадоволеного попиту на позички спілка має право надавати позички іншим кредитним спілкам та асоціаціям кредитних спілок.

У разі ліквідації кредитної спілки кожному її членові виплачуються членські внески разом з належним доходом, а також пропорційна кількості його членських внесків частина резервного фонду, але лише після того, як кредитна спілка розрахується за своїми зобов'язаннями перед третіми особами.

2.8. ОСОБЛИВОСТІ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ З ІНОЗЕМНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ

Підприємство з іноземними інвестиціями — підприємство будь-якої організаційно-правової форми, створене відповідно до законодавства України, іноземна інвестиція в статутному капіталі якого, за його наявності, становить не менше 10 %. Рівень відповідальності іноземних інвесторів за боргами підприємства з іноземними інвестиціями залежить від особливостей обраної організаційно-правової форми. Зазначені підприємства можуть утворюватися в результаті:

а) часткової участі у підприємствах, що створюються спільно з українськими юридичними і фізичними особами;

б) придбання корпоративних прав діючих підприємств;

в) створення підприємств, що повністю належать іноземним інвесторам, філій та інших відокремлених підрозділів іноземних юридичних осіб або придбання у власність діючих підприємств повністю.

Вітчизняне законодавство розрізняє такі основні види **іноземних інвестицій**:

1) іноземна валюта, що визнається конвертованою Національним банком України;

2) валюта України (у разі реінвестицій);

3) будь-яке рухоме і нерухоме майно та пов'язані з ним майнові права;

4) акції, облигації, інші цінні папери, а також корпоративні права (права власності на частку (пай) у статутному фонді юридичної особи, створеної відповідно до законодавства України або законодавства інших країн), виражені у конвертованій валюті;

5) грошові вимоги та права на вимоги виконання договірних зобов'язань, які гарантовані першокласними банками і вартість яких виражена у конвертованій валюті;

6) іноземні інвестиції у вигляді будь-яких прав інтелектуальної власності;

7) права на провадження господарської діяльності, включаючи права на користування надрами та використання природних ресурсів, наданих відповідно до законодавства України або згідно з договорами;

8) інші цінності відповідно до законодавства України.

Якщо інвестиції здійснюються не у грошовій формі, то вони мають бути оцінені як в іноземній конвертованій валюті, так і в гривнях за угодою сторін. Оцінка проводиться з урахуванням міжнародних або українських ринкових цін із застосуванням обмінного курсу НБУ.

Державна реєстрація іноземних інвестицій здійснюється органами державної реєстрації після їх фактичного внесення. Для державної реєстрації іноземних інвестицій іноземний інвестор або уповноважена ним особа подає органу державної реєстрації такі документи:

- інформаційне повідомлення про внесення іноземної інвестиції, заповнене за спеціальною формою з відміткою податкового органу за місцем здійснення інвестиції про її фактичне внесення;

- документи, що підтверджують форму здійснення іноземної інвестиції (установчі документи, договори (контракти) про виробничу кооперацію, спільне виробництво та інші види спільної інвестиційної діяльності, концесійні договори тощо);

- документи, що підтверджують вартість іноземної інвестиції;

- документ, що свідчить про внесення заявником плати за реєстрацію (у розмірі 20 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян на день здійснення реєстрації іноземної інвестиції).

Державна реєстрація іноземної інвестиції діє протягом усього періоду функціонування інвестиції. У разі повної або часткової репатріації іноземної інвестиції за кордон іноземний інвестор або уповноважена ним особа повинні повідомити про це відповідний орган державної реєстрації.

Підприємства, створені за участю іноземних інвестицій, а також об'єкти (результати) спільної діяльності на території України за участю іноземних інвестицій без створення юридичної особи, в т. ч. на основі договорів (контрактів) про виробничу кооперацію, спільне виробництво, спільну діяльність тощо, *підлягають валютному регулюванню та оподаткуванню за правилами, встановленими законодавством України з питань валютного регулювання та оподаткування підприємств, створених без участі іноземних інвестицій*, за винятком випадків, коли законодавство України встановлено пільговий порядок оподаткування підприємств, створених без участі іноземних інвестицій. Винятком з цього правила є надання податкових канікул підприємствам автомобільної промисловості у разі інвестування в них іноземних інвестицій на суму, що перевищує 150 млн дол. США.

Нерезидент може бути засновником суб'єкта малого підприємництва — юридичної особи, платника єдиного податку. Право на сплату єдиного податку виникає, якщо у статутному фонді суб'єкта малого підприємництва частка нерезидента не перевищує 25 %.

Майно, що ввозиться в Україну як внесок іноземного інвестора до статутного фонду підприємств з іноземними інвестиціями (крім товарів для реалізації або власного споживання), звільняється від обкладення митом. Митні органи здійснюють пропуск такого майна на територію України на підставі виданого підприємством простого векселя на суму мита з відстроченням платежу не більше ніж на 30 календарних днів з дня оформлення ввізної вантажної митної декларації. Вексель погашається і ввізне мито не справляється, якщо у період, на який дається відстрочка платежу, зазначене майно зараховане на баланс підприємства і податковою інспекцією за місцезнаходженням підприємства зроблена відмітка про це на примірнику векселя.

Згідно із законодавством операції з передачі основних засобів як внеску до статутного фонду юридичної особи для формування її цілісного майнового комплексу в обмін на емітовані такою юридичною особою корпоративні права, у т. ч. при ввезенні основних фондів на митну територію України (крім підкакцизних

товарів) або при вивезенні за межі митної території України, *не є об'єктом обкладення ПДВ.*

Якщо протягом трьох років з часу зарахування іноземної інвестиції на баланс підприємства з іноземними інвестиціями майно, що було ввезено в Україну як внесок іноземного інвестора до статутного капіталу зазначеного підприємства, відчужується, у т. ч. через припинення діяльності цього підприємства (крім вивезення іноземної інвестиції за кордон), підприємство з іноземними інвестиціями сплачує ввізне мито та інші відповідні податки, які обчислюються, виходячи з митної вартості цього майна, перерахованої у валюту України за офіційним курсом валюти України, визначеним НБУ на день здійснення відчуження майна.

Іноземним інвесторам після сплати податків, зборів та інших обов'язкових платежів гарантується безперешкодний і негайний переказ за кордон їх прибутків, доходів та інших коштів в іноземній валюті, одержаних на законних підставах унаслідок здійснення іноземних інвестицій. З доходів нерезидентів України (дивіденди, проценти, роялті) стягується **податок на репатріацію** за ставкою 15 % у разі вивезення доходів за кордон. Згадана ставка може бути знижена відповідно до положень міжнародних договорів про усунення подвійного оподаткування (див. розділ 5).

2.9. ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ ДЕРЖАВНИХ І КАЗЕННИХ ПІДПРИЄМСТВ

Згідно із законодавством України управління майном, що є у загальнодержавній власності, покладено на міністерства та інші підвідомчі Кабінету Міністрів України органи державної виконавчої влади. Міністерства та інші відповідні органи виконують такі функції, що прямо чи опосередковано стосуються організації фінансової діяльності державних підприємств (ДП):

- приймають рішення про створення, реорганізацію, ліквідацію підприємств, установ і організацій, заснованих на загальнодержавній власності;
- затверджують статути (положення) підприємств, контролюють їх дотримання та приймають рішення у зв'язку з порушенням статутів (положень);
- укладають і розривають контракти з керівниками підприємств;

- здійснюють контроль за ефективністю використання і збереженням закріпленого за підприємством державного майна;
- дають згоду Фонду державного майна України на створення спільних підприємств будь-яких організаційно-правових форм, до статутного фонду яких передається майно, що є загальнодержавною власністю;
- готують разом з відповідними місцевими Радами народних депутатів висновки та пропозиції Кабінету Міністрів України щодо розмежування державного майна між загальнодержавною і комунальною власністю.

Пряме втручання в господарську діяльність підприємств, що перебувають у загальнодержавній власності, міністерствам та іншим підвідомчим Кабінету Міністрів України органам державної виконавчої влади **забороняється**.

Наймання керівника підприємства, що перебуває у загальнодержавній власності, здійснюється шляхом укладання з ним контракту.

Керівникам, заступникам керівників державних підприємств, установ і організацій, їх структурних підрозділів, а також посадовим особам державних органів, органів місцевого і регіонального самоврядування забороняється безпосередньо займатися підприємницькою діяльністю. Це не виключає їхнього права отримувати дивіденди від акцій, а також доходи від інших корпоративних справ.

Підприємствам загальнодержавної власності *забороняється передавати безоплатно* закріплене за ними майно іншим підприємствам, організаціям і установам, а також громадянам.

Державні підприємства не можуть бути учасниками комерційних банків. Правонаступниками державних підприємств стосовно комерційних банків, створених за їх участю, є Міністерство фінансів України (щодо підприємств, які перебувають у загальнодержавній власності) та відповідні органи, уповноважені управляти державним майном (щодо інших державних підприємств). Окрім цього, державні підприємства, за винятком будівельних організацій, підприємств будівельної індустрії та будівельних матеріалів, які є засновниками господарських товариств, що здійснюватимуть проектування та перспективне будівництво за кордоном, *не можуть бути засновниками підприємств будь-яких організаційних форм і видів, господарських товариств, кооперативів (суб'єктів підприємницької діяльності)*.

Правонаступниками державних підприємств стосовно суб'єктів підприємницької діяльності, створених за їх участю, є

органи, уповноважені управляти державним майном та державні органи приватизації (щодо суб'єктів зі змішаною формою власності).

Казенні підприємства. На казенне підприємство, за рішенням Кабінету Міністрів України, може бути перетворене державне підприємство, яке відповідно до законодавства України не підлягає приватизації. Рішення про перетворення державного підприємства на казенне приймається за наявності однієї з таких умов:

- ◆ підприємство провадить виробничу або іншу діяльність, яка відповідно до законодавства може здійснюватись тільки державним підприємством;

- ◆ головним споживачем продукції підприємства (більше ніж 50 %) є держава;

- ◆ підприємство є суб'єктом природних монополій.

Управління казенним підприємством здійснюють органи, уповноважені управляти відповідним державним майном. Органами управління казенними підприємствами є міністерства та інші центральні органи виконавчої влади.

Міністерство або інший центральний орган виконавчої влади:

- призначає на посаду та звільняє з посади керівника казенного підприємства за погодженням з Кабінетом Міністрів України;

- затверджує статут казенного підприємства та зміни до нього, здійснює контроль за додержанням статуту та приймає рішення у зв'язку з його порушенням;

- здійснює контроль за ефективністю використання майна, що є у державній власності і закріплене за казенним підприємством;

- здійснює планування і фінансовий контроль за господарською діяльністю казенного підприємства, затверджує фінансовий план і план розвитку казенного підприємства та обов'язково укладає з ним державні контракти на поставку продукції (виконання робіт, надання послуг) для державних потреб;

- визначає порядок використання чистого прибутку казенного підприємства шляхом встановлення обов'язкових нормативів розподілу такого прибутку;

- затверджує умови та фонд оплати праці казенного підприємства з урахуванням умов, передбачених галузевою угодою.

Казенне підприємство відповідає за своїми зобов'язаннями коштами та іншим майном, що є в його розпорядженні, крім основних засобів. У разі недостатності у казенного підприємства

таких коштів та майна відповідальність за його зобов'язаннями несе орган управління.

Казенні підприємства мають право вступати до асоціацій, консорціумів, концернів та інших об'єднань підприємств лише за погодженням з Кабінетом Міністрів України.

Положення **законодавства про банкрутство** не застосовуються до юридичних осіб — казенних підприємств. До підприємств, що є об'єктами права державної власності, які не підлягають приватизації, зазначене законодавство застосовується в частині санації чи ліквідації лише після виключення їх у встановленому порядку з переліку таких об'єктів.

Якщо порушено провадження у справі про банкрутство державного підприємства, його трудовий колектив має переважне право вимагати передачі йому цілісного майнового комплексу підприємства-боржника в оренду за умови взяття на себе грошових зобов'язань боржника і за наявності згоди на це кредиторів.

2.10. ФІНАНСУВАННЯ СПІЛЬНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ НА ОСНОВІ ДОГОВОРІВ КООПЕРАЦІЇ

Спільна діяльність — це господарська діяльність зі створенням або без створення юридичної особи, котра є об'єктом спільного контролю двох або більше сторін згідно з письмовою угодою між ними. Отже, суб'єкти господарювання можуть фінансувати спільні інвестиційні проекти чи окремі операції на підставі договорів про спільну діяльність без створення нової юридичної особи. Договори (контракти) про спільну інвестиційну діяльність (виробничу кооперацію, спільне виробництво тощо), не пов'язану зі створенням юридичної особи, можуть укладатися як між резидентами України, так і між резидентами та іноземними інвесторами. Такі договори бувають як *двосторонніми, так і багатосторонніми*, тобто без обмеження кількості учасників спільної діяльності.

Грошові та інші майнові внески учасників такого договору, а також майно, створене або придбане в результаті їх спільної діяльності, є спільною власністю сторін, яка за своїм характером є частковою власністю.

За кожною угодою про спільну діяльність без створення юридичної особи дозволяється відкривати один рахунок у банку в іноземній та (або) національній валюті.

Управління та контроль. Укладаючи договір про спільну діяльність, сторони повинні вирішити питання про порядок ведення спільних справ та управління цією діяльністю. На практиці використовують такі варіанти управління спільною діяльністю:

1) сторонами може бути створена рада з числа їх працівників, яка приймає рішення не більшістю голосів, а за загальною згодою;

2) керівництво спільною діяльністю доручається одному з учасників договору, на нього ж покладається і ведення спільних справ.

На практиці здебільшого використовується останній варіант. У такому разі, крім умов договору про покладення ведення спільних справ на одного з учасників договору, інші учасники видають довіреність про надання йому повноважень для представництва перед третіми особами. Особа, на яку покладено ведення спільних справ, укладає договори, пов'язані із забезпеченням спільної діяльності, від свого імені і сама набуває цивільних прав і несе обов'язки за договорами.

Таким чином, можна виокремити дві категорії учасників спільної діяльності:

- контролюючий учасник — це сторона, котра є учасником спільної діяльності і здійснює спільний контроль та управління цією діяльністю;

- інвестор у спільній діяльності — це сторона, котра є учасником спільного підприємства і не здійснює спільного контролю за цим підприємством.

У процесі дії договору про спільну діяльність кожний з її учасників без згоди інших сторін не має права розпоряджатись своєю часткою у спільній власності. З метою досягнення результатів такої діяльності право розпорядження спільним майном, у т. ч. шляхом його відчуження, має особа, на яку покладено ведення спільних справ, за умови, що це передбачено договором і довіреністю.

Відповідальність учасників спільної діяльності. У процесі реалізації договору про спільну діяльність особа, на яку покладено ведення спільних справ, може мати певні *витрати, збитки* (наприклад, витрати на орендну плату, експлуатаційні витрати, сплата мита, курсові збитки тощо). Порядок їх покриття визначається договором. Якщо договором такий порядок не передбачено, то спільні витрати і збитки покриваються за рахунок спільного майна учасників договору про спільну діяльність, тобто за рахунок їх грошових та інших майнових внесків, а також майна,

яке створене або придбане в результаті їх спільної діяльності. Якщо цього майна недостатньо, то відповідна сторона має право, у т. ч. через пред'явлення позову, вимагати покриття збитків усіма учасниками спільної діяльності. Такі збитки повинні покриватися всіма учасниками спільної діяльності пропорційно їх внескам у спільне майно.

Фінансовий та податковий облік. Сторони за договорами кооперації повинні вести окремий фінансовий облік та складати звітність про операції, пов'язані з виконанням умов цих договорів (контрактів). Чинне податкове законодавство покладає ведення податкового обліку результатів спільної діяльності (окремо від обліку власної діяльності) на учасника, якому доручено ведення спільних справ та управління діяльністю. Цей учасник вважається платником податку за договором про спільну діяльність. До числа його обов'язків входять:

- окремий облік результатів діяльності;
- складання відповідного податкового звіту із декларацією про прибуток, одержаний від такої діяльності;
- складання та подання до податкового органу декларації з ПДВ за результатами такої діяльності;
- виписування податкових накладних, ведення книги обліку придбання та продажу товарів (робіт, послуг);
- здійснення нарахування та сплати податку на прибуток, ПДВ та інших податків.

Частка учасника спільної діяльності без створення юридичної особи в активах, що спільно контролюються, відображається в бухгалтерському обліку цього учасника у складі відповідних активів. Кожен учасник спільної діяльності відображає у своїй фінансовій звітності:

- а) активи, задіяні у спільній діяльності, які він контролює, або свою частку в активах, що спільно контролюються;
- б) зобов'язання, які він узяв для здійснення цієї діяльності;
- в) свою частку в будь-яких зобов'язаннях, узятих разом з іншими учасниками стосовно цієї діяльності;
- г) дохід або витрати, які є результатом спільної діяльності.

Оподаткування. Податкові органи ведуть облік договорів про спільну діяльність на підставі копій цих договорів, які після їх укладення направляються платником податку до державної податкової адміністрації за його місцезнаходженням. Після взяття на облік договору в державній податковій адміністрації йому присвоюється обліковий номер.

Платник податку самостійно за загальнозстановленим порядком визначає суму податку на прибуток, одержаний від спільної діяльності. При визначенні оподатковуваного прибутку до складу валового доходу платника податку не включаються суми грошових або майнових внесків, що надходять згідно з договорами про спільну діяльність без створення юридичної особи.

Виплата учаснику частини доходу від спільної діяльності здійснюється у такому порядку:

а) платник податку визначає результати спільної діяльності на кінець звітного періоду і розподіляє суму одержаного прибутку між учасниками згідно з умовами договору;

б) платник податку нараховує та утримує податок у розмірі 30 % доходу, нарахованого окремо кожному учаснику договору;

в) податок вноситься до бюджету до/або одночасно із виплатою учаснику спільної діяльності належного йому доходу;

г) платіжний документ, який надається платником податку банківській установі, що його обслуговує, повинен відображати суму доходу учасника, що підлягає виплаті, а також утриману з цього доходу суму податку;

д) у разі, коли доходи від спільної діяльності не розподіляються протягом звітного періоду з метою оподаткування, вони вважаються розподіленими між учасниками згідно з умовами договору про спільну діяльність на кінець такого звітного періоду і підлягають оподаткуванню у загальнозстановленому порядку.

Якщо протягом звітного періоду витрати, понесені платником податку у зв'язку з проведенням спільної діяльності, перевищують доходи, отримані від таких операцій, то балансові збитки переносяться на зменшення прибутку наступного звітного (податкового) кварталу, а також кожного з наступних 20-ти звітних (податкових) кварталів до повного погашення суми таких збитків. Якщо сума таких балансових збитків не погашається за рахунок отриманих валових доходів у згаданому порядку, то сума прибутку наступних звітних (податкових) кварталів, який одержаний від спільної діяльності і підлягає розподілу між учасниками договору, не зменшується на непогашену суму таких балансових збитків.

Якщо у разі повного припинення спільної діяльності платник податку — учасник такої діяльності отримує кошти або майно, вартість яких перевищує балансову вартість внесених коштів або майна, то сума перевищення включається до валового доходу такого учасника. Якщо сума коштів або вартість майна менша за

номінальну вартість внесених учасником коштів або майна, сума збитків відноситься до складу валових витрат платника податку у податковий період отримання такої компенсації, але не раніше періоду повної ліквідації спільної діяльності.

Юридичні особи, що отримують дохід від спільної діяльності, з якого утримано податок, не включають такі доходи до складу валового доходу.

Учасником спільної діяльності без створення юридичної особи може бути іноземний інвестор. Загальний порядок здійснення такої спільної діяльності є такий самий, як і без його участі. Особливості стосуються лише порядку реєстрації таких договорів, оподаткування внесків у таку діяльність та валютного регулювання і оподаткування у разі репатріації доходів.

Договори кооперації за участю іноземного інвестора підлягають державній реєстрації. Реєстрація договорів (контрактів) відповідно до Закону України «Про режим іноземного інвестування» є підставою для здійснення іноземної інвестиції за такими договорами.

Майно (крім товарів для реалізації або власного споживання), що ввозиться в Україну іноземними інвесторами на строк не менше трьох років з метою інвестування на підставі зареєстрованих договорів (контрактів), звільняється від обкладення митом та іншими ввізними податками в тому ж порядку, який передбачений для підприємств з іноземними інвестиціями (див. підрозд. 2.8). При відчуженні такого майна раніше трьох років з часу зарахування його на баланс зазначені податки сплачуються в повному обсязі.

Прибуток, одержаний від спільної інвестиційної діяльності за договорами (контрактами), оподатковується відповідно до законодавства України. Якщо платник податку здійснює на користь нерезидента-учасника договору про спільну діяльність виплату з доходу, отриманого таким нерезидентом від здійснення спільної діяльності на території України (у т. ч. на рахунки нерезидента, що ведуться в гривнях), то такий платник зобов'язаний утримувати під час виплати такого доходу та додатково сплачувати **податок на репатріацію** доходів у розмірі 15 % суми такого доходу за рахунок такої виплати.

Нерезидент (або постійне представництво нерезидента), який є учасником договору про спільну діяльність на території України без створення юридичної особи і має переваги відповідно до міжнародного договору України щодо звільнення (або зменшен-

ня) від оподаткування доходу, одержаного від спільної діяльності на території України, разом з декларацією про прибуток або з розрахунками оподаткованого прибутку та податку на прибуток заповнює і подає до державної податкової адміністрації за місцезнаходженням платника податку відомості про доходи, що звільнені від оподаткування або оподатковуються за спеціальними ставками на підставі міжнародних договорів України.

ТЕСТИ І ЗАДАЧІ

Тесту

Тест 1. *В яких організаційно-правових формах може бути засновано підприємство з іноземними інвестиціями в Україні?*

1. Акціонерне товариство.
2. Постійне представництво іноземної фірми.
3. Товариство з обмеженою відповідальністю.
4. Філія іноземної фірми.
5. Приватне підприємство.

Тест 2. *До основних критеріїв прийняття рішення про вибір правової форми організації бізнесу слід віднести такі:*

- 1) мінімальний обсяг статутного капіталу;
- 2) мінімізація дивідендних виплат;
- 3) законодавчі вимоги щодо виду діяльності;
- 4) мінімізація оподаткування;
- 5) рівень відповідальності власників.

Тест 3. *Учасники товариства з додатковою відповідальністю відповідають за боргами товариства...*

- 1) лише в межах їх вкладів у статутний капітал;
- 2) своїми внесками до статутного капіталу та частково належним їм приватним майном;
- 3) своїми внесками до статутного капіталу та всім своїм приватним майном;
- 4) своїми внесками до статутного та додаткового капіталу підприємства;
- 5) у межах їх вкладів до статутного капіталу та додатково придбаними облігаціями підприємства.

Тест 4. *Акціонери ВАТ відповідають за зобов'язаннями товариства...*

- 1) лише в межах належних їм акцій;
- 2) своїми внесками до статутного капіталу та частково належним їм приватним майном;
- 3) своїми внесками до статутного капіталу та всім своїм приватним майном;

- 4) своїми внесками до статутного та додаткового капіталу підприємства;
- 5) у межах їх вкладів до статутного капіталу та додатково придбаними облігаціями підприємства.

Тест 5. Учасники повного товариства відповідають за боргами товариства...

- 1) лише в межах їх вкладів у статутний капітал;
- 2) своїми внесками до статутного капіталу та частково належним їм приватним майном;
- 3) своїми внесками до статутного капіталу та всім своїм майном;
- 4) своїми внесками до статутного та додаткового капіталу підприємства;
- 5) у межах їх вкладів до статутного капіталу та додатково придбаними облігаціями підприємства.

Тест 6. Які з наведених характеристик приватного підприємця є правильними?

1. Приватний підприємець може відкривати розрахунковий рахунок у банку.
2. Суб'єкти підприємницької діяльності — фізичні особи повинні складати самостійний баланс.
3. Приватний підприємець відповідає за боргами суб'єкта господарювання, власником якого він є, всім своїм майном.
4. Приватним підприємцем може бути лише громадянин України.
5. Оподаткування доходів приватних підприємців регулюється законодавством про прибуткове оподаткування фізичних осіб.

Тест 7. Які з наведених характеристик приватного підприємства є правильними?

1. ПП може не мати статутного капіталу в момент реєстрації.
2. У приватного підприємства може бути лише один власник.
3. Власник ПП відповідає за боргами підприємства всім своїм майном.
4. ПП має самостійний баланс.
5. Засновниками ПП можуть бути лише резиденти.

Тест 8. Які з наведених характеристик стосуються ТОВ?

1. Товариство може емітувати облігації.
2. Корпоративні права співвласника товариства можуть бути придбані самим товариством.
3. Засновниками підприємства можуть бути лише фізичні особи.
4. До моменту реєстрації підприємства кожен з учасників повинен сплатити не менше 10 % зазначеного в установчих документах внеску.
5. Учасник товариства може уступити свою частку третім особам лише за згодою решти учасників.

Тест 9. Які з наведених характеристик стосуються АТ?

1. Товариство може емітувати облігації.
2. Корпоративні права співвласника товариства можуть бути придбані самим товариством.
3. Засновниками підприємства можуть бути лише юридичні особи.
4. Засновники зобов'язані бути держателями акцій на суму не менше 25 % статутного капіталу протягом усього періоду діяльності підприємства.
5. Акціонер може продати свої акції третім особам лише за згодою решти акціонерів.

Тест 10. Які з наведених характеристик державного підприємства є правильними?

1. Державні підприємства не можуть бути засновниками підприємств будь-яких суб'єктів підприємницької діяльності.
2. Рішення про збільшення статутного капіталу ДП приймається трудовим колективом.
3. Рішення про створення, реорганізацію, ліквідацію ДП приймаються міністерствами та іншими органами державної виконавчої влади.
4. Розподіл чистого прибутку ДП здійснюється за рішенням трудового колективу.
5. Керівникам, заступникам керівників ДП забороняється безпосередньо займатися підприємницькою діяльністю.

Тест 11. Казенні підприємства...

- 1) відповідають за своїми зобов'язаннями коштами та всім іншим майном;
- 2) при недостатності коштів та майна відповідальність за їх зобов'язаннями несе відповідний державний орган;
- 3) мають право вступати до асоціацій, консорціумів, концернів та інших об'єднань підприємств лише за погодженням з державними органами;
- 4) мають право купувати корпоративні права інших підприємств;
- 5) діє за фінансовим планом, затвердженим відповідним міністерством.

Тест 12. Нерезиденти при здійсненні фінансових інвестицій в Україну мають такі пільги...

- 1) не сплачують протягом 5 років податок на прибуток;
- 2) не сплачують митних платежів при здійсненні внесків у статутний капітал підприємства-резидента;
- 3) не сплачують податок на репатрійований прибуток;
- 4) не сплачують митних платежів при придбанні за межами України будь-якої сировини, матеріалів та комплектуючих, необхідних для діяльності підприємства з іноземними інвестиціями;
- 5) звільнені від сплати ПДВ при реалізації своєї продукції.

Задачі

Задача 1

У результаті ліквідації товариства з обмеженою відповідальністю обсяг виручки від реалізації ліквідаційної маси становив 800 тис. грн. Обсяг вимог кредиторів до підприємства — 1 млн грн. Статутний капітал підприємства дорівнює 100 тис. грн і сформований за рахунок вкладів чотирьох учасників товариства. Частка одного з учасників у статутному капіталі становить 70 %, а частки решти учасників є однаковими. Приватне майно найбільшого учасника — 200 тис. грн, у т. ч. йому належать облігації товариства, учасником якого він є, номінальною вартістю 50 тис. грн.

Визначити джерела погашення вимог кредиторів підприємства, якою мірою вони будуть задоволені.

Задача 2

Прийнято рішення про заснування відкритого акціонерного товариства. Засновниками була організована відкрита підписка на акції, результати якої характеризуються такими даними:

- номінальна вартість акцій — 20 грн; курс емісії — 100 %;
- кількість акцій, які підлягають розміщенню, — 10 000 шт.;
- накладні затрати, пов'язані із заснуванням підприємства, — 10 000 грн;
- на момент скликання установчих зборів АТ в цілому було сплачено 50 % номінальної вартості акцій.

Чи буде засноване АТ; який вигляд матиме перший розділ пасиву балансу АТ за умови його реєстрації? Відповідь коротко обґрунтувати.

Задача 3

Прийнято рішення про заснування відкритого акціонерного товариства. Засновниками була організована відкрита підписка на акції, результати якої характеризуються такими даними:

- номінальна вартість акцій — 20 грн; курс емісії — 110 %;
- кількість акцій, які підлягають розміщенню, — 10 000 шт.;
- накладні затрати, пов'язані із заснуванням підприємства, — 10 000 грн;
- на момент скликання установчих зборів АТ всі акції були сплачені за ціною емісії.

Навести всі позиції першого розділу пасиву балансу наново створеного АТ.

Задача 4

Трьома фізичними особами (А, Б і В) прийнято рішення про заснування товариства з обмеженою відповідальністю. Формування стартового капіталу ТОВ характеризується такими даними:

- зазначена в установчих документах відносна частка окремих учасників у статутному капіталі становить: А — 40 %; Б — 35 %; В — 25 %;
- на момент реєстрації ТОВ учасник В вніс 44 тис. грн, що становить 110 % його частки в статутному капіталі; учасник А — 50 тис. грн, учасник Б — 60 тис. грн.

Навести всі позиції першого розділу пасиву балансу наново створеного ТОВ.

Задача 5

Трьома фізичними особами (А, Б і В) прийнято рішення про заснування товариства з обмеженою відповідальністю. Формування стартового капіталу ТОВ характеризується такими даними:

- зазначена в установчих документах частка окремих учасників у статутному капіталі становить: А — 50 %; Б — 30 %; В — 20 %;
- на момент реєстрації ТОВ учасник А вніс 20 тис. грн, що становить 40 % його частки в статутному капіталі; учасник Б — 50 тис. грн, а учасник В — 15 тис. грн.

Навести всі позиції першого розділу пасиву балансу наново створеного ТОВ.

Задача 6

Три підприємства А, Б і В уклали договір про ведення спільної діяльності без створення нової юридичної особи. До здійснення внесків згідно з договором про спільну діяльність активи А становили 1,5 млн грн, Б — 1 млн грн, В — 2 млн грн. Внесок А у фінансування спільної діяльності дорівнює 100 тис. грн, Б — 50 тис. грн, В — 200 тис. грн. Ведення спільних справ за договором покладено на підприємство А. Після завершення спільної діяльності та повної сплати всіх податків вартість спільно контролюваного майна зросла на 10 %.

Визначити, яким чином змінувалися активи та пасиви учасників спільної діяльності після здійснення внесків та розподілу спільного майна по завершенні спільної діяльності.

Задача 7

Резидент України та нерезидент уклали договір про спільну діяльність підприємств без створення юридичної особи. Ведення спільної діяльності покладено на резидента України. Частка резидента у спільній діяльності становить 60 %, частка нерезидента — 40 %. За результатами звітнього періоду загальна сума доходів від спільної діяльності дорівнює 100 тис. грн.

Обчислити суму чистого доходу, який отримають резидент і нерезидент після оподаткування, якщо доходи останнього були репатрійовані.



Розділ 3

ФОРМУВАННЯ ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВ

Власний капітал підприємства, його функції та складові. Статутний капітал, його економічний зміст і порядок формування. Додатковий капітал підприємства і джерела його поповнення. Резервний капітал підприємства, його види та джерела формування. Нерозподілений прибуток як елемент власного капіталу підприємства.

Вартість залучення власного капіталу. Податкові аспекти формування власного капіталу підприємства. Корпоративні права, номінальна та ринкова вартість корпоративних прав. Збільшення статутного капіталу підприємства: цілі та джерела. Збільшення статутного капіталу за рахунок: коштів інвесторів; коштів підприємства. Методи збільшення статутного капіталу акціонерного товариства. Порядок розрахунку емісійного доходу, ажіо та дизажіо. Переважні права на придбання цінних паперів нової емісії як інструмент захисту інтересів інвесторів. Розрахунок вартості переважних прав. Встановлення курсу емісії нових акцій.

Умови та механізм емісії, розміщення та обслуговування акцій. Фактори, які впливають на ринковий курс акцій. Розміщення корпоративних прав резидентів на закордонних ринках капіталів. Зміст і форми андеррайтингу.

Зменшення статутного капіталу підприємства: основні цілі, методи і порядок проведення. Деномінація та конверсія. Порядок викупу та анулювання корпоративних прав підприємства.

Звіт про власний капітал підприємства. Мета складання і порядок узгодження з іншими формами фінансової звітності.

3.1. ВЛАСНИЙ КАПІТАЛ, ЙОГО ФУНКЦІЇ ТА СКЛАДОВІ

Власний капітал показує частку майна підприємства, яка фінансується за рахунок коштів власників і власних засобів підприємства. Тривалий час у вітчизняній теорії та практиці питанню фінансування діяльності господарських структур за рахунок капіталу власників приділялась надзвичайно мала увага, оскільки за адміністративно-командної економіки державні підприємства в централізованому порядку наділялися статутним капіталом, який не міг бути змінений у результаті емісії (чи анулювання) корпоративних прав. Натомість домінуюча роль відводилася таким антиринковим методам фінансування підприємств, як бюджетні дотації, субсидії, субвенції.

Сьогодні досить актуальним є питання переорієнтації підприємств на ринкові форми їх фінансування, однією з яких є мобілізація ресурсів на основі залучення інвестицій в обмін на корпоративні права, емітовані юридичною особою. Спокусливим для фінансистів є те, що для залучення коштів на основі збільшення статутного капіталу не потрібні ні застава майна, ні гарантії третіх осіб; ресурси, вкладені у власний капітал підприємства, залишаються в його розпорядженні протягом довгострокового періоду.

Тим часом працівники фінансових служб підприємств, фінансові менеджери, бухгалтери, інші фахівці, які займаються практичною фінансовою роботою, стикаються зі значними труднощами при спробі використати вказаний метод фінансування. Для успішного здійснення операцій з власним капіталом підприємства та ефективного використання даної форми фінансування на практиці фінансистам слід оволодіти такими блоками питань:

- цілі, порядок та умови збільшення (зменшення) статутного і власного капіталу;
- резерви підприємства, їх види, значення та порядок формування;
- додатковий капітал: порядок його формування та використання;
- оподаткування операцій, пов'язаних зі збільшенням (зменшенням) статутного капіталу, додаткового капіталу, здійсненням реінвестицій у корпоративні права.

У науково-практичній літературі досить часто можна зустріти такі поняття, як «власний капітал», «додатковий капітал», «статутний капітал», «номінальний капітал». Для чіткого розуміння процесів, які будуть охарактеризовані далі, необхідно чітко ідентифікувати ці поняття.

Власний капітал підприємства — це підсумок першого розділу пасиву балансу, тобто перевищення балансової вартості активів підприємства над його зобов'язаннями. Основними складовими власного капіталу є статутний капітал, додатковий і резервний капітал, нерозподілений прибуток. Відомості про розміри статутного і резервного капіталу містяться у статуті підприємства. Показник власного капіталу є одним з головних індикаторів кредитоспроможності підприємства. Він — основа для визначення фінансової незалежності підприємства, його фінансової стійкості та стабільності.

Для більшості підприємств основним елементом власного капіталу є **статутний (номінальний) капітал** — сума вкладів

власників підприємства в його активи за номінальною вартістю згідно із засновницькими документами. У відповідній статті балансу наводиться зафіксована в установчих документах загальна вартість активів, які є внеском власників (учасників) до капіталу підприємства. Сума статутного капіталу, а також рішення про його збільшення або зменшення мають бути зареєстровані у Державному реєстрі господарських одиниць і за вартістю відповідати даним фінансової звітності, зокрема балансу. Це та сума капіталу, в межах якої засновники підприємства (зокрема АТ, ТОВ) несуть матеріальну відповідальність перед його кредиторами. Саме тому зменшення статутного капіталу за наявності заперечень кредиторів не допускається.

В окремих підприємств складовою власного капіталу є **пайовий капітал**. Ця стаття передбачена для кредитних спілок, споживчих товариств, колективних сільськогосподарських підприємств, житлово-будівельних кооперативів, в яких статутний капітал формується за рахунок пайових внесків. *Пайовий капітал* — це сукупність коштів фізичних і юридичних осіб, добровільно розміщених у товаристві відповідно до установчих документів для здійснення його господарсько-фінансової діяльності. Для забезпечення розвитку господарської діяльності підприємства пайовиками можуть вноситися додаткові пайові внески на добровільних засадах. При щорічному розподілі прибутку за рішенням зборів пайовиків на обов'язкові та додаткові пайові внески нараховуються дивіденди, які можуть бути зараховані на поповнення паю.

Важливими складовими власного капіталу є резерви, які можуть бути сформовані у формі додаткового (капітальні резерви) та резервного капіталу (резерви, створені за рахунок чистого прибутку). Особливості їх формування та використання будуть розглянуті в наступному підрозділі.

Ще одним елементом власного капіталу є **нерозподілений прибуток (непокритий збиток)**. За цією позицією балансу відображається або сума прибутку, яка реінвестована у підприємство, або сума непокритого збитку. Сума непокритого збитку наводиться в дужках та вираховується при визначенні підсумку власного капіталу. У цій статті показується прибуток (збиток), який залишається у підприємства після сплати всіх податків, виплати дивідендів і відрахувань до резервного капіталу. Нерозподілений прибуток (збиток) може включати реінвестований у підприємство прибуток звітного і минулих періодів. Порядок використання нерозподіленого прибутку як внутрішнього джерела фінансування підприємств наводиться у розд. 4.

Сума непокритого збитку звітного і минулих періодів наводиться в дужках та вираховується при визначенні величини власного капіталу, аналогічно до вилученого капіталу. Останній виникає, якщо підприємство викупує у власників акції власної емісії (або частки) з метою подальшого їх анулювання чи перепродажу. За позицією «Вилучений капітал» відображається фактична собівартість відповідних корпоративних прав. Сума вилученого капіталу наводиться в дужках і підлягає вирахуванню при визначенні підсумку власного капіталу.

Сутність власного капіталу підприємства проявляється через його функції. На наш погляд, серед них можна виокремити такі основні:

1. Функція заснування та введення в дію підприємства. Власний капітал у частині статутного є фінансовою основою для запуску в дію нового суб'єкта господарювання.

2. Функція відповідальності та гарантії. Як уже було зазначено, статутний капітал є свого роду кредитним забезпеченням для кредиторів підприємства. Власному капіталу в пасиві балансу відповідають чисті активи в активній стороні балансу. Чим більший власний капітал підприємства, зокрема статутний капітал, тим більших збитків може зазнати підприємство без загрози інтересам кредиторів, отже, тим вищою є його кредитоспроможність.

3. Захисна функція. У той час, як попередня функція характеризує значення власного капіталу та статутного капіталу для кредиторів, захисна функція показує, яке значення має власний капітал для власників. Чим більший власний капітал, тим краще захищеним є підприємство від впливу загрозливих для його існування факторів, оскільки саме за рахунок власного капіталу можуть покриватися збитки підприємства. Якщо в результаті збиткової діяльності відбувається перманентне зменшення власного та статутного капіталу, то підприємство може опинитися на межі банкрутства.

4. Функція фінансування та забезпечення ліквідності. Внесками у власний капітал, разом зі спорудами, обладнанням, цінними паперами та іншими матеріальними цінностями, можуть бути грошові кошти. Вони можуть використовуватися для фінансування операційної та інвестиційної діяльності підприємства, а також для погашення заборгованості по позичках. Це, у свою чергу, підвищує ліквідність підприємства, з одного боку, та потенціал довгострокового фінансування, з іншого.

5. База для нарахування дивідендів і розподілу майна. Одержаний протягом року прибуток або розподіляється та виплачується

власникам корпоративних прав у вигляді дивідендів, або тезаврується (спрямовується на збільшення статутного чи резервного капіталу). Нарахування дивідендів, як правило, здійснюється за встановленою ставкою відповідно до частки акціонера (пайовика) в статутному капіталі. Аналогічним чином відбувається розподіл майна підприємства у разі його ліквідації чи реорганізації.

6. Функція управління та контролю. Згідно із законодавством власники підприємства можуть брати участь в його управлінні. Найвищим органом АТ чи ТОВ є збори учасників товариства, які призначають керівні органи та ревізійну комісію. Фактичний контроль над підприємством здійснює власник контрольного пакета його корпоративних прав. Володіння контрольным пакетом дає можливість проводити власну стратегічну політику розвитку підприємства, формувати дивідендну політику, контролювати кадрові питання. Таким чином, статутний капітал забезпечує право на управління виробничими факторами та майном підприємства.

Таблиця 3.1

**ФУНКЦІ ТА ЦІЛІ ЗБІЛЬШЕННЯ (ЗМЕНШЕННЯ)
СТАТУТНОГО КАПІТАЛУ**

Функції статутного капіталу	Цілі збільшення	Цілі зменшення
• заснування та введення підприємства в дію	• реалізація інвестиційного проекту	• згортання діяльності
• відповідальність і гарантії (забезпечення кредитоспроможності)	• виконання вимог щодо мінімального розміру статутного капіталу	• підвищення ринкового курсу корпоративних прав
• захисна функція	• проведення санації	• санація балансу (одержання санаційного прибутку)
• управління та контролю	• поглинання чи придбання контрольного пакета інших підприємств	• концентрація капіталу в руках активних власників
• фінансування та забезпечення ліквідності	• поліпшення ліквідності та платоспроможності	• приведення у відповідність обсягів власного капіталу та майна
• рекламна (репрезентативна) функція	• модернізація чи розширення виробництва	• вирішення конфліктів між власниками
• база для нарахування дивідендів	• оптимізація дивідендної політики	• проведення певної дивідендної політики

7. Рекламна (репрезентативна) функція. Солідний статутний капітал (власний капітал) підприємства створює підґрунтя для довіри до нього не тільки з боку інвесторів, а й з боку постачальників факторів виробництва і споживачів готової продукції. Крім того, підприємству із солідним власним капіталом набагато легше залучити кваліфікований персонал.

Функції статутного капіталу, а також цілі його зменшення та збільшення у систематизованому вигляді згруповані в табл. 3.1.

Абсолютна та відносна величини власного капіталу підприємства залежать від фінансових можливостей підприємства та обраною ним політики щодо структури капіталу. Фінансування діяльності підприємства за рахунок власного капіталу є альтернативою до залучення позичкових коштів. Основні переваги і недоліки фінансування за рахунок власного капіталу пояснюються, виходячи з його функцій, цілей зменшення та збільшення.

3.2. СТАТУТНИЙ КАПІТАЛ І КОРПОРАТИВНІ ПРАВА ПІДПРИЄМСТВА

3.2.1. Номінальний капітал підприємства

Перш ніж перейти до висвітлення питання щодо залучення фінансових ресурсів на основі збільшення статутного капіталу підприємства, розглянемо сутність номінального капіталу та корпоративних прав суб'єкта господарювання.

Корпоративні права — це права власності на частку (пай) у статутному капіталі юридичної особи, включаючи права на управління, отримання відповідної частки прибутку такої юридичної особи, а також частки активів у разі її ліквідації. *Емітентом корпоративних прав* може бути держава в особі уповноваженого органу або юридична особа, яка від свого імені розміщує корпоративні права і зобов'язується виконувати обов'язки, що впливають з умов їх випуску.

Номінальна вартість акцій (часток) — це та вартість, яка відображається в сертифікаті акцій (чи у свідоцтві учасника) та в умовах їх випуску і береться до уваги при визначенні кількості голосів на зборах та реалізації інших прав власників. Сукупна номінальна вартість корпоративних прав, випущених підприємством, становить його номінальний, або статутний, капітал.

У разі добровільної чи примусової ліквідації (банкрутства) господарських товариств за недостатності іншого майна підприєм-

ства на погашення його зобов'язань спрямовуються кошти (майно), які формують статутний капітал. Право акціонера (учасника) на частину майна підприємства, яка перевищує його внесок у статутний капітал, може бути реалізоване лише при ліквідації юридичної особи та наявності активів після задоволення першочергових зобов'язань.

Різниця між зареєстрованою сумою статутного (номінального) капіталу та фактично внесеною засновниками являє собою неоплачений капітал підприємства. У балансі ця сума наводиться в дужках і вираховується при визначенні величини власного капіталу.

Основними видами корпоративних прав є акції, частки учасників у статутному капіталі ТОВ і паї. Статутний капітал товариства з обмеженою відповідальністю поділений на частки, розмір яких визначається установчими документами.

Статутний капітал акціонерного товариства поділений на визначену кількість акцій рівної номінальної вартості. *Акція* — цінний папір без установленого строку обігу, що засвідчує часткову участь у статутному капіталі акціонерного товариства, підтверджує членство в акціонерному товаристві та право на участь в управлінні ним, дає право його власникові на одержання частини прибутку у вигляді дивіденду, а також на участь у розподілі майна при ліквідації акціонерного товариства.

Загальна номінальна вартість усіх емітованих акцій АТ (чи внесених вкладів ТОВ) становить його номінальний капітал. Випуск акцій акціонерним товариством здійснюється у розмірі його статутного капіталу або на всю вартість майна державного підприємства (у разі перетворення його на акціонерне товариство). Додатковий випуск акцій (часток) можливий у тому разі, коли попередні випуски акцій були зареєстровані і всі раніше випущені акції (внески у ТОВ) повністю оплачені за вартістю не нижчою від номінальної.

Акції можуть бути іменними та на пред'явника, привілейованими та простими. Кожна **проста акція АТ** надає акціонеру — її власнику однакову сукупність прав, зокрема:

- на частину прибутку акціонерного товариства (дивіденди);
- на участь в управлінні товариством (право голосу на загальних зборах товариства);
- на отримання інформації про діяльність підприємства;
- переважні права на придбання акцій нової емісії;
- на участь у розподілі ліквідаційної виручки у разі ліквідації підприємства;
- інші права, передбачені законодавством і статутом акціонерного товариства.

Аналогічні права одержують учасники ТОВ відповідно до їх частки в статутному капіталі. Особливості та категорії преференцій, які надаються привілейованими акціями, розглядаються нижче.

Форми випуску акцій: документарна або бездокументарна. Форма випуску цінних паперів визначається за рішенням емітента, затверджується ДКЦПФР при реєстрації випуску. Це є підставою для взяття цих цінних паперів на обслуговування Національною депозитарною системою як іменних цінних паперів у документарній формі, цінних паперів на пред'явника у документарній формі або цінних паперів у бездокументарній формі, іменна ідентифікація власників яких здійснюється на підставі облікового реєстру рахунків власників у зберігача.

Випуск цінних паперів у документарній формі здійснюється емітентом шляхом виготовлення сертифікатів, які випускаються з урахуванням вимог, визначених ДКЦПФР. У разі емісії цінних паперів у бездокументарній формі емітент оформляє глобальний сертифікат, що відповідає загальному обсягу зареєстрованого випуску, і передає його на зберігання в обраний ним депозитарій.

Обіг іменної акції фіксується у реєстрі власників цінних паперів. Іменні акції, випущені в документарній формі (якщо умовами емісії спеціально не зазначено, що вони не підлягають передачі), передаються новому власнику шляхом повного *індосаменту*. У разі продажу акцій, які мають бездокументарну форму, право власності переходить до нового власника з моменту зарахування їх на рахунок власника у зберігача. Права на участь в управлінні, одержання доходу тощо, що впливають з іменних цінних паперів, можуть бути реалізовані з моменту внесення змін до реєстру власників іменних цінних паперів.

Підтвердженням права власності на цінні папери є сертифікат, а в разі знерухомилення цінних паперів чи їх емісії в бездокументарній формі — виписка з рахунку у цінних паперах, яку зберігач зобов'язаний надавати власникові цінних паперів. Виписка з рахунку, яка містить інформацію про наявність цінних паперів, не може бути предметом угод, що тягнуть за собою перехід права власності на цінні папери. *Угоди щодо цінних паперів не підлягають нотаріальному посвідченню.*

Окрім сертифіката акцій, до них може додаватися купонний лист на виплату дивідендів. Він повинен містити такі основні дані: порядковий номер купона на виплату дивідендів; порядковий номер акції, за якою виплачуються дивіденди; найменування акціонерного товариства; рік виплати дивідендів.

3.2.2. Привілейовані акції

Статутом акціонерного товариства може бути передбачено розміщення одного чи кількох типів привілейованих акцій, що надають їх власникам різні права. Привілейовані акції характеризуються тим, що вони мають переваги порівняно зі звичайними акціями, причому привілейовані акції одного типу надають їх власникам однакову сукупність прав (преваг).

Преференції, які надаються власникам привілейованих акцій, визначаються в статуті товариства та повідомленні про розміщення акцій і можуть полягати у такому:

- одержання певних переваг при розподілі прибутку та виплати дивідендів;

- додаткові права при розміщенні нових акцій;
- переваги при голосуванні на зборах акціонерів;
- переваги при розподілі ліквідаційної виручки.

В останньому випадку надання переваг слід узгоджувати з вимогами законодавства про банкрутство, яким передбачено задоволення вимог власників корпоративних прав в останню чергу. Отже, власники привілейованих акцій можуть претендувати на першочерговість у розподілі ліквідаційної виручки лише порівняно з власниками простих акцій, однак не з кредиторами чи іншими особами, вимоги яких задовольняються насамперед.

Звичайно, коли йдеться про привілейовані акції, то маються на увазі передусім переваги стосовно виплати дивідендів. Порядок здійснення переважного права на одержання дивідендів визначається статутом акціонерного товариства. При цьому розрізняють такі категорії привілейованих акцій:

1. Привілейовані акції з фіксованими дивідендами. Переважні права на одержання дивідендів обмежуються заздалегідь визначеною процентною ставкою, наприклад 10 %. Згідно з цим методом після виплати дивідендів привілейованим акціонерам та формування резервів прибуток підприємства розподіляється між звичайними акціонерами. На практиці може статися так, що дивіденди на прості акції перевищуватимуть дивіденди на привілейовані акції. У такому разі статутом може бути передбачено обмін привілейованих акцій на звичайні або власникам привілейованих акцій може провадитися доплата до розміру дивідендів, виплачених іншим акціонерам.

2. Привілейовані акції з мінімальним фіксованим дивідендом та додатковими бонусами. Умовами випуску таких приві-

лейованих акцій можуть бути передбачені мінімальні дивіденди, які виплачуються в обов'язковому порядку, а за наявності достатнього прибутку — ще й додаткові дивіденди.

3. Кумулятивні привілейовані акції — категорія акцій, за якими, у разі невиплати товариством дивідендів передбачається їх накопичення. Умовами емісії цих акцій встановлюються порядок накопичення дивідендів і строки їх виплати. Якщо за результатами року у підприємства немає можливості виплачувати дивіденди, то власникам кумулятивних акцій вони нараховуються, а виплачуються в роки з достатнім рівнем прибутку.

За твердженням деяких авторів, власники привілейованих акцій не мають права брати участь в управлінні акціонерним товариством та голосувати на зборах акціонерів. Однак таке трактування привілейованих акцій є хибним, оскільки згідно із Законом «Про господарські товариства» статутом підприємства можуть бути передбачені як права на участь власників таких акцій в управлінні, так і позбавлення цих прав.

Цікавим є досвід використання інструменту привілейованих акцій в інших країнах. Так, у практиці фінансової діяльності швейцарських підприємств найчастіше привілейовані акції емітуються у разі санації підприємства з метою залучення додаткового акціонерного капіталу. Збільшення статутного капіталу підприємств, які перебувають у кризі, досить часто можливе лише за умови надання новим акціонерам додаткових преференцій. При цьому привілейовані акції можуть розбиватися на окремі категорії залежно від їх пріоритетності, наприклад привілейовані акції першого класу, другого класу тощо. Загалом же в Швейцарії підприємства, як правило, утримуються від емісії привілейованих акцій. Натомість в англо-американській практиці фінансової діяльності емісія привілейованих акцій є традиційним способом формування статутного капіталу.

3.2.3. Балансовий і ринковий курси акцій

Окрім вище охарактеризованого номінального курсу акцій, у теорії і практиці досить часто оперують показниками балансового та ринкового курсу акцій.

Показник **балансового (розрахункового) курсу корпоративних прав** характеризує структуру власного капіталу підприємства. Він показує величину чистих активів, які припадають на одну акцію (частку, пай) і дорівнює вираженому в про-

центах відношенню між власним капіталом (ВК) і статутним капіталом (СК):

$$\text{Балансовий курс (БК)} = \frac{\text{ВК}}{\text{СК}} \cdot 100 \%. \quad (3.1)$$

Приклад 3.1

Розрахуємо балансовий курс акцій підприємства, якщо власний капітал підприємства характеризують такі наведені в балансі дані, тис. грн:

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	600	1. Статутний капітал	550
2. Оборотні активи	300	2. Додатковий вкладений капітал	30
		3. Інший додатковий капітал	50
		4. Нерозподілений прибуток	10
		5. Вилучений капітал	(40)
		6. Зобов'язання	300
Баланс	900	Баланс	900

Власний капітал підприємства становить 600 тис. грн. ($550 + 30 + 50 + 10 - 40$).

Балансовий курс акцій дорівнює $109 \% (600/550) \cdot 100 \%$.

Основними чинниками, які впливають на величину балансового курсу, є величина капітальних резервів і резервів, сформованих за рахунок прибутку, нерозподілений прибуток (непокритий збиток) і статутний капітал. Якщо балансовий курс вище за номінальний, тобто перевищує 100 %, то це означає, що власний капітал перевищує статутний капітал, отже, у підприємства сформований додатковий капітал, резерви та (або) є нерозподілені прибутки.

У разі, якщо номінальний курс перевищує балансовий, тобто останній є меншим за 100 %, то це означає, що власний капітал підприємства є меншим за статутний капітал. Це можна спостерігати лише тоді, коли підприємство має непокрите резервним капіталом та іншими джерелами збитки. Якщо за даними фінансової звітності, яка подається на затвердження загальними зборами, власний капітал буде менше за статутний, то слід вжити заходів щодо санації підприємства, в т. ч. на основі зменшення статутного капіталу, залучення додаткових коштів, реорганізації тощо.

Недоліком показника балансового курсу є те, що він характеризує не реальну вартість корпоративних прав підприємства, а бухгалтерську. Для надання цьому показнику більшої об'єктивності розраховують скоригований балансовий курс, який, окрім іншого, враховує приховані резерви (чи збитки) підприємства.

$$\text{Скоригований балансовий курс} = \frac{\text{Власний капітал} + \text{приховані резерви}}{\text{Статутний капітал}} \cdot 100. \quad (3.2)$$

Балансовий курс є одним із чинників, який визначає інвестиційну привабливість корпоративних прав підприємства. За певних обставин він може стати відправною точкою для встановлення ринкового курсу. Балансовий курс може братися також за основу при визначенні курсу емісії корпоративних прав.

Ринковий курс акцій. Ринковий курс — це вартість, за якою акції можуть купуватися і продаватися на біржах, позабіржових торговельно-інформаційних системах та позабіржовому ринку. У країнах з розвинутим фондовим ринком ринковий курс акцій здебільшого встановлюється на фондовій біржі. **Фондова біржа** — це організований інститут, який зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їх ринкового курсу. Правила фондової біржі, окрім іншого, повинні передбачати порядок торгівлі на біржі та механізм формування цін, біржового курсу та їх публікації.

Механізм визначення та/або фіксації ринкової ціни цінного папера називається **котируванням**. **Котирувальна ціна** — середньовиважена ціна, яка розраховується протягом біржового дня (торговельної сесії) до моменту, визначеного правилами біржі. **Курсова ціна** — середньовиважена ціна за угодами, здійсненими з початку біржового дня (торговельної сесії) до моменту, визначеного правилами біржі.

Ринковий курс залежить від співвідношення попиту та пропозиції на цінні папери. У свою чергу, *покупці та продавці акцій при прийнятті відповідних рішень враховують такі чинники:*

- очікування щодо майбутньої прибутковості та ліквідності об'єкта інвестування, які формуються на основі аналізу інформації про емітента, в т. ч.:

- а) інформації щодо поточних і прогнозованих дивідендних виплат;

б) висновків аналітиків щодо якості фінансового стану емітента;
в) оцінки перспектив у виробничо-господарській сфері підприємства;

г) інших даних, які характеризують фінансовий стан і господарську діяльність емітента акцій.

- можливі зміни курсу акцій під впливом факторів, не пов'язаних з прибутковістю чи ліквідністю емітента, наприклад у результаті прийняття рішень щодо додаткових емісій, виплати дивідендів акціями, дроблення акцій тощо;

- наявність і прибутковість альтернативних об'єктів інвестування;

- загальноекономічне становище в країні та тенденції його розвитку (кон'юнктура, зростання, стагнація тощо);

- перспективи розвитку відповідної галузі;

- політичний вплив через політико-економічні рішення та державну фінансову політику;

- психологічні та спекулятивні чинники.

Слід враховувати, що акції не всіх емітентів можуть бути допущені до торгівлі на організованому фондовому ринку. *Внесення акцій до списку цінних паперів, які котируються на фондовій біржі або можуть бути предметом укладення угод у торговельно-інформаційній системі, називається лістингом.*

Згідно з нормативними актами правилами фондової біржі має бути передбачена наявність порядку допуску (лістингу) цінних паперів до офіційного та неофіційного котирування.

Існує кілька методів встановлення ринкової ціни акцій. Розглянемо найпоширеніший з них. За цим методом на першому етапі встановлення курсу біржовий маклер (збирач замовлень) збирає всі біржові замовлення. **Біржове замовлення** — визначений правилами біржі письмовий (на спеціальному бланку) або усний спосіб оголошення брокером/дилером відкритої пропозиції на купівлю чи продаж цінних паперів, який є достатньою підставою для котирування та/або прийняття біржової угоди до виконання.

Біржовий курс встановлюється на основі зіставлення біржових замовлень на купівлю та продаж акцій на такому рівні, за якого можна досягти максимального обсягу угод щодо купівлі-продажу цінних паперів.

Приклад 3.2

Згідно з біржовими замовленнями на придбання та продаж акцій можливі такі обсяги операцій.

Замовлення на купівлю (попит)		Замовлення на продаж (пропозиція)		Визначення можливих оборотів			
Кількість (шт.)	Макс. ціна (грн/шт.)	Кількість (шт.)	Мін. ціна (грн/шт.)	Курс (грн/шт.)	Купівля (шт.)	Продаж (шт.)	Оборот, кількість (шт.)
40	найдешевше	50	515	500	700	80	80
80	500	70	520	510	620	80	80
100	510	90	530	515	620	130	130
200	520	120	540	520	520	200	200
150	530	180	550	530	320	290	290
80	540	140	560	540	170	410	170
50	550	80	найкраще	550	90	590	90
				560	40	730	40

Замовлення на купівлю-продаж можуть бути лімітовані та нелімітовані. За курсом 500 грн за одну акцію можуть придбати всі замовники: як ті, що вказали ціну 500, так і ті, що погоджуються на найдорожчу і найдешевшу ціни. Отже, загальний попит за вказаною ціною становить 700 шт. Однак пропозиція за цією ціною дорівнює лише 80 шт. (нелімітоване замовлення). Таким чином, за курсом 500 грн може бути укладено угод лише на купівлю 80 акцій. Аналогічним чином проводяться розрахунки і за встановлення інших котирувальних цін. З таблиці видно, що найбільший обсяг угод буде укладено за курсу в 530 грн за одну акцію. Отже, шуканий курс становитиме 530 грн. За цього курсу попит перевищуватиме пропозицію. Будуть виконані всі замовлення на продаж, ціна яких дорівнює 530 грн і нижче, а також нелімітовані замовлення. Замовлення на купівлю будуть задоволені не повною мірою. Нелімітовані замовленні і ті, ціна яких перевищує 530 грн, будуть виконані повністю, а замовлення за курсом 530 грн в обсязі 30 шт. залишаться невиконаними.

Підприємства, як правило, прагнуть максимізувати ринковий курс корпоративних прав. Чим цей курс вищий, тим більше можливостей у підприємства залучити додатковий капітал на основі додаткової емісії. За високого ринкового курсу емітент може розмістити акції за достатньо високим курсом емісії та отримати значний емісійний дохід (ажіо). Навпаки, за низького ринкового курсу у підприємства можуть виникнути проблеми із залученням капіталу.

Ринковий курс корпоративних прав підприємства майже ніколи не збігається з балансовим курсом. Окрім іншого, це зумовле-

но тим, що сума власного капіталу майже ніколи не збігається із загальною ринковою вартістю акцій підприємства чи із вартістю, яку можна отримати в результаті продажу чистих активів або підприємства в цілому. Позитивну різницю між біржовим та балансовим курсом акції можна інтерпретувати як ринковий індикатор потенціалу прибутковості підприємства¹. З іншого боку, ця різниця може трактуватися як оцінка прихованих резервів, у т. ч. гудвілу, які є в розпорядженні підприємства, однак, недостатньо повно відображені в балансі.

Окрім балансового та ринкового курсу акцій, у науково-практичній літературі досить часто можна зустріти показник курсу акцій, визначений на основі розрахунку їх **капіталізованої вартості**. Зазначений курс розраховується як виражене у процентах відношення між капіталізованою вартістю (КВ) підприємства до його статутного капіталу (СК):

$$\text{Курс за капіталізованою вартістю (ККВ)} = \frac{\text{КВ}}{\text{СК}} \cdot 100 \%. \quad (3.3)$$

Цей підхід побудований на концепції теперішньої вартості очікуваних майбутніх доходів від володіння корпоративними правами. Капіталізована вартість підприємства — це приведена до теперішньої вартості величина майбутніх доходів на основі їх дисконтування (див. розд. 9). За порівняно стабільних доходів підприємства та ставки дисконтування капіталізована вартість може визначатися за формулою:

$$\text{КВ} = \frac{\text{ЧП}}{r}, \quad (3.4)$$

де $r = p / 100 \%$; p — ставка капіталізації; ЧП — чистий прибуток підприємства.

Приклад 3.3.

Стабільний середньорічний чистий прибуток підприємства становить 100 тис. грн, ставка капіталізації — 12 %, статутний капітал — 550 тис. грн. Курс акцій, визначений за методом капіталізованої вартості, дорівнюватиме:

$$\begin{aligned} \text{КВ} &= 100\,000 / 0,12 = 833,3, \\ \text{ККВ} &= \frac{833\,333,3}{550\,000} \cdot 100 \% = 151,5 \%. \end{aligned}$$

¹ *Bitz M.* Der Jahresabschluss: Rechtsvorschriften, Analyse, Politik / Von Michael Bitz; Dieter Schneeloch; Wilfried Wittstock. — München: Vahlen, 1991. — S. 395.

Курс акцій, розрахований за методом капіталізованої вартості, характеризує «внутрішню» вартість акцій, яка формується на основі очікуваних майбутніх доходів.

Про ще один з видів курсів акцій — курс емісії — йтиметься у наступних підрозділах.

3.3. РЕЗЕРВНИЙ КАПІТАЛ ПІДПРИЄМСТВА, ЙОГО ВИДИ ТА ДЖЕРЕЛА ФОРМУВАННЯ

Резервний капітал підприємства можна розглядати в широкому та вузькому розумінні.

У *широкому розумінні* до резервного капіталу належать усі складові капіталу, призначені для покриття можливих у майбутньому непередбачених збитків і втрат. У *вузькому розумінні* з резервним капіталом ідентифікується капітал, який формується за рахунок відрахувань з чистого прибутку і відображений за статтею балансу «Резервний капітал». В економічній літературі резерви підприємства прийнято класифікувати за такими ознаками:

- ◆ джерелами формування;
- ◆ способом відображення у звітності;
- ◆ обов'язковістю створення.

За **джерелами формування** резерви поділяють на:

- капітальні резерви — формуються за рахунок коштів власників та інших осіб (відображаються за статтями «додатковий вкладений капітал» та «інший додатковий капітал»);
- резервний капітал, сформований за рахунок чистого прибутку підприємства (резервний капітал у вузькому розумінні);
- резерви, які створюються за рахунок збільшення витрат підприємства.

За **способом відображення у звітності** резерви поділяють на відкриті та приховані. Відкриті резерви можуть бути засвідчені в балансі за статтями «Додатковий капітал» та «Резервний капітал», а приховані резерви жодним чином не фігурують у балансі (див. розд. 4).

За **обов'язковістю створення** виокремлюють обов'язкові та необов'язкові резерви. Створення перших регламентується чинними нормативними актами. Останні ж формуються з ініціативи менеджменту підприємства та його власників. До обов'язкових резервів належать резерв сумнівних боргів і резервний капітал. Усі інші резерви, наприклад резерв дивідендів, резерв виконання гарантійних зобов'язань, є необов'язковими.

Зрозуміло, що основне призначення резервів полягає в забезпеченні виконання захисної функції власного капіталу підприємства. Порядок реалізації цієї функції та використання на покриття збитків різних типів резервів наведено на рис. 3.1.

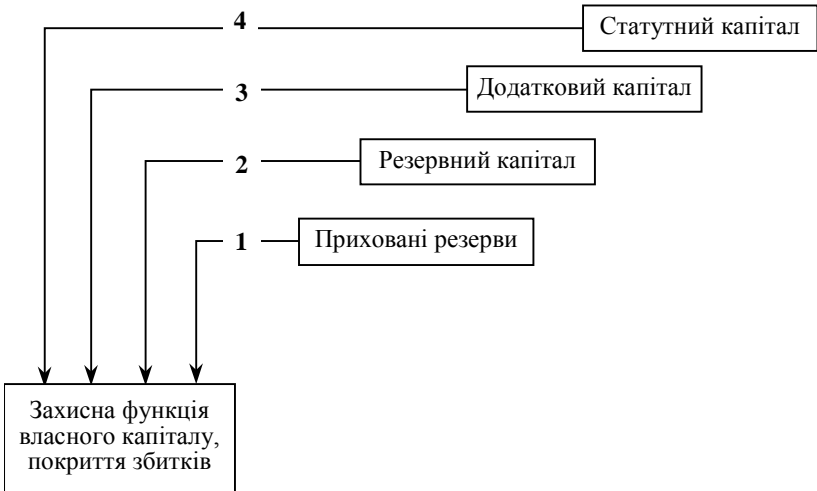


Рис. 3.1. Порядок реалізації захисної функції власного капіталу

Як бачимо, підприємства можуть спрямовувати на покриття збитків усі види резервів, а також за певних обставин — статутний капітал. Зрозуміло, що насамперед на покриття збитків слід направити нерозподілений прибуток (за його наявності). За вичерпання такого прибутку для таких цілей слід використати приховані резерви (див. розд. 4) і резервний капітал, створений за рахунок прибутку. У разі дефіциту і цих джерел на погашення непокритих збитків можна спрямувати капітальні резерви (додатковий капітал). Останньою можливістю покриття збитків є спроба отримати санаційний прибуток у результаті зменшення статутного капіталу, про що йтиметься далі.

Розглянемо детальніше основні види резервів, які можуть створюватися підприємствами.

Згідно із законодавством України на кожному підприємстві, заснованому у формі акціонерного товариства, товариства з обмеженою відповідальністю тощо, повинен бути сформований резервний (страховий) капітал. Розмір цього капіталу регламентується засновницькими документами, але він не може бути меншим за 25 % статутного капіталу підприємства. Для акціоне-

рних товариств мінімальна величина резервного капіталу повинна становити 15 % акціонерного капіталу. Розмір щорічних відрахувань у резервний капітал також передбачається засновницькими документами, але не може бути меншим за 5 % суми чистого прибутку підприємств. Для порівняння: у Німеччині встановлена мінімальна межа сукупного обсягу резервів: капітальних і тих, що створені за рахунок прибутку. Згідно із Законом про акціонерні товариства (AktG) німецьким підприємствам для формування обов'язкових резервів слід спрямовувати двадцятку частину чистого прибутку. Такі відрахування потрібно здійснювати, поки обсяг сукупних резервів не досягне 10 % номінального капіталу товариства². Аналогічний порядок формування резервів діє у Швейцарії, з однією різницею, що мінімальний розмір обов'язкових резервів становить 20 % номінального капіталу. Цікавим є те, що створення обов'язкових резервів товариствами з обмеженою відповідальністю законодавствами розвинутих країн, як правило, не регулюється. Це є компетенцією учасників.

Отже, **резервний капітал** (у вузькому розумінні) — це сума резервів, сформованих за рахунок чистого прибутку в розмірах, установлених засновницькими документами підприємства та нормативними актами. Резервний капітал може використовуватися на такі основні цілі:

- покриття збитків суб'єкта господарювання;
- виплата боргів у разі ліквідації підприємства;
- виплата дивідендів (якщо величина резервів перевищує мінімально допустимий рівень);
- інші цілі, передбачені законодавством чи засновницькими документами.

До формування мінімально необхідного розміру резервів їх можна використовувати лише для покриття збитків. Інформація про рух резервного капіталу міститься у Звіті про власний капітал підприємства. У цьому ж звіті відображається динаміка капітальних резервів.

До так званих капітальних резервів, тобто резервів, які створюються за рахунок капіталу власників (чи інших осіб), належить додатковий капітал. Джерелом формування зазначених резервів не є господарська діяльність підприємства. Поняття «Додатковий капітал» з'явилося у вітчизняній економічній практиці відносно недавно. Згідно з визначенням, яке наводиться у стандартах бухгалтерського обліку, **додатковий капітал** — це сума приросту

² § 150 Abs. 2 AktG. Wichtige Wirtschaftsgesetze — 14. Aufl., Stand: 1. 3. 2000. — Herne; Berlin: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe, 2000.

майна підприємства, яка виникла в результаті переоцінки (індексації), безоплатно одержаних необоротних активів та від емісійного доходу. Вітчизняними нормативними актами не встановлено жодних обмежень щодо розмірів капітальних резервів.

Розрізняють додатковий вкладений капітал та інший додатковий капітал. *Додатковий вкладений капітал* характеризує суму емісійного доходу (різниця між продажною і номінальною вартістю первісно розміщених акцій), отриманого в результаті реалізації акціонерними товариствами власних корпоративних прав. До складу іншого додаткового капіталу належать такі складові:

- інший вкладений капітал;
- дооцінка (уцінка) необоротних активів;
- вартість безкоштовно отриманих необоротних активів.

До *іншого додаткового капіталу* належить інший вкладений засновниками підприємств (крім акціонерних товариств) капітал, що перевищує статутний капітал, раніше внесений такими засновниками без прийняття рішення про зміну розміру статутного капіталу. На нашу думку, до додаткового капіталу слід відносити також капітальний дохід у вигляді різниці між номінальною вартістю викуплених та анульованих корпоративних прав та ціною викупу. Природа цього доходу є такою самою, як і емісійного доходу. Окрім цього, до додаткового капіталу доцільно зараховувати суму перевищення курсу емісії конвертованих облігацій над їх номінальною вартістю.

До складу дооцінки (уцінки) необоротних активів відноситься сума дооцінки (уцінки) активів, яка проводиться у випадках, передбачених законодавством. Зазначимо, що дооцінку оборотних активів не можна розглядати як додатковий капітал підприємства, вона відображається за відповідними позиціями Звіту про фінансові результати.

До складу вартості безкоштовно отриманих необоротних активів включається вартість необоротних активів, безкоштовно одержаних підприємством від інших осіб. Вона вважається додатковим капіталом і зменшується на суму нарахованої амортизації, величина якої визнається доходом одночасно з її нарахуванням. Зауважимо, що безкоштовно отримані оборотні активи розглядаються як дохід підприємства і не можуть бути додатковим капіталом.

Приклад 3.4

Підприємство отримало на безоплатній основі об'єкт основних засобів за первісною вартістю 100 тис. грн, а також напівфабрикати первісною вартістю 15 тис. грн. Річна сума амортизації зазначених основ-

них засобів становила 5 тис. грн. За якими позиціями фінансової звітності слід відобразити зміни, що є результатом цих операцій?

На суму різниці між первісною вартістю основних засобів та їх амортизацією збільшується інший додатковий капітал. На суму амортизації безоплатно отриманих необоротних активів та на всю суму безоплатно отриманих оборотних активів зростають інші доходи. На суму нарахованої амортизації також збільшуються відповідні статті затрат.

Додатковий вкладений капітал та інший додатковий капітал здебільшого можна використовувати за такими основними напрямками:

- *по-перше*, на покриття балансових збитків, за умови, що на ці цілі використані всі інші джерела;
- *по-друге*, на збільшення статутного чи пайового капіталу;
- *по-третє*, на покриття різниці між фактичною собівартістю вилученого капіталу, який анулюється, та його номіналом.

До основних обмежень щодо використання додаткового капіталу слід віднести заборону його спрямування на збільшення статутного капіталу чи викуп власних корпоративних прав, якщо в балансі відображені непокриті збитки та недопустимість його розподілу з метою виплати дивідендів у грошовій формі.

До числа обов'язкових резервів, які повинні створюватися на підприємстві, належить **резерв сумнівних боргів**, який формується з метою покриття можливих збитків підприємства в результаті непогашення боржником сумнівної чи безнадійної дебіторської заборгованості. Нарахування суми резерву відображається у складі інших операційних витрат. Оскільки в результаті формування резерву сумнівних боргів зменшується чистий прибуток підприємства, опосередковано це впливає на розмір власного капіталу.

Сума дебіторської заборгованості підприємства відображається у звітності за чистою реалізаційною вартістю, яка відповідає різниці між сумою поточної дебіторської заборгованості за товари (роботи, послуги) та резервом сумнівних боргів. Величина резерву сумнівних боргів може бути визначена за допомогою двох методів: виходячи з платоспроможності окремих дебіторів або на підставі класифікації дебіторської заборгованості. В першому випадку величина резерву визначається на підставі аналізу фактичного непогашення дебіторської заборгованості в попередніх періодах. Якщо резерв створюється на підставі класифікації дебіторської заборгованості, здійснюється групування дебіторської заборгованості за термінами її непогашення з установленням коефіцієнта сумнівності для кожної групи, який визначається підприємством,

виходячи з фактичної суми безнадійної дебіторської заборгованості за продукцію (товари, роботи, послуги) за попередні звітні періоди. Зі збільшенням термінів непогашення дебіторської заборгованості коефіцієнт сумнівності зростає. **Величина резерву сумнівних боргів визначається як сума добутків поточної дебіторської заборгованості за продукцію (товари, роботи, послуги) відповідної групи на коефіцієнти сумнівності відповідної групи.** Якщо ж безнадійною визнано поточну дебіторську заборгованість, не пов'язану з реалізацією продукції (товарів, робіт, послуг), то така заборгованість списується з балансу з відображенням втрат у складі інших операційних витрат. У разі, якщо дебітор відшкодував підприємству суму боргу, раніше визнаного безнадійним і списаного за рахунок резерву сумнівних боргів, суму боргу необхідно відновити у резерві сумнівних боргів з одночасним відображенням такої суми у складі доходів звітного періоду.

Крім обов'язкового резервування сум, підприємства на свій розсуд можуть створювати забезпечення (резерви) для відшкодування майбутніх витрат. Детальніша інформація щодо порядку формування та використання забезпечень наводиться під час розгляду внутрішніх джерел фінансування підприємства (розд. 4).

3.4. ЗБІЛЬШЕННЯ СТАТУТНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

3.4.1. Основні цілі та передумови збільшення статутного капіталу

Основні цілі збільшення статутного капіталу підприємства зводяться до такого (табл. 3.1):

- збільшення частки капіталу, в межах якої власники підприємства відповідають за його зобов'язаннями перед кредиторами. Таким чином підвищується кредитоспроможність суб'єкта господарювання та його фінансова незалежність;
- мобілізація фінансових ресурсів для реалізації інвестиційних проєктів, планів санації, модернізації існуючих потужностей, переобладнання чи розширення виробництва;
- поліпшення ліквідності та платоспроможності підприємства, оскільки збільшення статутного капіталу пов'язане, як правило, із залученням додаткових грошових ресурсів;
- акумуляція фінансового капіталу для придбання корпоративних прав інших підприємств, у т. ч. з метою посилення впливу на дані підприємства, їх поглинання чи придбання їх потужностей.

Серед інших причин збільшення статутного капіталу слід викремити зменшення ринкової ціни акцій. Високий курс має недолік, що це перешкоджає широкій диверсифікації акцій, оскільки приватні інвестори, як правило, побоюються вкладати кошти в акції з високою купівельною ціною. Ефекту зниження курсу можна досягти і без збільшення номінального капіталу. Це можна зробити зменшенням номінальної вартості акцій з одночасним збільшенням їх кількості.

Ще однією причиною збільшення статутного капіталу може бути збільшення бази для нарахування дивідендів з метою проведення політики стабільних дивідендів з одночасним збільшенням абсолютної суми дивідендних виплат. (Висока ставка дивідендів свідчить про ризиковість підприємства.)

Збільшення статутного капіталу підприємств може відбуватися за рахунок зовнішніх фінансових джерел (внески учасників і засновників) та в результаті зміни структури власного капіталу у напрямі збільшення номінального капіталу. В останньому випадку збільшення відбувається за рахунок нерозподіленого прибутку, резервного чи додаткового капіталу.

Важливе значення у разі збільшення статутного капіталу має врегулювання механізму використання переважних прав власників на участь у збільшенні капіталу та встановлення курсу емісії корпоративних прав. Вирішальною при цьому є форма організації бізнесу. Залежно від типу підприємства застосовуються ті чи інші методи та нормативне регулювання порядку збільшення статутного капіталу. Форма організації та величина підприємства визначають його можливості доступу до фондового ринку. Механізм фінансування суб'єктів господарювання, які мають доступ до організованого ринку капіталів (крупні АТ), суттєво відрізняється від тих, які такого доступу не мають (ТОВ, ЗАТ, приватні підприємства). Враховуючи ту обставину, що більшість підприємств організовані у формі акціонерних товариств і товариств з обмеженою відповідальністю, порядок збільшення статутного капіталу ми розглядатимемо саме на прикладі цих організаційно-правових форм ведення господарської діяльності.

3.4.2. Збільшення статутного капіталу ТОВ

Статутний капітал ТОВ можна збільшувати шляхом здійснення додаткових внесків чи реінвестування прибутку. Здійснюючи внески в статутний капітал, учасники не змінюють свого юридичного статусу (не відбувається ні реорганізації, ні ліквідації). До

основних витрат, пов'язаних із залученням власного капіталу ТОВ, можна віднести такі:

- державне мито;
- вартість нотаріальних послуг;
- плата за перереєстрацію засновницьких документів.

При збільшенні статутного капіталу товариства слід враховувати те, що, викупивши додаткову частку, новий учасник стає співвласником раніше створених підприємством резервів. Саме тому, *окрім номінальної вартості частки, учасник повинен сплатити ажіо, яке відповідає належному на цю частку еквіваленту раніше сформованих резервів*. Величина ажіо може встановлюватися за результатами оцінки вартості підприємства та узгоджуватися зборами учасників. Перевищення фактичної ціни продажу частки над її номіналом належить до іншого додаткового капіталу.

Учасник товариства з обмеженою відповідальністю може за згодою решти учасників уступити свою частку (її частину) одному чи кільком учасникам цього ж товариства, а якщо інше не передбачено установчими документами, то і третім особам.

Учасники товариства користуються **переважним правом** на здійснення додаткових внесків у статутний капітал чи на придбання частки учасника, який її уступив пропорційно їх часткам у статутному капіталі товариства або в іншому погодженому між ними розмірі.

3.4.3. Методи та джерела збільшення статутного капіталу АТ

До основних методів збільшення статутного капіталу АТ належать такі:

- збільшення кількості акцій існуючої номінальної вартості;
- збільшення номінальної вартості акцій.

На практиці також широко використовують спосіб збільшення статутного капіталу на основі обміну облигацій на акції, про що йтиметься у розд. 6. Взаємозв'язки між основними методами збільшення статутного капіталу та джерела збільшення статутного капіталу підприємства характеризуються з допомогою рис. 3.2.

У разі збільшення кількості акцій існуючої номінальної вартості статутний капітал підприємства збільшується за рахунок таких джерел:

- додаткових внесків учасників і засновників;
- дивідендів (реінвестиції прибутку)³;
- резервів (якщо вони сформовані на належному рівні).

Зрозуміло, *реальний приплив фінансових ресурсів на підприємство відбувається лише у разі здійснення додаткових внесків інвесторів в обмін на корпоративні права суб'єкта господарювання*. Ця операція пов'язана з додатковою емісією таких прав (в АТ — акцій). Порядок збільшення статутного капіталу даним методом представлено на рис. 3.3. Збільшення статутного капіталу, на основі спрямування на ці цілі додаткового капіталу чи раніше тезаврованого прибутку висвітлено у розд. 4.



Рис. 3.2. Методи та джерела збільшення статутного капіталу підприємства

При збільшенні статутного капіталу здійснюється випуск акцій тієї ж номінальної вартості, що визначена за раніше випущеними акціями. У разі емісії акцій внаслідок збільшення статутно-

³ Реінвестиція — це господарська операція, яка передбачає здійснення капітальних або фінансових інвестицій за рахунок прибутку, отриманого від інвестицій у дане підприємство.

го капіталу за рахунок реінвестицій чи резервів акції додаткового випуску розподіляються серед акціонерів пропорційно їх частці у статутному капіталі відкритого акціонерного товариства на момент прийняття рішення про додатковий випуск акцій. Обмеження терміну отримання акціонерами акцій додаткового випуску не допускається. Якщо на момент прийняття рішення про додатковий випуск акцій змінився власник акцій, то всі права і зобов'язання щодо отримання акцій додаткового випуску переходять до нового акціонера.

При збільшенні статутного капіталу *шляхом підвищення номінальної вартості акцій* акції попередніх випусків обмінюються на акції нової номінальної вартості відповідно до кількості акцій, якими володіє акціонер. Обмеження терміну обміну акцій не допускається. Подібне збільшення статутного капіталу АТ є підставою для анулювання реєстрації попередніх випусків акцій і потребує реєстрації випуску акцій нової номінальної вартості та інформації про випуск нових акцій.

При підвищенні номінальної вартості акцій статутний капітал збільшується переважно за рахунок використання на ці цілі інших (окрім статутного капіталу) позицій власного капіталу. У разі збільшення статутного капіталу даним методом кожен з акціонерів може здійснити доплату до визначеного рівня нової номінальної вартості акцій. Якщо акціонер відмовився здійснити доплату акцій, емітент зобов'язаний запропонувати акціонеру викупити його акції.

У разі, якщо акціонер не здійснив доплату за акції і не прийняв пропозицію емітента щодо викупу належних йому акцій, він отримує акції нової номінальної вартості у кількості, яка визначається шляхом ділення загальної номінальної вартості акцій, що належать акціонеру, на нову номінальну вартість акцій. При цьому нова номінальна вартість акцій повинна бути визначена таким чином, щоб забезпечити виконання умови неподільності акцій та здійснення обміну акцій, які належать акціонеру, на цілу кількість акцій нової номінальної вартості.

До інформації про випуск акцій нової номінальної вартості, серед іншого, слід включити такі дані про емісію акцій:

- посилання на рішення про збільшення статутного капіталу шляхом збільшення номінальної вартості акцій;
- загальна сума випуску нових акцій із зазначенням номінальної вартості, кількості, виду і категорії акцій, що випускаються, з урахуванням сплаченого статутного капіталу попереднього випуску;
- число серій і порядкові номери акцій;

- права акціонерів при новому випуску акцій;
- порядок обміну акцій попередніх випусків на акції нового випуску;
- порядок отримання акціонерами акцій нового випуску (місце, день початку видачі акцій тощо).

3.4.4. Переважне право власників на придбання акцій (часток)

У разі збільшення статутного капіталу власники корпоративних прав можуть зазнати певних втрат. Ці втрати виражаються у зменшенні ринкового курсу акцій (часток), яке може спостерігатися при збільшенні номінального капіталу та зменшенні рівня контролю над підприємством. Саме тому законодавством передбачено, що у разі збільшення статутного капіталу акціонери (АТ) та учасники (ТОВ) користуються переважним правом на купівлю додатково випущених акцій (часток).

Переважне право на придбання акцій (часток) дає можливість власникам:

- зберегти свою частку (в процентному співвідношенні) в статутному капіталі, а отже, і в усьому майні підприємства;
- попередити «розмивання» вартості свого пакета корпоративних прав у статутному капіталі внаслідок емісії акцій (чи часток) за низьким курсом;
- зберегти свою частку голосів на загальних зборах власників;
- компенсувати збитки від «розмивання» частки в статутному капіталі тим власникам, які не скористались переважним правом на купівлю додаткових корпоративних прав, а продали його.

Особливо актуальним є питання реалізації переважних прав акціонерами ВАТ. Розглянемо основні питання, що стосуються механізму використання переважних прав, з якими повинні бути ознайомлені як фінансові служби підприємств, так і рядові акціонери.

Усі акціонери акціонерного товариства мають рівне переважне право на придбання акцій, що випускаються додатково. Для реалізації цього права протягом встановленого терміну подається заява і здійснюється оплата акцій відповідно до умов випуску. Під час реалізації акціонерами свого переважного права акціонерне товариство не має права обмежувати використання грошових коштів як форми оплати акцій.

Відомості про емісію цінних паперів, у т. ч. права, що надаються власникам простих і привілейованих акцій, дати початку

та припинення підписки, а також докладний опис порядку оплати та підписки на акції містяться в інформації про емісію акцій, яка підлягає опублікуванню в друкованих засобах масової інформації. Крім того, не пізніше ніж за 30 днів до початку розміщення акцій товариство письмово повідомляє кожного з акціонерів, які мають переважні права на придбання акцій, про можливість і порядок їх реалізації. Повідомлення має містити таку інформацію:

- дані про загальну кількість розміщуваних товариством акцій, цінних паперів, що конвертуються в акції, та опціонів на придбання акцій;
- курс емісії (ціна розміщення);
- порядок визначення кількості цінних паперів, на придбання яких акціонер має переважне право;
- строки і порядок реалізації переважного права;
- порядок та місце отримання акціонерами додаткової кількості акцій.

У разі розміщення привілейованих акцій, цінних паперів, що можуть конвертуватися в акції, та опціонів на придбання акцій у повідомленні слід навести інформацію про права, які надаються власникам зазначених цінних паперів.

Кількість переважних прав на придбання акцій нової емісії є пропорційною частці окремих акціонерів у статутному капіталі на дату прийняття рішення про емісію акцій, тобто залежить від кількості наявних «старих» акцій, які належать акціонерам. Акціонер, який має намір скористатись своїм переважним правом, подає товариству в установленій строк письмову заяву про придбання акцій (інших цінних паперів) та вносить на відповідний рахунок кошти у розмірі, який дорівнює курсу емісії визначеної кількості акцій. Заява та внесені кошти приймаються товариством не пізніше дня, що передує дню початку розміщення цінних паперів. Товариство надає акціонеру письмове зобов'язання про продаж відповідної кількості цінних паперів. Право на придбання нових акцій може підкріплюватися спеціальним купоном.

У разі, якщо нові інвестори бажають придбати акції нової емісії (або колишні власники купити акцій більше, ніж їх квота у статутному капіталі), їм слід придбати переважні права безпосередньо в тих акціонерів, які не мають бажання ними скористатися, або на ринку. Якщо акціонер поступається своїми правами на придбання нових акцій, то виручені ним від продажу цих прав грошові кошти повинні компенсувати зміни курсу акцій та інші можливі втрати.

Права продаються та купуються на біржі, як правило, протягом двох тижнів після початку підписки на акції нової емісії, але

перед проведенням самої емісії. Старі акції та переважні права на купівлю нових продаються окремо. Одночасно з початком торгівлі переважними правами ціна старих акцій автоматично зменшується на вартість переважного права. Отже, грошова оцінка переважного права на купівлю нових акцій відповідає різниці між ринковим курсом акцій до емісії і середнім курсом, який сформувався після зростання капіталу.

Вплив збільшення статутного капіталу, курсу емісії на ринкову ціну корпоративних прав і порядок формування ціни переважного права продемонструємо, вдавшись до умовного прикладу.

Приклад 3.5⁴

Статутний капітал акціонерного товариства становить 1 000 000 грн (20 000 акцій номінальною вартістю 50 грн). На загальних зборах акціонерів прийнято рішення про збільшення статутного капіталу на 50 %, тобто співвідношення, з яким робиться емісія (с) дорівнює 2 : 1. Ринковий курс акцій до збільшення статутного капіталу становить 100 грн. Курс емісії нових акцій — 70 грн за акцію:

Показники	Статутний капітал (грн)	Кількість акцій (шт.)	Курс (грн)	Загальна курсова вартість акцій (грн)
Параметри корпоративних прав до збільшення статутного капіталу	1 000 000	20 000	100	2 000 000
Сума збільшення статутного капіталу	500 000	10 000	70	700 000
Параметри корпоративних прав після збільшення статутного капіталу	1 500 000	30 000	90	2 700 000

Після збільшення капіталу загальний ринковий курс акцій становив 2 700 000 грн. Йому відповідає статутний капітал у розмірі 1 500 000 грн (30 000 акцій номінальною вартістю 50 грн.). У результаті збільшення статутного капіталу формується новий ринковий курс акцій:

$$\begin{aligned}
 K_p (\text{новий}) &= \frac{K_b + K_e}{\text{загальна кількість акцій}} = \\
 &= \frac{2\,000\,000 + 700\,000}{20\,000 + 10\,000} = 90 \text{ грн за одну акцію.}
 \end{aligned}$$

⁴ За: Grundzüge der Unternehmensfinanzierung / Von G. Wöhe und J. Bilstein. — 10. Aufl. — München: Vahlen, 1996. — S. 76.

Курсовий прибуток на кожен нову акцію становить 20 грн, курсовий збиток на кожен стару акцію — 10 грн. За допомогою купівлі-продажу переважних прав компенсуються курсові збитки старих акціонерів за рахунок курсового прибутку держателів нових акцій:

Акції	Кількість	Старий курс	Курс емісії	Середній курс	Курсова вартість 1 (1 · 2(3))	Курсова вартість 2 (1 · 4)	Курсовий збиток (прибуток)
Старі	2	100	—	90	200	180	-20
Нові	1	—	70	90	70	90	+20
Разом					270	270	0

При збільшенні капіталу у співвідношенні 2 : 1 покупець нових акцій повинен придбати два переважні права для купівлі однієї акції за курсом емісії. В нашому прикладі для купівлі однієї нової акції інвестор повинен заплатити 90 грн ($70 + 2 \cdot 10$), що відповідає середньому курсу після емісії. Фінансово-майновий стан акціонерів у результаті операції збільшення статутного капіталу залишається незмінним.

а) Нові акціонери

2 переважні права по 10 грн	20
1 нова акція за курсом емісії	70
Витрати на купівлю 1 нової акції	90

б) Старі акціонери

2 акції за курсом 100 грн	200
зменшення курсу в результаті збільшення статутного капіталу ($2 \cdot 10$)	20
+ виручка від реалізації переважних прав ($2 \cdot 10$)	20
Майновий стан після збільшення статутного капіталу	200

Надходження у вигляді виручки від реалізації переважних прав є для акціонерів компенсацією за «розмивання» (зменшення) відносної частинки номінального капіталу, яка їм належала, а не «подарунком» чи екстрадивідендом товариства (як думають деякі акціонери). Таке фальшиве враження виникає досить часто, оскільки на практиці ринковий курс акцій після емісії під дією певних чинників може наближатися до курсу, який сформувався до емісії, або навіть перевищувати його.

Стартова вартість переважного права визначається співвідношенням, з яким робиться емісія, курсом емісії та ринковим кур-

сом акцій до початку емісії. Розрахункова ціна переважного права визначається за такою формулою:

$$\Pi = \frac{K_b - K_e}{C + 1},$$

де Π — грошова оцінка переважного права на купівлю нових акцій; K_b — ринковий (біржовий) курс акцій; K_e — курс емісії нових акцій; C — співвідношення, з яким робиться емісія.

Співвідношення, з яким робиться емісія, розраховується як відношення статутного капіталу перед його збільшенням до величини приросту номінального капіталу. Це співвідношення показує, скільки старих акцій (а отже, переважних прав) слід представити для того, що придбати одну нову акцію за курсом емісії:

$$C = \frac{СК1}{СК2 - СК1},$$

де $СК1$, $СК2$ — відповідно розмір статутного капіталу підприємства до і після його збільшення.

Якщо $C = 2 : 1$, то це означає, що, володіючи двома акціями на момент прийняття рішення про збільшення статутного капіталу, можна придбати одну акцію нової емісії. Підставивши цифрові дані нашого прикладу, отримаємо грошову оцінку переважного права:

$$\Pi = \frac{100 - 70}{2/1 + 1} = 10.$$

Фактична ринкова ціна переважних прав визначається попитом і пропозицією на них і тому може відрізнятись від розрахункової. Головним фактором, який визначає попит на переважні права, є прогнози щодо майбутнього ринкового курсу акцій та розмір очікуваних дивідендів. У разі, якщо курс емісії акцій встановлено на рівні їх ринкового курсу, то «розмивання» власного капіталу буде відсутнє; як наслідок, вартість переважного права дорівнюватиме нулю.

В Україні практичний механізм реалізації переважних прав до кінця не врегульований, зокрема порядок їх купівлі-продажу. Досить часто це стає причиною виникнення конфліктних ситуацій між керівництвом підприємства та його власниками (особливо це характерно для багатьох постдержавних підприємств і банківсь-

ких установ), а також проблем, пов'язаних з ігноруванням інтересів дрібних власників.

Неврегульованість механізму використання інституту переважних прав дає можливість без особливих труднощів, за допомогою додаткової емісії акцій (часток), змінити власника контрольного пакета та перебрати контроль над підприємством. Особливо актуальною ця проблема є у зв'язку з інфляційними процесами.

3.4.5. Курс емісії корпоративних прав

***Емісія акцій або облигацій підприємств** — це сукупність дій емітента щодо здійснення підписки на акції або продажу облигацій. Успішна емісія корпоративних прав (акцій, часток), а отже, збільшення статутного капіталу залежить від багатьох факторів, зокрема від стану ринку капіталів, від тенденцій на біржі (для корпоративних прав, які котируються на біржі), очікувань на майбутні прибутки емітента та інвесторів, а також від параметрів емісії (обсяг, курс, співвідношення, з яким здійснюється емісія).*

Згідно зі схемою, представленою на рис. 3.3, важливим елементом процедури збільшення статутного капіталу підприємства шляхом додаткової емісії є встановлення **курсу емісії**, тобто ціни, за якою товариство розміщує свої корпоративні права. Курс емісії встановлюється у процентах до номіналу за рішенням відповідних органів підприємства. З юридичного погляду нижньою межею курсу емісії нових акцій є їх номінальна вартість, оскільки встановлена законодавча заборона на первинне розміщення акцій за ціною, нижчою за їх номінальну вартість; з економічного — номінальна вартість плюс витрати на проведення емісії.

До основних витрат на проведення емісії належать:

- а) оплата послуг аудиторів;
- б) оплата послуг фінансових посередників;
- в) витрати на друкування бланків цінних паперів;
- г) витрати на оплату державного мита при реєстрації емісії (0,1 % номінальної вартості запланованого обсягу емісії);
- д) оплата послуг незалежного реєстратора;
- е) витрати на рекламу та друкування інформації про емісію (проспекту) нової емісії.

Витрати, пов'язані з емісією цінних паперів, включаються до складу валових витрат підприємства-емітента.

З метою стимулювання попиту на акції нової емісії їх максимальна вартість повинна бути меншою за ринковий курс акцій. Таким чином, верхня межа курсу емісії проходить на рівні ринкового (біржового) курсу акцій до проведення додаткової емісії. Правильний вибір курсу емісії є вирішальним фактором успіху її розміщення. Чим вищий курс додаткової емісії, тобто чим більше він наближається до біржового курсу акцій, тим значніший обсяг ліквідних засобів залучається на підприємство при заданому обсязі збільшення статутного капіталу, тим вищим буде емісійний дохід.

Емісійний дохід, або ажю, — сума перевищення доходів, отриманих від емісії (випуску) власних акцій та інших корпоративних прав над номіналом таких акцій (інших корпоративних прав). Інакше кажучи, емісійний дохід — це різниця між курсом емісії і номінальним курсом корпоративних прав. Суми одержаного підприємством емісійного доходу не включаються до складу валового доходу з метою оподаткування.

Дохід у вигляді ажю можуть мати не лише акціонерні товариства, а й підприємства інших організаційно-правових форм. Так, при збільшенні статутного капіталу товариства з обмеженою відповідальністю слід враховувати те, що, викупивши додаткову частку, новий учасник стає співвласником раніше створених підприємством резервів. Саме тому, окрім номінальної вартості частки, учасник повинен сплатити ажю, яке відповідає належному на цю частку еквіваленту раніше сформованих резервів⁵. Величина ажю як у ТОВ, так і в АТ, може встановлюватися за результатами оцінки вартості підприємства або на основі балансового курсу (скоригованого на величину прихованих резервів) корпоративних прав. Якщо курс емісії встановлюється на рівні балансового курсу, то учасники (акціонери), окрім номінальної вартості, сплачують відповідну частину резервів, завдяки чому співвідношення резервів та номінального капіталу в результаті збільшення статутного капіталу не змінюється. Перевищення фактичної ціни продажу частки над її номіналом належить до додаткового капіталу товариства.

Приймаючи рішення щодо встановлення курсу емісії, слід враховувати такі основні чинники:

- стартові передумови, за яких проводиться емісія (готовність ринку капіталів освоїти нові корпоративні права);
- балансову вартість корпоративних прав;

⁵ *Olfert O. Finanzierung. Compendium der praktischen Betriebswirtschaft.* — S. 205.

- ринкову вартість підприємства та перспективи її зростання;
- податковий аспект;
- тип обраної підприємством дивідендної політики;
- досить часто взаємопротилежні інтереси окремих власників і товариства.

В останньому випадку йдеться про можливий конфлікт інтересів між підприємством та учасниками (акціонерами) при встановленні курсу емісії.

Якщо збільшення статутного капіталу відбувається з метою залучення додаткових інвестиційних ресурсів, то слід керуватися принципом мінімізації витрат при залученні капіталу. Важливим при цьому є встановлення максимального курсу, за якого акції можуть бути розміщені на ринку⁶. З погляду мінімізації вартості капіталу для **підприємства-емітента** високий курс емісії є вигіднішим, оскільки в даному разі його власний капітал збільшується переважно за рахунок додаткового капіталу, на який не потрібно нараховувати дивіденди. Окрім цього, ажіо є прийнятнішим джерелом формування резервів, ніж чистий прибуток, оскільки в першому випадку дохід не оподатковується, натомість резерви, джерелом яких є чистий прибуток, створюються за рахунок прибутку після оподаткування.

У той же час високий курс емісії може викликати проблеми з розміщенням додаткової емісії. Може скластися ситуація, коли біржовий курс акцій, що вже перебувають в обігу, знизиться нижче за рівень емісії нових. У даному випадку ліквідність акцій та підтримка курсу може бути забезпечена шляхом їх масової скупівлі крупними акціонерами (держателями контрольного пакета) або самим підприємством-емітентом. Однак чим менший курс емісії (чим більше він наближається до номінальної вартості) при заданому обсязі потреби в капіталі, тим значніше необхідно збільшувати статутний капітал, а отже, тим вищим буде рівень «розмивання» номінального капіталу і ступінь знецінення акцій, що потрібно буде покривати за рахунок переважних прав.

Приклад 3.6⁷

Статутний капітал акціонерного товариства становить 300 000 грн. Його формують 6000 акцій номінальною вартістю 50 грн. Біржовий курс акцій дорівнює 150 грн.

Потреба підприємства в додаткових фінансових ресурсах — 60 000 грн. Фінансовий менеджмент підприємства повинен проаналізувати, за яко-

⁶ *Boemle M. Unternehmensfinanzierung.* — S. 303.

⁷ *3a: Grundzüge der Unternehmensfinanzierung.* — S. 80.

го курсу емісії вдасться забезпечити баланс інтересів між усіма заінтересованими сторонами, і збори акціонерів проголосують за залучення капіталу шляхом збільшення статутного капіталу.

Курс емісії	Співвідношення (С)	Сума збільшення капіталу	Емісійний дохід	Потреба в капіталі	Вартість переважного права	Курс за мінусом переважних прав
50 (номінал)	5 : 1	60	—	60	16,67	133,33
100	10 : 1	30	30	60	4,55	145,45
150 (курс біржі)	15 : 1	20	40	60	0	150,00

Зрозуміло, що для емітента найприйнятнішим є максимальний курс емісії (на рівні ринкового), оскільки потреба в капіталі покривається за мінімального збільшення номінального капіталу.

Для *дрібних акціонерів* низький курс емісії (а отже, висока ціна переважного права) є вигіднішим. Якщо придбання нових акцій їх не цікавить, то в результаті продажу переважних прав вони можуть отримати додаткову винагороду. У разі, коли вони вирішать придбати нові акції, при заданому обсязі капіталовкладень можна отримати більшу їх кількість.

Крупні акціонери, які мають фінансові можливості для збільшення свого пакета акцій та розширення впливу на діяльність підприємства, схилитимуться до високого курсу емісії, який ускладнює використання малими акціонерами своїх переважних прав і стимулює їх до продажу таких прав. Це дає можливість великим акціонерам придбати більшість акцій нової емісії. У той же час, як уже зазначалось, надто високий курс емісії може ускладнити розміщення всієї емісії.

Якщо рішенням загальних зборів акціонерів не передбачені переважні права на купівлю нових акцій, то акціонери можуть уникнути збитків лише в тому разі, якщо курс емісії нових акцій буде встановлено на рівні біржового курсу старих⁸.

Курс емісії тісно пов'язаний з політикою підприємств у сфері самофінансування та виплати дивідендів. Зі збільшенням частки прибутку, який спрямовується на виплату дивідендів, курс емісії

⁸ Законодавствами країн з високорозвинутим фондовим ринком, як правило, передбачено, що переважні права можуть не враховуватися, якщо обсяг емісії не перевищує 10 % статутного капіталу та емісія суттєво не впливає на біржовий курс акцій (максимальна величина падіння курсу становить 5 %).

тяжіє до збільшення. Якщо ж максимальним є рівень самофінансування, то встановлюється мінімальний курс емісії. Наприклад, у Швейцарії в 50-х роках спостерігалась тенденція до мінімізації курсу емісії. Причиною цього було те, що збільшення статутного капіталу (і фінансування загалом) здійснювалося переважно за рахунок чистого прибутку підприємств (у середньому на реінвестування спрямовувалося близько 80 % прибутку). Акціонери відмовлялися від розподілу прибутку, натомість одержували акції за низьким курсом емісії. На відміну від цього, в США відносно велика частина прибутку виплачується у вигляді дивідендів (близько 40—60 %). Саме цим пояснюється порівняно високий курс емісії американських підприємств. Ключове питання в галузі емісійної політики американських підприємств звучить так: за яким максимальним курсом емісії можна розмістити акції на ринку протягом строку підписки?

З часом в Європі також почала спостерігатися тенденція до збільшення курсу емісії. На сьогоднішній день у Швейцарії, як правило, курс емісії встановлюється на рівні 2/3 біржового курсу та становить 350—400 % номіналу. В Німеччині курс емісії встановлюється, як правило, на рівні 20—25 % нижче за біржовий курс.

3.4.6. Порядок збільшення статутного капіталу на основі додаткової емісії корпоративних прав

Збільшення статутного капіталу акціонерних товариств і товариств з обмеженою відповідальністю може бути здійснено лише після повної сплати всіма учасниками (акціонерами) своїх внесків (оплати акцій) за вартістю, не нижчою за номінальну (див. рис. 3.3).

Рішення про збільшення статутного капіталу АТ приймається зборами акціонерів або наглядовою радою. Таке рішення набирає чинності з дня внесення цих змін до державного реєстру. Підкреслимо, що законодавчими актами заборонено збільшення статутного капіталу (випуск акцій) з метою покриття збитків, пов'язаних з господарською діяльністю емітента.

Протокол рішення уповноваженого органу управління відкритого акціонерного товариства про збільшення розміру статутного капіталу має містити такі основні відомості:

- реквізити емітента, його місцезнаходження;
- розмір статутного капіталу та активів емітента;
- цілі та предмет діяльності, а також мета випуску акцій;

- найменування контролюючого органу (аудиторської фірми);
- дані про розміщення раніше випущених в обіг цінних паперів;
- категорії акцій та їх кількість;



Рис. 3.3. Порядок збільшення статутного капіталу акціонерного товариства в результаті залучення додаткових внесків

- загальна сума емісії; номінальна вартість акцій;
- кількість учасників голосування і порядок його проведення;

- порядок виплати дивідендів і права власників привілейованих акцій;
- строк повернення коштів у разі відмови від випуску акцій;
- порядок реалізації переважного права акціонерів на придбання акцій, що випускаються додатково;
- термін проведення відкритої підписки для акціонерів, що реалізують своє переважне право, та термін проведення підписки для інших інвесторів і акціонерів на придбання акцій у кількості, що перевищує кількість акцій, на яку акціонер має переважне право;
- порядок повідомлення про випуск і порядок розміщення акцій;
- інша інформація, що стосується емісії акцій.

Товариство розміщує акції за курсом емісії, який встановлюється відповідно до емісійної політики підприємства.

Після прийняття рішення про збільшення статутного капіталу та виконання інших загальних передумов з метою швидкого та ефективного розміщення акцій емітенти вдаються до послуг фінансових посередників (професійних торговців цінними паперами) — **андеррайтерів**. Торговець цінними паперами за дорученням, від імені і за рахунок емітента може здійснювати діяльність з організації підписки на цінні папери або їх реалізації іншим способом. При цьому торговець цінними паперами за домовленістю з емітентом може брати на себе зобов'язання у разі неповного розміщення цінних паперів викупити в емітента нереалізовані цінні папери. Як правило, емітенту надається гарантія розміщення емісії та укладається відповідна угода між ним і торговцем цінних паперів. Розрізняють такі **основні форми андеррайтингу**:

- повний або частковий викуп усієї емісії з подальшим продажем за більш високою ціною;
- продаж акцій на комісійних засадах за курсом емісії, встановленим емітентом;
- викуп фінансовим посередником недорозміщеної підприємством частини емісії.

Для оцінки можливості надання послуг з розміщення емісії андеррайтери аналізують бізнес-план використання залучених у результаті емісії ресурсів, можливі ризики, фінансовий стан емітента тощо. У подальшому одержана інформація слугує засобом переконання інвесторів у доцільності придбання цінних паперів даної емісії.

Відкриті акціонерні товариства зобов'язані **заресструвати інформацію про емісію акцій** (у т. ч. у випадках прийняття рішення щодо збільшення або зменшення статутного капіталу, випуску акцій нової номінальної вартості, випуску акцій з метою обміну

на раніше випущені облигації або акції іншого акціонерного товариства тощо). В інформацію про емісію акцій повинні бути включені такі відомості:

а) характеристика емітента (реквізити, дата заснування, предмет діяльності, відомості про статутний капітал, чисельність службовців та акціонерів);

б) баланс, звіт про фінансові результати та їх використання;

в) дані про членів виконавчого органу, голову ради товариства, голову ревізійної комісії та головного бухгалтера;

г) опис діяльності емітента та можливі фактори ризику в цій діяльності;

д) дані про емісію цінних паперів:

• дата і номер рішення (протоколу) про емісію акцій, найменування органу, який прийняв рішення;

• загальна номінальна вартість акцій, на які планується здійснити підписку;

• мета використання фінансових ресурсів, залучених у результаті емісії;

• кількість акцій за типами і категоріями;

• форма випуску акцій (документарна або бездокументарна);

• перелік засновників у розрізі кількості, типу і категорій належних їм акцій;

• права, що надаються власникам простих та привілейованих акцій;

• номінальна вартість акцій, запланований курс емісії, відомості щодо ринкової вартості акцій;

• серії та порядкові номери акцій; адреси місць, дати початку та припинення підписки на акції; докладний опис порядку підписки на акції та їх оплати;

• найменування андеррайтера; відомості щодо умов договору з торговцем цінними паперами із зазначенням суми винагороди цінними паперами (якщо емітент користується його послугами);

• дії, що проводяться в разі перевищення (недосягнення) рівня запланованої підписки на акції або дострокового її закінчення;

• терміни, порядок та адреси місць виплати дивідендів за підсумками року, здійснення операцій і депонування;

е) перелік і результати попередніх емісій цінних паперів;

ж) кількість акцій, що перебувають у власності членів виконавчого органу, та перелік осіб, частки яких у статутному фонді перевищують 5 %;

з) відомості про реєстратора;

и) відомості про депозитарій цінних паперів (у разі, коли запланована бездокументарна форма випуску акцій).

Емітент має право на **опублікування інформації** про емісію цінних паперів з моменту її реєстрації у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку або в її територіальних органах. Зареєстрована інформація підлягає опублікуванню у повному обсязі.

Наступним етапом збільшення статутного капіталу є здійснення **підписки на акції нової емісії** серед нинішніх і потенційних акціонерів. Підписка на акції відкритого акціонерного товариства здійснюється у два етапи:

- на першому реалізується переважне право акціонерів на придбання акцій, що випускаються додатково, у кількості, пропорційній їх частці у статутному фонді на дату прийняття рішення про емісію акцій;

- на другому реалізується право інших інвесторів на придбання акцій, що випускаються додатково, та існуючих акціонерів у кількості, що перевищує кількість акцій, на яку акціонер реалізував своє переважне право. При цьому на другому етапі переважним правом на придбання акцій, що випускаються додатково, користуються акціонери товариства.

Оплата цінних паперів здійснюється грошима або майновими і немайновими правами, що мають грошову оцінку, цінними паперами інших емітентів чи шляхом зарахування вимог до товариства. Грошова оцінка майна, яке виступає внеском до статутного капіталу, повинна дорівнювати ринковій вартості цього майна.

Звіт про результати підписки на акції. Не пізніше ніж через 15 днів після закінчення строку підписки на акції відкрите акціонерне товариство подає в реєструвальний орган звіт про наслідки підписки на акції, який повинен містити таку інформацію:

- а) фактичні дати початку і закінчення підписки на акції;
- б) кількість акцій, на які здійснена підписка;
- в) загальну номінальну вартість акцій, на які здійснена підписка порівняно із запланованою величиною;

- г) загальну суму договорів, укладених при здійсненні підписки на акції;

- д) загальну суму коштів, одержаних у ході підписки на акції у такому розподілі:

- грошові кошти, внесені як плата за акції, із зазначенням кількості акцій;

- вартісна оцінка майна, внесеного як плата за акції, із зазначенням кількості акцій;
- оцінка іноземної валюти, внесеної як плата за акції, із зазначенням кількості акцій;
- е) розподіл коштів на статутний і додатковий капітал;
- е) комісійні та інші види винагород, виплачені торговцеві цінними паперами;
- з) інша інформація, передбачена нормативними актами.

Звіт про наслідки підписки на акції повинен бути підписаний емітентом, торговцем цінними паперами (якщо емітент користується його послугами) та аудитором. Якщо підписка на акції не відбулась, емітент також подає реєструвальному органу звіт про результати підписки на акції.

Реєстрація випуску акцій. Для реєстрації випуску акцій АТ подає до реєструвального органу такі документи:

- а) заяву про реєстрацію випуску акцій;
- б) рішення стосовно затвердження результатів підписки на акції, що оформлено протоколом;
- в) нотаріально посвідчену копію статуту або змін до статуту емітента, пов'язаних зі змінами розміру статутного капіталу (номінальної вартості або кількості акцій);
- г) зразок бланка сертифіката акції, оформленого згідно з вимогами чинного законодавства (при документарній формі випуску);
- д) баланс, засвідчений підписами та печатками емітента та аудитора (аудиторської фірми), довідку про фінансовий стан емітента, засвідчену підписами та печаткою аудитора, висновок аудитора;
- е) копії свідоцтв про реєстрацію попередніх випусків акцій;
- є) копію свідоцтва про державну реєстрацію товариства.

Реєстрація випуску акцій здійснюється протягом 30 днів з моменту подання заяви та необхідних документів до реєструвального органу. Реєстрація наступного випуску акцій здійснюється реєструвальним органом тільки за умови реєстрації попередніх випусків акцій на відповідні розміри статутного фонду.

Останнім кроком у процесі збільшення статутного капіталу на основі емісії акцій є оформлення та депонування нового глобального сертифіката випуску акцій (у разі бездокументарної форми випуску акцій); внесення інформації до системи реєстру власників іменних цінних паперів (у разі документарної форми випуску акцій) та виготовлення бланків і видача акціонерам сертифікатів акцій (у разі документарної форми випуску акцій).

Зазначимо, що на період підписки на цінні папери емітент оформляє тимчасовий глобальний сертифікат, який підлягає за-

міні на постійний після державної реєстрації цього випуску ДКЦПФР, або анулюється в разі визнання випуску таким, що не відбувся. Глобальний сертифікат, оформлений після державної реєстрації та визнання випуску таким, що відбувся, зберігається в депозитарії протягом усього періоду існування цінних паперів у бездокументарній формі.

Розглянуті цілі, порядок та загальні передумови збільшення статутного капіталу підприємств слід обов'язково враховувати при прийнятті рішення про використання даного інструменту у залученні фінансових ресурсів.

3.5. ЗМЕНШЕННЯ СТАТУТНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВ

3.5.1. Завдання та основні передумови зменшення статутного капіталу підприємств

До основних цілей зменшення статутного капіталу (перелічені у табл. 3.1) слід віднести такі:

- підтримання курсу корпоративних прав, якщо він падає (зменшення статутного капіталу здійснюється для зрівноваження (або перевищення) номінальної вартості акцій (часток) з їх ринковою ціною);
- одержання санаційного прибутку, який спрямовується на покриття балансових збитків;
- концентрація статутного капіталу в руках найактивніших власників;
- зменшення високого рівня капіталізації підприємства (зменшення капіталу при цьому є складовою обраної підприємством дивідендної політики чи політики диверсифікації інвесторів);
- зменшення надлишку ліквідності (якщо чистий грошовий потік перевищує інвестиційні можливості підприємства, то доцільно спрямувати вільні кошти на повернення внесків власників з тим, щоб вони могли вкласти отримані кошти в інші інвестиційні проекти);
- вихід окремих учасників зі складу товариства (у ТОВ).

Обсяги зменшення статутного капіталу визначаються рішенням зборів акціонерів (учасників). Рішення загальних зборів товариства про зміни статутного капіталу приймаються більшістю у 3/4 голосів акціонерів, які беруть участь у зборах (загальні збори визнаються правомочними, якщо в них беруть участь акціонери, що мають відповідно до статуту товариства понад 60 % голосів).

Нормативне регулювання порядку зменшення статутного капіталу здійснюється з метою захисту майнових інтересів кредиторів. Надзвичайно важливим є те, що рішення товариства про зміни розміру статутного капіталу набирає чинності лише з дня внесення цих змін до державного реєстру.

Зменшення статутного капіталу, пов'язане з виплатами компенсацій (у вигляді грошових коштів чи товарно-матеріальних цінностей) власникам корпоративних прав *за наявності заперечень кредиторів не допускається*, оскільки в даному разі зменшуються капітал, у межах якого власники несуть відповідальність перед кредиторами підприємства, та обсяг майна, за рахунок якого могли б погашатися його борги.

Кредитори акціонерного товариства, які мають заперечення щодо зменшення розміру статутного капіталу товариства, в строк, установлений для подання заперечень, надають копію заперечень до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Якщо ж власники передають свої корпоративні права до анулювання безкоштовно, то обмеження стосовно врахування інтересів кредиторів на цю операцію не поширюються, оскільки в даному разі відбувається лише приведення відповідно до розміру статутного капіталу підприємства реального обсягу майна, відображеного в балансі. Величина активів суб'єкта господарювання при цьому не зменшується.

Слід зазначити, що виконавчі органи підприємства несуть персональну відповідальність за факт зменшення статутного капіталу та повернення внесків власникам за наявності заперечень кредиторів. Рішення зборів засновників не звільняє дирекцію (правління) від відшкодування збитків кредиторам, оскільки воно набуває правової сили лише після внесення змін до державного реєстру.

Акціонерному товариству забороняється приймати рішення про зменшення розміру статутного капіталу також у тому разі, якщо попередній випуск акцій не зареєстровано.

При зменшенні статутного капіталу його розмір не може бути меншим за мінімальний розмір статутного капіталу, визначений законодавством.

3.5.2. Зменшення статутного капіталу ТОВ

Зменшення статутного капіталу товариства з обмеженою відповідальністю може здійснюватися двома основними способами:

1) в результаті виходу одного або кількох учасників зі складу товариства;

2) на основі зменшення частки у статутному капіталі всіх чи окремих учасників.

Повернення частки учасникові може означати для підприємства або зменшення статутного капіталу, або зміну учасника без зменшення розміру статутного капіталу. Згідно із Законом України «Про господарські товариства» при виході учасника з ТОВ йому виплачується вартість частини майна товариства, пропорційна його частці у статутному капіталі. Такого роду зміни (а також будь-які інші зміни, пов'язані зі зміною розміру статутного капіталу) вимагають внесення змін у засновницькі документи з відповідною переєстрацією підприємства.

Виплата відповідної частки здійснюється після затвердження звіту за рік і в строк до 12 місяців з дня виходу. На вимогу учасника та за згодою товариства внесок може бути повернено повністю або частково в натуральній формі.

Досить суперечливим моментом є те, що згідно зі статтею 57 згаданого Закону у разі недостатності майна учасника ТОВ для покриття його боргів кредитори вправі вимагати виділення частки учасника-боржника в майні підприємства. У такому разі розмір статутного капіталу товариства підлягає зменшенню. Однак зменшення статутного капіталу ТОВ може відбуватися лише за рішенням зборів засновників. Що слід вчинити, якщо засновники не винесуть відповідного рішення? Крім того, *зменшення статутного капіталу за наявності заперечень будь-кого з кредиторів товариства не допускається.*

Що робити кредиторам одного з учасників товариства, якщо кредитори самого товариства не погоджуються зі зменшенням статутного капіталу? У разі внесення до установчих документів змін, пов'язаних зі зміною складу засновників (учасників) суб'єкта підприємницької діяльності, до державного органу реєстрації подаються оформлені відповідно до вимог законодавства документи, що засвідчують:

добровільний вихід юридичної особи зі складу засновників (учасників) — подається копія рішення засновника, а фізичної особи — нотаріально посвідчена заява;

примусове виключення засновників (учасників) — рішення уповноваженого на це органу.

Орган державної реєстрації у 5-денний термін з дня державної реєстрації змін (доповнень) в установчих документах подає до

органу державної статистики та органу державної податкової служби по одній копії реєстраційної картки з відміткою про державну реєстрацію внесених змін.

У разі зменшення статутного капіталу на основі зменшення часток окремих учасників товариство має надати органу державної реєстрації такі документи:

- а) реєстраційну картку встановленого зразка;
- б) нотаріально посвідчені зміни до установчих документів (два оригінали та одну копію);
- в) протокол загальних зборів учасників;
- г) документ, що засвідчує внесення плати за державну реєстрацію.

3.5.3. Способи зменшення статутного капіталу АТ

Зменшення розміру статутного капіталу акціонерного товариства може відбуватися за такими способами:

- а) зменшення номінальної вартості акцій;
- б) зменшення кількості акцій існуючої номінальної вартості.

В останньому випадку можливі такі варіанти:

- зменшення кількості акцій на основі їх конверсії;
- безкоштовна передача акцій до анулювання;
- зменшення кількості акцій на основі їх викупу з подальшим анулюванням.

Порядок зменшення статутного капіталу АТ наведено на рис. 3.4.

За наявності достатніх підстав рішення про зменшення статутного капіталу приймається загальними зборами акціонерів чи іншим уповноваженим власниками органом. Відповідне рішення оформлюється протоколом.

Після цього виконавчий орган товариства публікує у друкованих органах Верховної Ради України або Кабінету Міністрів, або офіційному виданні фондової біржі повідомлення для кредиторів та акціонерів про намір зменшити розмір статутного капіталу товариства, яке має містити: реквізити АТ; мотиви, спосіб і розмір зменшення статутного капіталу; дані про кількість акцій, що вилучаються; їх загальну вартість; термін вилучення акцій та наслідки відмови акціонера від обміну акцій у зв'язку зі зменшенням статутного капіталу шляхом зниження номінальної вартості акцій, а також строк подання заперечень кредиторів.

Послідовність зменшення статутного капіталу значною мірою залежить від обраного способу зменшення.

Якщо зменшення здійснюється на основі **деномінації** (зменшення номінальної вартості акцій), то здійснюється емісія акцій за новою номінальною вартістю. При цьому емісія акцій реєструється у ДКЦПФР та проводиться інший стандартний набір дій, які супроводжують нову емісію. За використання цього методу слід дотримуватися принципу пропорційного зменшення номіналу всіх акцій, які належать акціонерам. Це робиться для збереження існуючих пропорцій участі акціонерів у статутному капіталі.

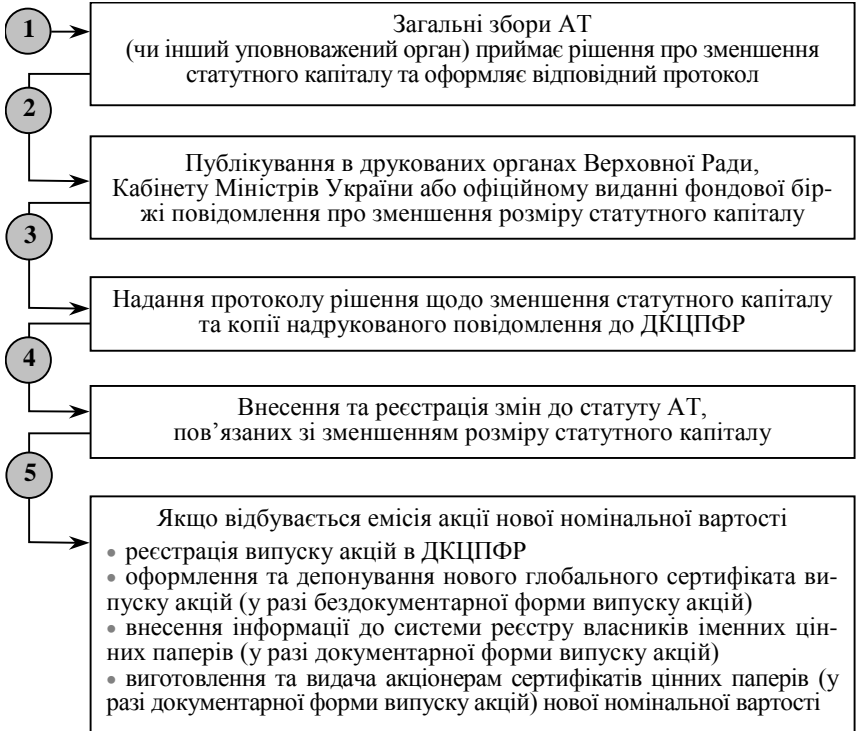


Рис. 3.4. Порядок зменшення статутного капіталу АТ

Зменшення кількості акцій, які є в обігу, досягається або за рахунок вилучення з обігу та анулювання частини акцій, або на основі конверсії акцій.

Конверсія акцій — це об'єднання кількох акцій в одну (або обмін за встановленим співвідношенням однієї кількості акцій на іншу). Наприклад, конверсія акцій у співвідношенні 4 : 3 означає, що на кожні чотири акції можна обміняти три акції нової емісії.

У більшості країн діє положення, згідно з яким зменшення статутного капіталу має здійснюватися в першу чергу шляхом зниження номінальної вартості, а не в результаті їх об'єднання. Це робиться з метою захисту прав дрібних акціонерів, яким у результаті об'єднання акцій можуть завдаватися збитки. Наприклад, якщо співвідношення, з яким робиться конверсія акцій, становить 11 : 9, то це означає, що акціонери, які мають менше 11 акцій, вимушені або продати їх, або докупити необхідну кількість, щоб можна було зробити обмін.

Деномінація не допускається, якщо номінальна вартість акцій дорівнює мінімально встановленому розміру. В даному разі зменшення статутного капіталу відбувається шляхом конверсії акцій або їх вилучення з обігу для анулювання.

У зарубіжній практиці проблематика неподання до деномінації чи консолідації акцій вирішується так. Акціонерне товариство визнає акції недійсними. Натомість у ході обміну емітуються нові акції, які тут же реалізуються на біржі, а виручка від їх реалізації зараховується на рахунок акціонерів, чії акції оголошені недійсними.

Приклад 3.7

Статутний капітал акціонерного товариства становить 5 млн грн. Прийнято рішення про зменшення статутного капіталу шляхом конверсії акцій у співвідношенні 5 : 2. Оскільки 10 % акціонерів не подали свої акції для конверсії, їх акції були анульовані. Натомість у ході конверсії на дану кількість акцій у відповідному співвідношенні були емітовані акції, які реалізовані на біржі за курсом 120 %.

У результаті проведеної операції зменшення статутного капіталу:

- статутний капітал підприємства було зменшено до 2 млн грн;
- санаційний прибуток становив 3 млн грн;
- 10 % акціонерів (на суму 500 тис. грн), які відмовилися подати свої акції для конверсії, одержали компенсацію в сумі 240 тис. грн, оскільки належні їм акції номінальною вартістю 500 тис. грн після конверсії відповідали номіналу в 200 тис. грн і були реалізовані за курсом 120 %.

Зменшення кількості акцій, які є в обігу, можна досягти не лише об'єднанням акцій, а й шляхом їх викупу чи безоплатної передачі товариству для анулювання.

Загалом акціонерне товариство має право викупити в акціонера оплачені ним акції для таких цілей:

- подальшого перепродажу;
- розповсюдження серед своїх працівників;
- з метою анулювання.

Викуп акцій АТ може здійснюватися емітентом для підтримання ринкового курсу, збільшення прибутковості акцій чи з метою запобігання поглинання. Зазначені акції повинні бути реалізовані або анульовані у строк не більше одного року. Протягом періоду володіння господарським товариством власними корпоративними правами розподіл прибутку і голосування на зборах акціонерів відбувається без урахування згаданих акцій. Це саме стосується і товариства з обмеженою відповідальністю щодо придбання ним часток учасників товариства. Протягом періоду володіння підприємством власними корпоративними правами розподіл прибутку, а також голосування і визначення кворуму на загальних зборах провадиться без урахування придбаних підприємством власних акцій (часток). Отже, викуплені корпоративні права власної емісії не призводять до приросту активів підприємства. Зазначені корпоративні права відображаються за статтею «Вилучений капітал» першого розділу пасиву балансу за фактичною собівартістю акцій чи часток.

3.5.4. Санація балансу

Досить часто рішення про зменшення статутного капіталу підприємства приймається з метою проведення санації балансу⁹. Остання полягає в покритті відображених у балансі збитків і створенні необхідних резервів за рахунок одержання санаційного прибутку. Основна мета — приведення статутного капіталу підприємства у відповідність із чистими активами, які йому відповідають. Балансовий курс корпоративних прав при цьому досягає позначки 100 % або перевищує її. Це дає можливість залучити фінансові ресурси шляхом додаткової емісії корпоративних прав.

Санація балансу за рахунок санаційного прибутку доцільна лише у разі вичерпання всіх інших можливостей покриття балансових збитків (після спрямування на це всіх відкритих і прихованих резервів). Даний (балансовий) прибуток утворюється в результаті зменшення статутного капіталу підприємства, добровільних доплат власників його корпоративних прав або в разі списання кредитором підприємства-боржника своїх вимог.

Санаційний прибуток — це прибуток, який виникає внаслідок викупу підприємством власних корпоративних прав (акцій, часток) за курсом, нижчим за номінальну вартість цих прав (диза-

⁹ Для повнішого ознайомлення з процедурою санації балансу див.: Терещенко О. О. Фінансова санація та банкрутство підприємств. — К.: КНЕУ, 2000.

жію), в результаті їх безкоштовної передачі до анулювання, зниження номінальної вартості або при одержанні безповоротної фінансової допомоги від власників корпоративних прав, кредиторів та інших заінтересованих у санації підприємства осіб.

У контексті зменшення статутного капіталу детальніше розглянемо першу складову санаційного прибутку — дизажію (дорівнює різниці між номінальною вартістю корпоративного права та ціною його викупу емітентом і затратами, пов'язаними з процедурою викупу прав та зменшенням статутного капіталу). Якщо корпоративні права надаються до анулювання безкоштовно, то санаційний прибуток дорівнюватиме номінальній вартості наданих до анулювання прав за мінусом витрат, пов'язаних зі зменшенням статутного капіталу. Безкоштовне надання своїх акцій до анулювання досить часто здійснюють крупні акціонери, власники контрольних пакетів, вносячи таким чином посильний вклад у фінансування санації.

Дизажію можна розглядати як один з видів емісійного доходу. Якщо санація балансу здійснюється за рахунок емісійного доходу, то в результаті даної операції змінюється лише структура власного капіталу, а загальна його сума залишається незмінною.

Приклад 3.8

Статутний капітал підприємства становить 100 000 грн, збитки — 12 000 грн. Загальними зборами товариства прийнято рішення щодо зменшення статутного капіталу шляхом передачі до анулювання корпоративних прав номінальною вартістю 11 000 грн. Окрім цього, один з кредиторів частково списав короткострокову заборгованість підприємства зі сплати процентів за користування кредитом на суму 2 000 грн.

Якщо не враховувати податкові нюанси, то баланс підприємства в ході проведення вказаних операцій змінюватиметься таким чином:

а) Баланс підприємства до зменшення статутного капіталу, грн.

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	60 000	1. Статутний капітал	100 000
2. Запаси	30 000	2. Непокриті збитки	(12 000)
3. Дебіторська заборгованість	15 000	3. Довгострокові пасиви	10 000
4. Грошові кошти	3000	4. Короткострокові пасиви	10 000
Баланс	108 000	Баланс	108 000

б) Баланс підприємства після зменшення статутного капіталу, грн.

Актив	Пасив
-------	-------

1. Необоротні активи	60 000	1. Статутний капітал	89 000
2. Запаси	30 000	2. Резервний капітал	1000
3. Дебіторська заборгованість	15 000	3. Довгострокові пасиви	10 000
4. Грошові кошти	3000	4. Короткострокові пасиви	8 000
Баланс	108 000	Баланс	108 000

Санаційний прибуток у сумі 13 тис. грн, який утворився внаслідок зменшення статутного капіталу та списання заборгованості, спрямовується на покриття балансових збитків та формування резервів.

У разі санації шляхом викупу емітентом корпоративних прав в їх держателів, незважаючи на важкий фінансовий стан, підприємство повинно мати у своєму розпорядженні достатньо ліквідних засобів, необхідних для виплати відшкодування держателям акцій (часток). При цьому слід дотримуватися вимог щодо захисту прав кредиторів у разі зменшення статутного капіталу.

Загалом акціонерне товариство може викупити власні акції за цінами, встановленими рішенням зборів акціонерів або за цінами, які склалися на ринку. В останньому випадку можливі три варіанти:

- а) акції викуповуються за ціною, вищою за номінал;
- б) викуп акцій за номіналом;
- в) акції викуповуються за ціною, нижчою за номінальну вартість.

Варіант а) означає, що ринкова ціна акцій є вищою за номінал, оскільки за нормально функціонуючого фондового ринку підприємство може викупити акції власної емісії лише на таких же умовах, як й інші інвестори (якщо іншого не передбачено рішенням зборів акціонерів, про що буде описано нижче). Джерелом викупу акцій є статутний і додатковий капітал, зокрема емісійний дохід. Якщо ж останній відсутній, то на ці цілі можна спрямувати прибуток. Зрозуміло, що для санаційних цілей даний варіант не придатний, оскільки санаційний прибуток не виникає.

Варіант б) є суто теоретичним. Він передбачає, що ринкова ціна акцій дорівнює їх номінальній вартості. На практиці такі випадки майже не зустрічаються. Джерелом викупу акцій при цьому є статутний капітал.

Варіант в) означає, що ринкова ціна акцій є нижчою за їх номінальну вартість, інакше жоден акціонер добровільно не продав би підприємству свої акції за ціною, нижчою за номінал. Ціна акцій може бути нижчою за їх номінальну вартість передусім у разі збиткової діяльності підприємства.

У даному випадку на придбання акцій спрямовується лише частина активів підприємства, яка відповідає еквівалентній част-

ці статутного капіталу. При цьому підприємство отримує санаційний прибуток у вигляді емісійного доходу. Він дорівнює різниці між номінальною вартістю корпоративного права та ціною його викупу емітентом і затратами, пов'язаними з процедурою викупу прав і зменшенням статутного капіталу.

Приклад 3.9

Споруда, яка входить до складу основних засобів підприємства балансовою вартістю 20 000 грн реалізована за 30 000 грн. Виручку від реалізації цього об'єкта основних засобів товариство використало для придбання власних акцій номінальною вартістю 37 000 грн (курс 40,62 грн за одну акцію номінальною вартістю в 50 грн). Викуплені підприємством власні акції відображаються в пасиві балансу за їх фактичною собівартістю за статтею «Вилучений капітал». Сума вилученого капіталу наводиться в дужках і вираховується при визначенні підсумку власного капіталу. (Податкові аспекти в розрахунках до уваги не беруться.)

Безпосередньо після цього придбані акції анулюються з одночасним зменшенням статутного капіталу на номінальну вартість анульованих акцій (37 000 грн). Виникає санаційний прибуток у розмірі різниці між номінальною вартістю анульованих акцій і курсом їх придбання. Окрім цього, підприємство отримує прибуток від реалізації основних засобів у сумі 10 000 грн. Цей прибуток може бути спрямований безпосередньо на покриття балансових збитків підприємства (якщо підприємство збиткове) або на поповнення додаткового капіталу (резервів). Баланс підприємства в процесі проведення санації змінюватиметься таким чином:

а) Баланс підприємства перед проведенням санації, грн.

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	35 000	1. Статутний капітал	60 000
2. Оборотні активи	59 000	2. Непокриті збитки	(6000)
		3. Довгострокові пасиви	30 000
		4. Короткострокові пасиви	10 000
Баланс	94 000	Баланс	94 000

б) Баланс підприємства після придбання власних акцій, грн.

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	25 000	1. Статутний капітал	60 000
2. Оборотні активи	59 000	2. Вилучений капітал	(10 000)
		3. Непокриті збитки	(6000)
		4. Довгострокові пасиви	30 000
		5. Короткострокові пасиви	10 000

Баланс	84 000	Баланс	84 000
--------	--------	--------	--------

в) Баланс підприємства після анулювання придбаних акцій, грн.

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	25 000	1. Статутний капітал	44 000
2. Оборотні активи	59 000	2. Довгострокові пасиви	30 000
		3. Короткострокові пасиви	10 000
Баланс	84 000	Баланс	84 000

Таким чином, найважливішою умовою використання даного методу санації є те, що для акціонерного товариства викуп акцій може бути доцільним лише за курсом, нижчим за номінальну вартість. У протилежному разі санаційний прибуток, який може бути спрямований на покриття балансових збитків, не виникає, а отже, зменшувати статутний капітал немає сенсу. При використанні даного методу санації підприємство може покрити засвідчені в балансі збитки, однак його платоспроможність і ліквідність дещо погіршуються, оскільки для придбання власних корпоративних прав витрачаються ліквідні засоби.

Слід ще раз підкреслити: *за економічним змістом зменшення статутного капіталу з метою покриття балансових збитків підприємства означає приведення розміру номінального капіталу у відповідність до його реальної вартості, яка впливає зі стану балансу. Збитки для власників виникають не в момент зменшення номіналу (чи анулювання акцій), а тоді, коли підприємство зазнало збитків від фінансово-господарської діяльності.*

У разі зменшення розміру статутного капіталу інформація про випуск акцій не підлягає обов'язковій реєстрації та опублікуванню. Звіт про результати зменшення розміру статутного капіталу не складається і до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку не подається.

3.6. ЗВІТ ПРО ВЛАСНИЙ КАПІТАЛ

Інформація, відображена в першому розділі пасиву балансу «Власний капітал», показує загальну картину стану власного капіталу та його окремих позицій на початок та кінець звітного періоду. На основі цієї інформації можна провести поверховий аналіз показників, в основі розрахунку яких є власний капітал.

Розшифрування першого розділу пасиву балансу, яке дає змогу фінансовому аналітику дійти висновків щодо змін, які відбулися в складі власного капіталу підприємства, причини цих змін та існуючі тенденції, міститься у звіті про власний капітал. Порядок складання звіту регламентується П(С)БО 5.

Метою складання звіту про власний капітал є розкриття і аналіз інформації щодо змін у складі власного капіталу підприємства протягом звітного періоду. Читаючи звіт, користувач може з'ясувати основні чинники (операції), які вплинули на зміни (збільшення чи зменшення) у складі власного капіталу в цілому та окремих його позицій зокрема.

Звіт складається у формі шахової таблиці в розрізі статей, які включаються до складу першого розділу пасиву балансу та причин їх зміни (дод. 3 до розд. 3). *Шаховий принцип побудови звіту передбачає розміщення по горизонталі елементів (статей) власного капіталу, а по вертикалі — основних операцій, які можуть призвести до зміни окремих статей і власного капіталу в цілому.*

Звіт про власний капітал складається на підставі балансу, звіту про фінансові результати, а також аналітичних даних до відповідних облікових реєстрів. За правильного відображення операцій, які призвели до змін у складі власного капіталу, залишок власного капіталу на кінець року (в цілому та у розрізі окремих статей), який відображається у балансі, збігається з тим, який показується у звіті про власний капітал. Суми, що зменшують статті власного капіталу, наводяться в дужках.

Побудуємо звіт про власний капітал з урахуванням інформації, наведеної в балансі та звіті про фінансові результати умовного підприємства (дод. 1 та 2 до розд. 3).

Показники залишку за окремими статтями власного капіталу на початок періоду переносяться з відповідної графи балансу підприємства. Далі по вертикалі відображаються операції, які можуть призвести до змін у власному капіталі. На перетині відповідних вертикальних рядків і горизонтальних граф відображаються дані, що характеризують вплив тих чи інших операцій на стан позицій власного капіталу.

Якщо на підприємстві мали місце зміни в обліковій політиці, виправлення помилок, допущених при складанні звітів у попередніх періодах чи інші зміни, то на відповідну величину здійснюється, як правило, коригування сальдо нерозподіленого прибутку на початок звітного року. *Скоригований залишок на початок року*

у звіті містить інформацію про позиції власного капіталу з урахуванням можливих коригувань.

Власний капітал підприємства може змінитися в результаті переоцінки необоротних активів, зокрема уцінки чи дооцінки нематеріальних активів, основних засобів, незавершеного будівництва. Сума дооцінки збільшує інший додатковий капітал, якщо така дооцінка є першою переоцінкою необоротних активів, тобто до дооцінки не провадилася уцінка необоротних активів, суму якої було списано на інші витрати. Сума уцінки необоротних активів зменшує інший додатковий капітал у разі, якщо до уцінки вже було проведено дооцінку таких необоротних активів (сума якої збільшила додатковий капітал). Суми переоцінок необоротних активів, що проводяться протягом звітного року, відображаються у Звіті про власний капітал розгорнуто. Якщо стосовно одного з видів необоротних активів протягом року провадилися дооцінка та уцінка, суми яких вплинули на величину додаткового капіталу, у Звіті така переоцінка відображається розгорнуто — окремо дооцінка та окремо уцінка по відповідному рядку.

Виходячи з базових джерел інформації для нашого прикладу, які містяться в дод. 1 та 2, вищеописані операції не вплинули на показники власного капіталу.

Важливим чинником, який впливає на величину власного капіталу підприємства, є **обсяг чистого прибутку (збитку)** та порядок його використання (чи покриття) у звітному періоді. Базова інформація щодо цього міститься у звіті про фінансові результати та в рішенні зборів власників підприємства щодо порядку використання прибутку. В нашому прикладі чистий прибуток підприємства 86 тис. грн (дод. 2 до розд. 3). Ця інформація відображається в графі перетину позицій «Чистий прибуток (збиток) за звітний період» та «Нерозподілений прибуток» звіту про власний капітал. Якщо за даними звіту про фінансові результати підприємство має збиток, то його величину має бути відображено у тій же графі у дужках.

У разі прийняття рішення щодо використання чистого прибутку звітного року, нерозподіленого прибутку чи частини резервного капіталу на виплату **дивідендів** величина дивідендів відображається за відповідними позиціями власного капіталу у дужках і зменшує власний капітал підприємства. У нашому прикладі на дивіденди спрямовано чистий прибуток у розмірі 36 тис. грн.

Якщо ж нерозподілений прибуток спрямовано на збільшення статутного і резервного капіталу, то відбувається внутрішній перерозподіл сум власного капіталу підприємства: відповідну суму прибутку у звіті про власний капітал відображають двічі — за статтею «Нерозподілений прибуток» у дужках (як величина, що зменшує прибуток) і за статтями «Статутний капітал» і «Резервний капітал» (як величина, що збільшує власний капітал). У нашому прикладі в балансі відображено приріст як статутного, так і резервного капіталу. Враховуючи зміни в складі резервного капіталу (зростання на 30 тис. грн), та у складі нерозподіленого прибутку (зростання на 20 тис. грн), можна дійти висновку, що прибуток підприємства в нашому випадку не є джерелом поповнення статутного капіталу, оскільки вся його сума (86 тис. грн) використана на інші цілі:

- виплата дивідендів — 36 тис. грн;
- формування резервного капіталу — 30 тис. грн;
- залишок нерозподіленого прибутку — 20 тис. грн.

Таким чином, можна дійти висновку, що статутний капітал підприємства зріс у результаті використання для цих цілей інших джерел, зокрема **внесків власників**. Внески до капіталу можуть спрямовуватися на:

- поповнення статутного чи пайового капіталу;
- збільшення додатково вкладеного чи іншого капіталу;
- погашення заборгованості учасників щодо внесків до статутного, пайового, додатково вкладеного та іншого капіталу.

Суми внесків відображаються за відповідними позиціями власного капіталу. В нашому прикладі це «статутний капітал» — в обсязі номінальної вартості внесків (100 тис. грн) та «додатковий вкладений капітал» — у розмірі емісійного доходу (10 тис. грн).

Наступний блок операцій, пов'язаних зі зміною власного капіталу, — це операції, результатом яких є **вилучення капіталу**. Вилучення капіталу може здійснюватися з допомогою таких операцій:

- вилучення частки в капіталі;
- викуп акцій;
- анулювання викуплених акцій;
- перепродаж раніше викуплених акцій;
- зменшення номінальної вартості акції.

При виході учасника з товариства йому повертається його частка (внесок). Якщо в результаті повернення учаснику його част-

ки на величину такої частки зменшився статутний капітал, то таку операцію буде відображено в графі перетину рядка «Вилучення частки в капіталі» та стовпця «Статутний капітал» у сумі, що дорівнює зменшенню статутного капіталу.

Як уже зазначалося, підприємство може викупити корпоративні права власної емісії з метою їх анулювання чи перепродажу. Операція викупу акцій (часток) не змінює статутного капіталу підприємства, однак сума власного капіталу зменшується на фактичну величину викуплених корпоративних прав. Факт зменшення активів підприємства в результаті здійснення вказаної операції призводить до зменшення пасивів за позицією «Вилучений капітал».

Залежно від прийнятого рішення щодо викуплених корпоративних прав у звіті про власний капітал будуть зафіксовані такі зміни:

- ◆ якщо протягом звітнього року здійснювались операції з анулювання викуплених акцій (часток), то за статтею «Статутний капітал» відображається номінальна вартість анульованих корпоративних прав, а за позиціями додаткового, резервного капіталу чи нерозподіленого прибутку — перевищення ціни викупу корпоративних прав над їх номіналом;

- ◆ якщо протягом звітнього року викуплені акції (частки) перепродавались, то за відповідними позиціями відображається зменшення вилученого капіталу, статутного капіталу чи капітальних резервів (залежно від ціни продажу корпоративних прав).

До інших змін у капіталі можна віднести:

- зменшення статутного, пайового, додаткового капіталу, нерозподіленого прибутку у зв'язку зі списанням невідшкодованих збитків;

- збільшення додаткового капіталу внаслідок безоплатного отримання необоротних активів (відображається з урахуванням зменшення додаткового капіталу на суму амортизації таких активів).

Загальна сума змін власного капіталу, що відбулися протягом звітнього року, визначається підсумовуванням і відніманням річних оборотів за всіма позиціями власного капіталу. Залишок власного капіталу в цілому та в розрізі його складових на кінець року визначається таким чином:

залишок капіталу на початок року:

(+) збільшення капіталу протягом звітнього періоду;

(-) зменшення капіталу протягом звітнього періоду;

(=) залишок капіталу на кінець року.

Правильність заповнення звіту можна перевірити, скориставшись закономірностями шахової таблиці. Загальний результуючий

підсумок показників по вертикалі повинен дорівнювати загальному результуючому підсумку показників по горизонталі. У нашому прикладі сума показників по горизонталі становить 780 тис. грн, що дорівнює відповідній сумі по вертикалі (дані строки «Разом зміни в капіталі» при розрахунках до уваги не беруться).

Якщо залишки власного капіталу на початок року, що відображаються в балансі підприємства, скоригувати на приріст (чи зменшення) власного капіталу за даними звіту про власний капітал, то ми отримаємо балансовий залишок власного капіталу на кінець періоду. *Якщо залишки, які містяться в балансі, збігаються з даними, наведеними у звіті про власний капітал, то звітність складена правильно.*

ДОДАТКИ ДО РОЗДІЛУ

Додаток 1

Форма № 1 (П(С)БО 2)

БАЛАНС станом на _____ 200__ р.

тис. грн

АКТИВ (МАЙНО)	1.01	31.12
I. Необоротні активи		
Нематеріальні активи:		
— залишкова вартість	110	105
— первісна вартість	120	120
— знос	10	15
Незавершене будівництво	—	—
Основні засоби:		
— залишкова вартість	320	510
— первісна вартість	370	615
— знос	50	105
Довгострокові фінансові інвестиції	100	50
Довгострокова дебіторська заборгованість	—	—
Усього за розділом I	530	665
II. Оборотні активи		
Запаси	300	370
Векселі одержані	—	—
Дебіторська заборгованість за товари, роботи,	160	140

послуги		
Дебіторська заборгованість за розрахунками:		
— з бюджетом	25	40
— за виданими авансами	15	20
Поточні фінансові інвестиції	20	20
Грошові кошти та їх еквіваленти	60	100
Інші оборотні активи		
Усього за розділом II	580	690
III. Витрати майбутніх періодів	10	10
Баланс	1120	1365

Закінчення дод. I

ПАСИВ (КАПІТАЛ)	1.01	31.12
I. Власний капітал		
Статутний капітал	400	500
Додатковий вкладений капітал	50	60
Інший додатковий капітал	5	5
Резервний капітал	150	180
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток) (-)	15	35
Неоплачений капітал (-)	—	—
Вилучений капітал (-)	—	—
Усього за розділом I	620	780
II. Забезпечення наступних витрат і платежів		
Забезпечення виплат персоналу	15	20
Інші забезпечення	5	10
Цільове фінансування	20	20
Усього за розділом II	40	50
III. Довгострокові зобов'язання	140	150
IV. Поточні зобов'язання		
Короткострокові кредити банків	120	180
Кредиторська заборгованість за товари, роботи,	110	120

послуги		
Векселі видані	—	—
Поточні зобов'язання за розрахунками:		
— з одержаних авансів	—	—
— з бюджетом	60	50
— з оплати праці	30	30
— з учасниками	—	—
Інші поточні зобов'язання	—	5
Усього за розділом IV	320	385
V. Доходи майбутніх періодів	—	—
Баланс	1120	1365

Додаток 2

Форма № 2 (П(С)БО 3)

ЗВІТ ПРО ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ

за _____ 200__ р.

тис. грн

Стаття	За звітний період
Дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	1440
Податок на додану вартість	240
Акцизний збір	—
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції	1200
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	910
Валовий:	
прибуток	290
збиток	—
Інші операційні доходи	—
Адміністративні витрати	160
Витрати на збут	30
Інші операційні витрати	—

Фінансові результати від операційної діяльності: прибуток збиток	100 —
Дохід від участі в капіталі	—
Інші фінансові доходи (отримані дивіденди)	30
Інші доходи	—
Фінансові витрати (сплата процентів)	20
Втрати від участі в капіталі	—
Інші витрати	—
Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування: прибуток збиток	110 —
Податок на прибуток від звичайної діяльності	24

Закінчення дод. 2

Стаття	За звітний період
Фінансові результати від звичайної діяльності: прибуток збиток	86 —
Надзвичайні: доходи витрати	— —
Податки з надзвичайного прибутку	—
Чистий: прибуток збиток	86 —
Дивіденди (довідково)	36

ЗВІТ ПРО ВЛАСНИЙ КАПІТАЛ

Додаток 3

191

Стаття	Статутний капітал	Пайовий капітал	Додатковий вкладений капітал	Інший додатковий капітал	Резервний капітал	Нерозподілений прибуток	Неоплачений капітал	Вилучений капітал	Разом
Залишок на початок року	400	—	50	5	150	15	—	—	620
Коригування									—
Скоригований залишок на п. р.									—
Переоцінка активів: — дооцінка необоротних активів — уцінка необоротних активів									— —
Чистий прибуток (збиток) за з. п.						86			86
Розподіл прибутку: — виплати власникам (дивіденди) — спрямування прибутку до статутного капіталу — відрахування до резервного капіталу						(36) (30)			(36) — —
Внески учасників: — внески до капіталу — погашення заборгованості з капіталу	100 —		10						110 —
Вилучення капіталу: — викуп акцій (часток) — перепродаж викуплених акцій — анулювання викуплених акцій — вилучення частки в капіталі — зменшення номінальної вартості акцій	— — — — —								— — — — —
Інші зміни в капіталі	—								—
Разом зміни в капіталі	100	—	10	—	30	20	—	—	160
Залишок на кінець року	500	—	60	5	180	35	—	—	780

ТЕСТИ І ЗАДАЧІ

Тесту

Тест 1. *Власний капітал підприємства — це...*

- 1) підсумок першого розділу пасиву балансу;
- 2) капітал, у межах якого власники підприємства несуть відповідальність перед його кредиторами;
- 3) капітал, поділений на частки рівної номінальної вартості;
- 4) те саме, що і статутний капітал;
- 5) капітал, основними складовими якого є статутний капітал, додатковий капітал, резервні фонди та прибуток.

Тест 2. *Додатковий капітал:*

- 1) це сума приросту майна підприємства, яка виникає в результаті переоцінки (індексації) безоплатно одержаних матеріальних цінностей та від емісійного доходу;
- 2) це капітал, у межах якого власники підприємства несуть відповідальність перед його кредиторами;
- 3) може бути лише в акціонерних товариствах;
- 4) може бути спрямований на покриття збитків підприємства;
- 5) це один з видів доходів підприємства, які можуть бути поділені між власниками корпоративних прав.

Тест 3. *Санаційний прибуток — це...*

- 1) прогнозований прибуток, який підприємство планує одержати після успішного завершення санації;
- 2) різниця між затратами на проведення санації та одержаною виручкою після фінансового оздоровлення;
- 3) різниця між прибутком підприємства після його санації та прибутком (збитком) до проведення санаційних заходів;
- 4) емісійний дохід у вигляді дизажіо;
- 5) прибуток, який підприємство одержує в результаті списання частини кредиторської заборгованості.

Тест 4. *У процесі санації балансу...*

- 1) підвищується розрахунковий і ринковий курси корпоративних прав;
- 2) поліпшується платоспроможність підприємства;
- 3) покриваються відображені в балансі збитки;
- 4) залучаються фінансові ресурси для проведення санаційних заходів виробничого характеру;
- 5) збільшується статутний капітал підприємства.

Тест 5. Акціонерне товариство може викупити акції власного випуску для...

- 1) наступного перепродажу;
- 2) наступного анулювання;
- 3) одержання дивідендів під час розподілу прибутку;
- 4) розповсюдження серед своїх працівників;
- 5) здійснення акціями власного випуску внесків у статутний капітал інших підприємств.

Тест 6. Основними цілями зменшення статутного капіталу є...

- 1) одержання санаційного прибутку;
- 2) підвищення платоспроможності підприємства;
- 3) збільшення номінальної вартості корпоративних прав;
- 4) підвищення ринкової вартості корпоративних прав;
- 5) санація балансу.

Тест 7. Конверсія акцій...

- 1) це об'єднання кількох акцій в одну;
- 2) це зменшення номінальної вартості акцій;
- 3) передбачає обмін за встановленим співвідношенням однієї кількості акцій на іншу;
- 4) передбачає викуп акцій з метою їх анулювання;
- 5) передбачає обмін конверсійних облигацій на звичайні акції.

Тест 8. Викуп корпоративних прав у санаційних цілях доцільно здійснювати, якщо...

- 1) викуп проводиться за ціною, вищою за номінал;
- 2) в підприємства дуже високий рівень капіталізації;
- 3) викуп проводиться за номіналом;
- 4) викуп здійснюється за ціною, нижчою за номінальну вартість;
- 5) за даними корпоративними правами підприємство зможе отримати високі дивіденди.

Тест 9. Преференції, які надаються власникам привілейованих акцій, можуть полягати у такому:

- 1) одержання певних переваг при розподілі прибутку та виплаті дивідендів;
- 2) додаткові права при розміщенні нових акцій;
- 3) автоматичне обрання в наглядову раду;
- 4) повернення внесків у статутний капітал без урахування заперечень кредиторів;
- 5) переваги при розподілі ліквідаційної виручки.

Тест 10. Резервний капітал може використовуватися на такі основні цілі:

- 1) покриття збитків суб'єкта господарювання;
- 2) виплату заробітної плати персоналу;
- 3) викуп власних корпоративних прав;

- 4) на виплату дивідендів (якщо величина резервів перевищує мінімально допустимий рівень);
- 5) сплату податків на прибуток.

Тест 11. *Додатковий вкладений капітал та інший додатковий капітал можна використовувати за такими основними напрямками:*

- 1) на покриття балансових збитків, за умови, що на ці цілі використані всі інші джерела;
- 2) на формування забезпечень наступних витрат і платежів;
- 3) на збільшення статутного капіталу;
- 4) на виплату дивідендів власникам;
- 5) на покриття різниці між фактичною собівартістю вилученого капіталу, який анулюється, та його номіналом.

Тест 12. *Статутний капітал акціонерного товариства становить 4 млн грн (номінальна вартість однієї акції 50 грн); сума збільшення капіталу дорівнює 1 млн грн; біржовий курс старих акцій — 100 грн; курс емісії нових акцій — 60 грн. Середній курс акцій після емісії дорівнюватиме:*

- 1) 90 грн;
- 2) 68 грн;
- 3) 92 грн;
- 4) 88 грн;
- 5) 75 грн.

Тест 13. *Статутний капітал було збільшено до 15 млн грн; для цього був використаний додатковий капітал у розмірі 5 млн грн; балансовий (розрахунковий) курс акцій перед збільшенням становив 200 %. Після збільшення статутного капіталу балансовий курс акцій дорівнюватиме:*

- 1) 133,3 %;
- 2) 150,0 %;
- 3) 200,0 %;
- 4) 175,0 %;
- 5) 166,6%.

Тест 14. *До основних витрат на проведення емісії цінних паперів належать такі:* _____

Тест 15. *Переважає право на придбання акцій (часток) дає можливість колишнім власникам...*

- 1) отримати додаткові доходи у разі збільшення статутного капіталу;
- 2) зберегти свою частку (у процентному співвідношенні) в статутному капіталі;

- 3) попередити «розмивання» вартості своєї частки в статутному капіталі внаслідок емісії акцій за низьким курсом;
- 4) зберегти свою частку голосів на загальних зборах власників;
- 5) придбати нові акції за ціною, нижчою за номінальну вартість.

Тест 16. Збільшення статутного капіталу акціонерного товариства здійснюється шляхом...

- 1) емісії нових акцій;
- 2) збільшення номінальної вартості акцій;
- 3) обміну облігацій на акції;
- 4) емісії конвертованих облігацій;
- 5) придбання основних фондів.

Задачі

Задача 1

Фінансову діяльність підприємства протягом звітного року характеризують такі дані:

- здійснено розміщення корпоративних прав за курсом 120 %;
- номінальна вартість емісії — 100 тис. грн;
- чистий прибуток підприємства — 50 тис. грн;
- 60 % чистого прибутку спрямовано на виплату дивідендів;
- 20 % чистого прибутку використано на поповнення резервного капіталу;
- підприємство отримало на безоплатній основі необоротні активи первісною вартістю 30 тис. грн.

Розрахувати приріст власного капіталу підприємства за звітний період у розрізі окремих статей.

Задача 2

Використовуючи дані, наведені в балансі, розрахувати балансовий і капіталізований курси акцій підприємства, якщо середньорічна сума прибутку становить 50 тис. грн, а ставка капіталізації — 10 %. Зробити висновки.

тис. грн

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	500	1. Статутний капітал	200
2. Оборотні активи	200	2. Додатковий вкладений капітал	100
		3. Інший додатковий капітал	70
		4. Нерозподілений прибуток	60
		5. Вилучений капітал	(30)
		6. Зобов'язання	300
Баланс	700	Баланс	700

Задача 3

Загальні збори акціонерного товариства «Металург» прийняли рішення про збільшення статутного капіталу підприємства з 40 млн грн до 50 млн грн шляхом додаткової емісії акцій. На кожні чотири старі акції було вирішено випустити одну нову. Перед збільшенням статутного капіталу біржовий курс однієї акції номінальною вартістю 100 грн становив 150 грн. Курс емісії нових акцій — 125 %.

Визначити емісійний дохід емітента та середній біржовий курс акцій після емісії, якщо на зміну курсу вплинув лише факт збільшення капіталу, інші фактори впливу на курс залишилися без змін. Як при цьому зміниться майновий стан акціонера, який володів чотирма акціями до нової емісії, якщо він використав переважне право на купівлю нових акцій?

Аналітична вправа

Акціонерне товариство вирішило реалізувати інвестиційний проект. На загальних зборах акціонерів було узгоджено концепцію залучення фінансових ресурсів на фінансування проекту, яка базується на використанні коштів власників, інвесторів та мобілізації прихованих резервів. Баланс підприємства напередодні реалізації інвестиційного проекту мав такий вигляд:

АКТИВ (МАЙНО)	тис. грн
I. Необоротні активи	
Нематеріальні активи	93
Основні засоби	1092
Довгострокові фінансові інвестиції	80
Довгострокова дебіторська заборгованість	360
II. Оборотні активи	
Запаси	1480
Векселі одержані	250
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги	375
Дебіторська заборгованість за розрахунками	625
Поточні фінансові інвестиції	20
Грошові кошти та їх еквіваленти	10
III. Витрати майбутніх періодів	
	3
Баланс	4388

Закінчення балансу

ПАСИВ (КАПІТАЛ)	тис. грн
I. Власний капітал	
Статутний капітал	400
Додатковий вкладений капітал	20
Інший додатковий капітал	32
Резервний капітал	12
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток) (-)	(150)
Вилучений капітал (-)	
II. Забезпечення наступних витрат і платежів	5
III. Довгострокові зобов'язання	500
IV. Поточні зобов'язання	
Короткострокові кредити банків	180
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	1740
Поточні зобов'язання за розрахунками	1640
V. Доходи майбутніх періодів	9
Баланс	4388

Операції, які проводилися в ході мобілізації фінансових ресурсів, характеризуються такими даними:

1. Зменшення статутного капіталу (здійснювалося за двома методами):

а) на основі викупу акціонерним товариством акцій власної емісії за курсом 50 % до номіналу з метою подальшого їх анулювання. На це були використані грошові кошти в сумі 25 тис грн;

б) шляхом об'єднання акцій у співвідношенні 7 : 4; як альтернатива до зменшення кількості акцій акціонерам була запропонована доплата з розрахунку 2,5 грн за кожну акцію номінальною вартістю 5 грн. 4/5 акціонерів віддали перевагу об'єднанню своїх акцій, решта здійснили доплати.

2. Продаж окремих об'єктів основних засобів, зокрема устаткування балансовою вартістю 500 тис. грн. Виручка від реалізації за вирахуванням ПДВ становила 650 тис. грн.

3. Накладні витрати, які виникли в процесі зменшення статутного капіталу, дорівнювали 15 тис. грн, причому 5 тис. грн підприємство сплатило одразу, а на 10 тис. грн виписало вексель.

4. Розподіл доходів, які підприємство отримало в результаті попередніх операцій, здійснювався за такими основними напрямками:

- а) покриття балансових збитків;
- б) покриття збитків у сумі 20 000 грн, які виникли в результаті переоцінки фінансових вкладень;
- в) покриття збитків у сумі 31 000 грн від переоцінки запасів;
- г) покриття збитків від переоцінки морально застарілого устаткування (47 000 грн);
- д) поповнення резервного капіталу.

5. Збори акціонерів прийняли рішення про збільшення статутного капіталу шляхом додаткової емісії акцій у співвідношенні 2 : 1. Курс емісії відповідав поточному розрахунковому курсу корпоративних прав з урахуванням операцій 1—4. Витрати, пов'язані з емісією, становили 10 тис. грн.

6. Підприємство отримало дивіденди від володіння корпоративними правами інших підприємств в обсязі 5 тис. грн.

Знайти: величину статутного та резервного капіталу підприємства після проведених операцій, а також суму грошових коштів, яку підприємство може спрямувати на реалізацію інвестиційного проекту, за умови, що всі операції було завершено і розрахунки виконані в повному обсязі. За результатами розрахунків скласти баланс підприємства.

Розділ 4

ВНУТРІШНІ ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ

Внутрішні джерела фінансування операційної та інвестиційної діяльності підприємств. Порівняльна характеристика внутрішніх і зовнішніх джерел формування власного капіталу підприємства.

Самофінансування та його роль у формуванні фінансових ресурсів суб'єктів господарювання. Форми самофінансування.

Поняття тезаурації прибутку підприємства. Нерозподілений прибуток та його економічний зміст. Вплив оподаткування на розподіл і використання прибутку підприємства. Приховане самофінансування. Амортизаційні відрахування та забезпечення наступних витрат і платежів як внутрішні джерела фінансування підприємств.

Cash-flow (чистий грошовий потік) як індикатор фінансування підприємств за рахунок внутрішніх джерел. Методи розрахунку Cash-flow. Звіт про рух грошових коштів.

4.1. КЛАСИФІКАЦІЯ ВНУТРІШНІХ ДЖЕРЕЛ ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВА

У науково-практичній літературі можна зустріти дві основних концепції трактування сутності та класифікації внутрішніх джерел фінансування. Перший підхід зорієнтований на фінансові результати, другий — на рух грошових потоків¹. Це зумовлено тим, що *не завжди доходи та витрати підприємства, відображені у звіті про фінансові результати, збігаються з грошовими надходженнями (видатками) в рамках операційної та інвестиційної діяльності відповідного періоду*. Наприклад, величина виручки від реалізації продукції, відображена у звітності, може не збігатися з грошовими надходженнями від реалізації в тому ж періоді. З іншого боку, не всі витрати, які враховуються при визначенні фінансових результатів певного періоду, пов'язані з грошовими видатками.

До внутрішніх джерел фінансування підприємств здебільшого відносять такі:

- чистий прибуток;
- амортизаційні відрахування²;

¹ *Druckarczyk J. Theorie und Politik der Finanzierung. — S. 398.*

² У запропонованому підручнику автор не зупиняється на дослідженні амортизації як джерела фінансування підприємств, оскільки це питання у вітчизняній економічній літературі висвітлено достатньо повно (див.: Фінанси підприємств: Підручник. — 3-тє вид. / За ред. проф. А. М. Поддєрьогіна. — К.: КНЕУ, 2000).

- забезпечення наступних витрат і платежів.

Дискусійним є питання віднесення до внутрішніх джерел фінансування грошових надходжень від інвестиційної діяльності, зокрема, процентів, дивідендів, виручки від реалізації необоротних активів, фінансових інвестицій тощо. Прихильники віднесення зазначених надходжень до зовнішніх фінансових джерел обґрунтовують свою позицію тим, що дезінвестиції та фінансові доходи не є результатом операційної діяльності, а отже, не можуть розглядатися як внутрішнє фінансування³.



Рис. 4.1. Внутрішні джерела фінансування підприємств
(За: Olfert O. *Finanzierung. Kompendium der praktischen Betriebswirtschaft*. — Ludwigshafen: Friedrich Kiehl Verlag GmbH, 1999. — S. 359)

На нашу думку, віднесення згаданих надходжень до внутрішніх є виправданим, оскільки за їх рахунок можна покрити потребу підприємства в капіталі, не вдаючись до зовнішніх фінансових джерел, які мобілізуються на ринку капіталів. Принциповим є те, що *при внутрішньому фінансуванні капітал, який був вкладений в необоротні та оборотні активи (за винятком грошових еквівалентів), вивільняється і трансформу-*

³ Див.: Boemle M. *Unternehmensfinanzierung*. — S. 31, 300; Volkart R. *Unternehmensfinanzierung und Kreditpolitik*. — S. 27.

ється в ліквідні засоби, у вигляді частини виручки від реалізації та інших доходів, які залишаються на підприємстві після сплати всіх податків. Інакше кажучи, це та частина фінансових ресурсів підприємства, джерелом формування якої є операційна та інвестиційна діяльність і яка не пов'язана із залученням ресурсів на ринку капіталів.

На рис. 4.1 наведена класифікація внутрішніх джерел фінансування підприємств, яка найчастіше зустрічається в німецько- та англомовній економічній літературі.

Як видно з рисунка, окрім вищезгаданих форм фінансування, внутрішню природу мають також фінансові ресурси, які формуються завдяки впровадженню раціоналізаторських заходів. Метою цих заходів є зменшення грошових видатків підприємства в результаті поліпшення організації оборотних активів, зокрема шляхом скорочення операційного циклу та економії на витратах.

Для підприємств, які не мають можливості залучити кошти із зовнішніх фінансових джерел (через низьку кредитоспроможність чи інвестиційну привабливість, недостатнє кредитне забезпечення), внутрішнє фінансування є єдиним способом забезпечення фінансовими ресурсами. Однак суттєвою проблемою, яка при цьому виникає, є проблема контролю власниками за ефективним використанням фінансових ресурсів.

4.2. САМОФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ

Основним внутрішнім джерелом фінансування є самофінансування, пов'язане з реінвестуванням (тезаврацією) прибутку у відкритій чи прихованій формі. Підкреслимо, що амортизаційні відрахування не належать до самофінансування (як це досить часто можна зустріти у вітчизняній економічній літературі). Ефект самофінансування проявляється з моменту одержання чистого прибутку до моменту його визначення, розподілу та виплати дивідендів, оскільки отриманий протягом року прибуток вкладається в операційну та інвестиційну діяльність. Рішення власників підприємства про обсяги самофінансування є одночасно і рішенням про розмір дивідендів, які підлягають виплаті.

У світовій економічній літературі, залежно від способу відображення прибутку в звітності, зокрема в балансі, виокремлюють:

- а) приховане самофінансування;

б) відкрите самофінансування (тезаврація прибутку).

4.2.1. Приховане самофінансування

Ця форма фінансування підприємства пов'язана з використанням прихованого прибутку. Приховування прибутку здійснюється (у розумінні західних фахівців) у результаті формування прихованих резервів. Оскільки приховані резерви проявляються лише при їх ліквідації, приховане самофінансування здійснюється за рахунок прибутку до оподаткування. Отже, відбувається відстрочка сплати податків і виплати дивідендів.

Приховані резерви — це частина власного капіталу підприємства, яка жодним чином не відображена в його балансі, отже, обсяг власного капіталу в результаті формування прихованих резервів буде меншим, ніж це є насправді.

Є два способи формування прихованих резервів у балансі:

1) недооцінка активів (передчасне списання окремих активів, застосування прискореної амортизації, незастосування індексації, використання методу ЛІФО⁴ при оцінці запасів тощо);

2) переоцінка зобов'язань (наприклад, за статтями «Забезпечення наступних витрат і платежів», «Поточні зобов'язання із внутрішніх розрахунків» тощо).

Підприємства можуть формувати зазначені резерви як вимушено, так і за власними розрахунками. У першому випадку приховані резерви утворюються, якщо законодавство не дозволяє здійснювати індексацію або якщо вона пов'язана з невиправдано високим оподаткуванням.

Величина прихованих резервів в активній стороні балансу дорівнює різниці між балансовою вартістю окремих майнових об'єктів підприємства та їх реальною (вищою) вартістю. Досить часто величину прихованих резервів акціонерних товариств, акції яких котируються на біржі, розраховують як різницю між ринковим курсом акцій та їх балансовим курсом.

Мобілізація прихованих резервів здійснюється:

- шляхом реалізації окремих об'єктів основних та оборотних засобів;

- у результаті індексації балансової вартості майнових об'єктів, які неможливо реалізувати без порушення нормального виробничо-

⁴ Оцінка запасів за методом ЛІФО (*Last in First Out*) передбачає, що запаси використовуються у послідовності, протилежній їх надходженню на підприємство, тобто запаси, які першими відпускаються у виробництво (продаж), оцінюються за собівартістю останніх за часом надходження запасів. При цьому вартість залишку запасів на кінець звітного періоду визначається за собівартістю першого за часом одержання запасів.

го циклу (даний метод реструктуризації активів не пов'язаний з реальним поліпшенням платоспроможності, однак безпосередньо впливає на підвищення кредитоспроможності підприємства).

Формування прихованих резервів може здійснюватися в рамках реалізації певного типу дивідендної політики з метою відстрочення податкових платежів чи з інших фінансово-політичних мотивів підприємства. Грамотно використовуючи облікову політику, за допомогою інструментарію прихованого самофінансування можна забезпечити стратегію стабільних дивідендів. Наявність у підприємства прихованих резервів з погляду кредиторів є позитивним чинником, зокрема в тих випадках, коли як кредитне забезпечення приймається майно, реальна вартість якого є вищою, ніж це відображено у звітності.

До суттєвого недоліку прихованого самофінансування слід віднести порушення принципу достовірності при складанні звітності та підвищення рівня асиметрії в інформаційному забезпеченні її зовнішніх користувачів.

4.2.2. Тезаврація прибутку

Тезаврація прибутку — це спрямування його на формування власного капіталу підприємства з метою фінансування інвестиційної та операційної діяльності.

Величина тезаврації відповідає обсягу чистого прибутку, який залишився в розпорядженні підприємства після сплати всіх податків та нарахування дивідендів. Збільшення власного капіталу в результаті тезаврації прибутку підприємства позначається також як *відкрите самофінансування*. Інформація про це наводиться в офіційній звітності.

Для визначення рівня самофінансування розраховують коефіцієнт самофінансування:

$$K_{\text{сф}} = \frac{\text{Тезаврований прибуток}}{\text{Чистий прибуток}}$$

Тезаврований прибуток відображається в балансі за такими позиціями:

- **у пасиві** за статтями: нерозподілений прибуток; резервний капітал; статутний капітал. При тезаврації прибутку, як правило, підвищується курс корпоративних прав підприємства;

- **в активі** він може бути спрямований на фінансування будь-яких майнових об'єктів: оборотних і необоротних; короткострокових і довгострокових.

Необхідно пам'ятати, що нерозподілений прибуток є власністю засновників (учасників) і тому збільшує суму власного капіталу, а сума збитку відповідно зменшує суму власного капіталу.

Серед вітчизняних економістів досить часто висловлюється думка, що нерозподілений прибуток слід спрямовувати переважно на поповнення власних обігових коштів підприємства та формування резервів ліквідності, які можуть бути використані підприємством у разі фінансових ускладнень. З нашого погляду, вказаний підхід є хибним, оскільки наявність ліквідних активів визначається структурою останніх, незалежно від того, за рахунок яких джерел вони сформовані і від наявності резервного капіталу.

Фінансування підприємства за рахунок тезаврації прибутку має як переваги, так і недоліки. До основних *переваг самофінансування* слід віднести такі:

- залучені кошти не потрібно повертати та сплачувати винагороду за користування ними;
- відсутність затрат при мобілізації коштів;
- не потрібно надавати кредитне забезпечення;
- підвищується фінансова незалежність та кредитоспроможність підприємства.

Недоліки самофінансування (тезаврації) у тезовому вигляді можна охарактеризувати таким чином:

- оскільки на реінвестування спрямовується чистий прибуток, попередньо він підлягає оподаткуванню, в результаті чого вартість цього джерела фінансування збільшується;
- обмежені можливості контролю за внутрішнім фінансуванням знижують вимоги до ефективного використання коштів;
- помилковість інвестицій (оскільки рентабельність реінвестицій може бути нижча за середньоринкову процентну ставку, можливе зниження ефективності ринку капіталів у цілому).

Рішення на користь реінвестицій власниками прийматиметься в тому разі, якщо рентабельність вкладень в дане підприємство буде вищою, ніж прибутковість можливих зовнішніх альтернатив. При прийнятті рішень щодо доцільності самофінансування слід враховувати також вплив податкового фактору на розподіл і використання прибутку підприємства. Згідно з законодавством України суми грошових коштів або вартість майна,

що надходять платнику податку у вигляді прямих⁵ інвестицій або реінвестицій в корпоративні права, емітовані таким платником податку, в тому числі грошові або майнові внески, відповідно до договорів про спільну діяльність без створення юридичної особи на території України не включаються до складу валового доходу.

4.3. ЗБІЛЬШЕННЯ СТАТУТНОГО КАПІТАЛУ БЕЗ ЗАЛУЧЕННЯ ДОДАТКОВИХ ВНЕСКІВ

Збільшення статутного капіталу підприємства без залучення додаткових внесків власників здійснюється шляхом підвищення номінальної вартості акцій або на основі безплатного розміщення серед держателів додаткових корпоративних прав (акцій) пропорційно до належної кожному власнику частки статутного капіталу. При цьому використовуються такі основні джерела:

1. Чистий прибуток звітного періоду (одночасно із тезаврацією збільшується власний капітал).

2. Додатковий вкладений капітал або інший додатковий капітал у межах суми дооцінки необоротних активів.

3. Прибуток, тезаврований у попередніх періодах (резервний капітал чи нерозподілений прибуток минулих років).

В останніх двох випадках змінюються пропорції власного капіталу: той, що приносить дивіденди, і той, на який вони не нараховуються, а курс корпоративних прав має тенденцію до падіння.

Зазначимо, що резервний капітал можна спрямовувати на виплату дивідендів чи на збільшення статутного капіталу у сумі, що перевищує мінімально встановлений (законодавством чи статутом підприємства) його обсяг.

Порядок збільшення розміру статутного капіталу акціонерного товариства за рахунок раніше сформованих резервів чи реінвестицій включає таку послідовність дій:

а) прийняття рішення про збільшення розміру статутного капіталу акціонерного товариства та оформлення відповідного протоколу;

б) публікація у друкованих органах Верховної Ради України або Кабінету Міністрів України, або офіційному виданні фондо-

⁵ Прямая інвестиція — це господарська операція, яка передбачає внесення коштів або майна до статутного капіталу юридичної особи в обмін на емітовані нею корпоративні права.

вої біржі повідомлення про збільшення розміру статутного капіталу товариства;

в) надання протоколу рішення щодо збільшення розміру статутного капіталу та копії надрукованого повідомлення до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку не пізніше 10 днів після його опублікування;

г) внесення та реєстрація змін до статуту товариства, пов'язаних зі збільшенням розміру статутного капіталу;

д) реєстрація випуску акцій;

е) оформлення та депонування нового глобального сертифіката випуску акцій (у разі бездокументарної форми випуску акцій);

є) внесення інформації до системи реєстру власників іменних цінних паперів (у разі документарної форми випуску акцій);

ж) виготовлення бланків та видача акціонерам сертифікатів акцій (у разі документарної форми випуску акцій).

У разі збільшення статутного капіталу акціонерного товариства за рахунок реінвестиції чи резервів інформація про випуск акцій реєстрації не підлягає, відкрита підписка на акції не здійснюється.

Повідомлення про збільшення розміру статутного капіталу товариства має містити такі відомості: реквізити підприємства; спосіб та розмір збільшення статутного капіталу; дату і номер рішення (протоколу) про емісію акцій; загальну суму випуску акцій із зазначенням номінальної вартості, кількості, типу та категорії акцій; термін початку та закінчення приймання заяв від акціонерів у разі їх згоди на спрямування нарахованої кожному з них суми дивідендів на збільшення розміру статутного капіталу (виплату дивідендів акціями); обсяг прав, що надаються у разі випуску привілейованих акцій, порядок і місце отримання акціонерами додаткової кількості акцій (акцій нової номінальної вартості).

Майновий стан власників у результаті збільшення капіталу за рахунок коштів підприємства не змінюється, оскільки трансформація резервів і нерозподіленого прибутку в номінальний капітал є ніщо інше як фінансування збільшення капіталу за рахунок несплаченого власникам прибутку (дивідендів) чи здійснених ними ж внесків у додатковий капітал. Ринковий курс реагує на емісію додаткових (безкоштовних) акцій зменшенням ринкової ціни корпоративних прав. Ринкова ціна збільшується в період тезаврації прибутку в інші позиції власного капіталу: резерви, страхові фонди тощо. З теоретичного погляду, капітал акціонера (кількість акцій, помножена на їх ринкову вартість) до збільшення статутного капіталу дорівнює обсягу капіталу після його збільшення.

Приклад 4.1

Статутний капітал АТ дорівнює 800 тис грн; номінальна вартість акцій — 100 грн. Прийнято рішення про збільшення статутного капіталу за рахунок нерозподіленого прибутку та резервного капіталу, які перевищують необхідний, передбачений законодавством розмір. Співвідношення, з яким відбувається збільшення статутного капіталу, становить 4 : 1. Величина резервів і нерозподіленого прибутку — 1000 тис. грн. Сума збільшення — 200 тис. грн.

Розрахунковий курс акцій до збільшення — $1800/800 = 225 \%$.

Розрахунковий курс після збільшення — $1800/1000 = 180 \%$.

Це означає, що чотири акції номіналом 100 при курсі 225 % перед збільшенням капіталу коштуватимуть 900 грн. Чотири акції + 1 додаткова акція після збільшення статутного капіталу за курсу 180 % дорівнюватимуть знову ж таки 900 грн.

У розглянутому прикладі збільшення номінального капіталу здійснюється не з метою залучення додаткових коштів на підприємство (залучення відбулося при формуванні резервів і нерозподіленого прибутку), а з інших причин, наприклад з метою зменшення ринкової ціни акцій. Високий курс має недолік: це перешкоджає широкій диверсифікації акцій, оскільки приватні інвестори, як правило, побоюються вкладати кошти в акції з високою купівельною ціною. Ефекту зниження курсу можна досягти і без збільшення номінального капіталу. Це можна зробити шляхом зменшення номінальної вартості акцій з одночасним збільшенням їх кількості (*Splitting* — подрібнення).

Іншою причиною збільшення статутного капіталу даним методом може бути розширення бази для нарахування дивідендів — з метою проведення політики стабільної ставки виплати дивідендів з одночасним збільшенням абсолютної суми дивідендних виплат (висока ставка дивідендів свідчить про ризиковість підприємства).

Якщо раніше тезаврований прибуток спрямовується на збільшення статутного капіталу, то обсяг активів не змінюється, якщо на виплату дивідендів — то активи зменшуються. При трансформації резервів і нерозподіленого прибутку в інші позиції власного капіталу ефекту фінансування не виникає. При спрямуванні їх на покриття збитків обсяг капіталу приводиться у відповідність з наявними активами.

4.4. ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ НАСТУПНИХ ВИТРАТ І ПЛАТЕЖІВ

До внутрішніх джерел фінансування належать також створювані з власної ініціативи підприємств забезпечення (резерви) для відшкодування майбутніх витрат, збитків, зобов'язань, величина яких є невизначеною. *У складі забезпечень наступних витрат і платежів (розділ 2 пасиву балансу) відображаються нараховані у звітному періоді майбутні витрати і платежі, величина яких може бути визначена тільки на основі прогнозних оцінок, а також залишки коштів цільового фінансування і цільових надходжень.*

Забезпечення створюється при виникненні внаслідок минулих подій зобов'язання, погашення якого ймовірно призведе до зменшення ресурсів, що втілюють в собі економічні вигоди, та його оцінка може бути розрахунково визначена. Забезпечення використовуються для відшкодування лише тих витрат, для покриття яких вони були створені. Забороняється створювати забезпечення для покриття майбутніх збитків від діяльності підприємства.

Ефект фінансування за рахунок забезпечень проявляється завдяки існуванню часового розриву між моментом їх формування (нарахування) та використання (грошових виплат). Залежно від цього визначають можливий строк використання їх як джерела фінансування. Якщо забезпечення мають короткостроковий характер, однак нарахування здійснюються регулярно (револьверно) і зберігаються стабільні залишки на відповідних рахунках, то їх можна трактувати як довгостроковий капітал.

Забезпечення можуть відноситися або на рахунок витрат підприємства (у складі інших операційних витрат), або відшкодуватися за рахунок прибутку. Величина забезпечень визначається на основі прогнозних розрахунків фінансових і бухгалтерських служб підприємства. Розмір забезпечень, які відносяться на валові витрати, лімітується податковим законодавством.

Забезпечення наступних витрат і платежів можна розглядати як один із інструментів прихованого самофінансування⁶. *За своїми характеристиками забезпечення можна трактувати як позичковий капітал підприємства з невизначеними строками та сумами погашення.*

⁶ Süchting J. Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung. 6. Aufl. — Wiesbaden: Gabler, 1995. — S. 264.

До основних видів забезпечень, які можуть створюватися на підприємствах, належать такі:

- забезпечення виплат персоналу;
- додаткове пенсійне забезпечення;
- виконання гарантійних зобов'язань;
- реструктуризація;
- виконання зобов'язань за ризиковими (обтяжливими) контрактами тощо.

Забезпечення виплат персоналу. Найтипівішим видом забезпечень, з яким обізнані вітчизняні економісти, є **резерв на виплату відпусток**. Він створюється з метою рівномірного включення майбутніх витрат на виплату відпусток до витрат звітного періоду (наприклад, місяця). Величина резерву визначається як добуток фактично нарахованої заробітної плати працівникам і процента, обчисленого як відношення річної прогнозованої суми на оплату відпусток до загального бюджету оплати праці. При безпосередньому нарахуванні відпускних працівникам відповідна сума уже не включається до витрат звітного періоду, а нараховується за рахунок коштів сформованого резерву. Створення резерву відпусток не спричиняє жодних наслідків у податковому обліку. Валові витрати виникають у підприємства безпосередньо в момент нарахування відпускних до виплати (тобто в момент використання зарезервованих сум).

До забезпечень виплат персоналу належать також інші суми нарахованих у звітному періоді витрат і платежів персоналу, що здійснюватимуться в майбутніх звітних періодах. До таких виплат потрібно віднести витрати на обов'язкові відрахування (збори) для забезпечення виплат на оплату відпусток, зокрема збори на обов'язкове державне пенсійне та соціальне страхування, обов'язкове соціальне страхування на випадок безробіття.

Резерв на додаткове пенсійне забезпечення. Хоча законодавством України передбачена можливість реалізації програм додаткового пенсійного забезпечення за рахунок створення внутрішньовиробничих пенсійних фондів, у практиці господарювання вітчизняних підприємств вони ще не набули поширення. Між тим залишки у фондах (які є складовою забезпечень наступних витрат) на підприємствах країн з розвинутою ринковою економікою розглядаються як важливе джерело фінансування.

Якщо трудовим договором між працівником та працедавцем передбачаються грошові компенсації у разі непрацездатності, інвалідності, смерті чи старості, то протягом активної діяльності працівника нараховуються внески у відповідні фонди. Грошові

видатки з цих фондів здійснюються лише з настанням певних обставин (вихід на пенсію, настання страхового випадку тощо), як правило, через багато років. Таким чином, підприємства мають у своєму розпорядженні постійні залишки коштів, які використовуються для покриття потреби в капіталі. Ці кошти можна розглядати як довгостроковий позичковий капітал.

Особливе значення цьому джерелу фінансування надають на підприємствах Німеччини. У крупних німецьких компаніях залишки на відповідних фондах сягають 15 % валюти балансу і нерідко перевищують величину статутного капіталу⁷. Це пояснюється особливостями німецької пенсійної системи, значну роль в якій відіграють саме підприємства-роботодавці, що, в свою чергу, стимулюється податковим законодавством (частина відраховувань у відповідні фонди виводиться з-під оподаткування). Для порівняння: на українських підприємствах питома вага всіх забезпечень у структурі капіталу становить всього близько 1 % (дані 2000 р.).

Резерв на виконання гарантійних зобов'язань. По товарах, на які встановлено гарантійний термін, до обов'язків продавця (виробника) входить виконання гарантійних зобов'язань протягом терміну гарантії. У разі виявлення дефектів або фальсифікації товарів протягом гарантійного терміну експлуатації споживач має право вимагати від продавця (виробника) їх усунення та відшкодування заподіяних збитків. З метою рівномірного віднесення на собівартість продукції витрат на гарантійний ремонт (обслуговування) підприємство може сформувати резерв на виконання гарантійних зобов'язань. Величина резерву встановлюється, виходячи з рівня гарантійних заміन, установленого підприємством на основі прогностичних оцінок. Згідно з податковим законодавством до складу валових витрат платника включаються будь-які витрати на гарантійний ремонт (обслуговування) або гарантійні заміни товарів, проданих платником податку, вартість яких не компенсується за рахунок покупців таких товарів. При цьому сума, що відноситься на валові витрати, не може перевищувати 10 % сукупної вартості проданих товарів, по яких не закінчився строк гарантійного обслуговування.

Забезпечення для відшкодування витрат на **реструктуризацію** створюється у разі наявності затвердженого керівництвом підприємства плану реструктуризації з конкретними заходами, строками їх виконання та сумою очікуваних витрат під час і піс-

⁷ *Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen. — S. 464.*

ля початку реалізації цього плану. Аналогічно до інших видів забезпечень залишки резерву витрат на реструктуризацію та виконання гарантійних зобов'язань можуть використовуватися як джерела прихованого фінансування підприємств.

Виняток із загальних правил, що стосуються забезпечень, становлять кошти цільового фінансування і цільових надходжень, які згідно з П(С)БО також включаються до складу забезпечень наступних витрат і платежів. Залишки цільового фінансування (субсидії, асигнування з бюджету та позабюджетних фондів, цільові внески фізичних та юридичних осіб) можна розглядати як власний капітал. До того ж ці кошти надходять на підприємство ззовні. Щоправда, в умовах розвинутого ринку такого роду надходження на підприємствах практично відсутні. Саме тому ми не зупинятимемося на їх характеристичі.

4.5. ЧИСТИЙ ГРОШОВИЙ ПОТІК (CASH-FLOW)

Показник *Cash-flow*⁸ почав використовуватися в 50-х роках ХХ століття американськими аналітиками при аналізі цінних паперів та звітності підприємств. *Чистий рух грошових коштів у результаті операційної діяльності прийнято позначати як операційний Cash-flow, чистий рух коштів від інвестиційної діяльності — як інвестиційний Cash-flow. Різниця між вхідними та вихідними потоками в рамках фінансової діяльності (у вузькому розумінні) — Cash-flow від фінансової діяльності.*

Чистий *Cash-flow* (рух грошових коштів) по підприємству за звітний період розраховується як арифметична сума *Cash-flow* від усіх видів діяльності. Він дорівнюватиме приросту грошових коштів та їх еквівалентів за означений період.

Основою розрахунку загального *Cash-flow* є **операційний *Cash-flow***, який характеризує величину чистих грошових потоків, що утворюються в результаті операційної діяльності, тобто частину виручки від реалізації, яка залишається в розпорядженні підприємства в певному періоді після здійснення всіх

⁸ У різних країнах спостерігалися спроби перекласти термін *Cash-flow* (рух коштів) іншою, ніж англійська, мовою, однак врешті-решт у більшості розвинутих країн відмовилися від власної версії *Cash-flow* і використовують у звітності при розрахунках в економічній літературі саме англійський варіант. У вітчизняній літературі досить часто при характеристиці *Cash-flow* вживається термін «грошовий потік», «чистий грошовий потік», що, на нашу думку, є не досить вдалою версією. В цьому підручнику надалі переважно вживатиметься термін *Cash-flow*, що є виправданим у контексті переходу вітчизняних підприємств на міжнародні стандарти бухгалтерського обліку та звітності.

грошових видатків операційного характеру. Цей показник можна розглядати як критерій оцінки внутрішнього потенціалу фінансування підприємства. Достатній розмір операційного *Cash-flow* створює сприятливі передумови для залучення фінансових ресурсів із зовнішніх джерел. Найявність операційного *Cash-flow* характеризує здатність підприємства:

а) фінансувати інвестиції за рахунок внутрішніх фінансових джерел;

б) погашати фінансову заборгованість;

в) виплачувати дивіденди.

Структурно-логічна схема виникнення та використання операційного *Cash-flow* наведена на рис. 4.2.

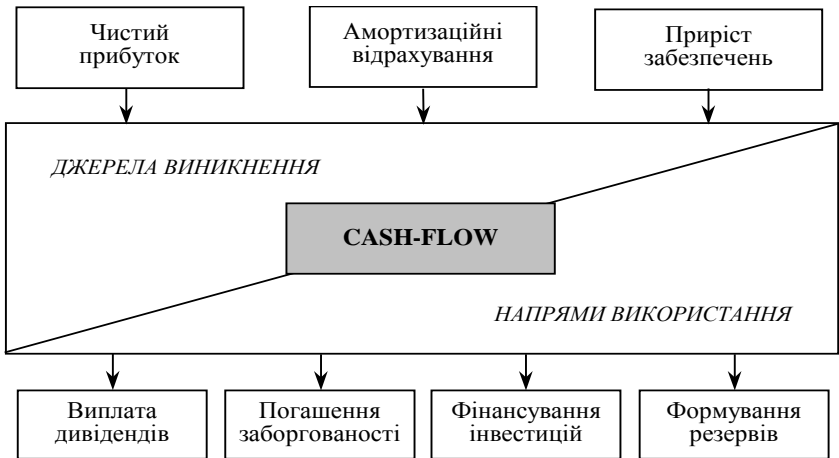


Рис. 4.2. Виникнення та використання операційного *Cash-flow* (За: Ziegenbein K. *Controlling*. 4 Aufl. — Ludwigshafen: Kiel, 1992. — S. 219)

Операційний *Cash-flow* та загальну суму грошових надходжень у рамках інвестиційної діяльності можна розглядати як внутрішнє джерело фінансування.

Базу для визначення *Cash-flow* від операційної діяльності утворюють дані звіту про фінансові результати (про прибутки і збитки) та баланс підприємства. Серед економістів до цього часу немає єдності щодо методології визначення *Cash-flow*. **Класичний спосіб** розрахунку операційного *Cash-flow* полягає в тому, що до чистого прибутку підприємства (після оподаткування) за визначений період додаються амортизаційні відраху-

вання, нараховані у цьому самому періоді, та приріст забезпечень.

Якщо від «класичного» (брутто) *Cash-flow* відняти суму нарахованих дивідендів, то одержимо — нетто *Cash-flow*. Однак при використанні цього підходу до визначення чистого грошового потоку не враховуються зміни у складі поточних активів та пасивів, які також суттєво впливають на величину грошових коштів підприємства.

Дискусійним є питання віднесення до складу операційного *Cash-flow процентів* за користування позичками. Хоча за логікою, сплата процентів мала б належати до грошових видатків у рамках фінансової діяльності, згідно з П(С)БО і міжнародними стандартами складання фінансової звітності ця позиція відноситься до операційного *Cash-flow*⁹. Для спрощення розрахунків у подальшому ми також відноситимемо зазначені грошові нарахування та видатки до операційних.

На практиці поширення набули два основні методи розрахунку *Cash-flow* від операційної діяльності, які враховують згадані зміни у складі оборотних активів і поточних зобов'язань і передбачають віднесення процентів за користування позичками до складу операційних витрат:

1. Прямий метод, при використанні якого чистий грошовий потік (*Cash-flow*) від операційної діяльності розраховується як різниця між вхідними та вихідними грошовими потоками, що мають безпосереднє відношення до операційної діяльності підприємства. До вхідних грошових потоків належать: грошові надходження від продажу товарів у звітному періоді; погашення дебіторської заборгованості; інші грошові надходження від операційної діяльності (від реалізації оборотних активів, операційної оренди активів тощо). До вихідних грошових потоків належать грошові видатки на покриття витрат, які включаються у собівартість продукції, адміністративних витрат, витрат на збут, інших витрат у рамках операційної діяльності, а також податки на прибуток та проценти за користування позичками.

2. Непрямий метод. Вихідною величиною при використанні цього методу є фінансові результати від операційної діяльності. Здійснюється зворотний до прямого методу розрахунок: операційні прибутки (збитки) коригуються на статті доходів (зменшуються) і витрат (збільшуються), які не впливають на

⁹ IAS 7. International accounting standards 1997: deutsche Fassung / International Accounting Standards Committee. — Stuttgart: Schäfer-Poeschel, 1998. — S. 144—145.

обсяг грошових засобів (амортизація, забезпечення наступних витрат і платежів), а також на суму змін в оборотних активах та поточних зобов'язань, що пов'язані з рухом коштів у рамках операційної діяльності та сплатою процентів за користування позичками.

Схема розрахунку операційного *Cash-flow* з умовними сумами прямим і непрямим методами наведена в табл. 4.1. Базова інформація для розрахунків взята із дод. 1, 2 та 3 до цього розділу.

Таблиця 4.1

РОЗРАХУНОК ОПЕРАЦІЙНОГО CASH-FLOW, тис. грн

ПРЯМИЙ МЕТОД	Сума
(+) Грошові надходження від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	1200
(-) Грошові виплати постачальникам за сировину, матеріали, послуги тощо	600
(-) Грошові видатки на утримання персоналу	400
(+) Інші грошові надходження, які не належать до інвестиційної та фінансової діяльності	—
(-) Інші грошові видатки для покриття операційних витрат, які не стосуються інвестиційної та фінансової діяльності	100
(-) Сплата процентів за користування позичками	15
(-) Сплата податків на прибуток	24
= Cash-flow (операційний)	61
НЕПРЯМИЙ МЕТОД	Сума
(+) Чистий прибуток від операційної діяльності	56
(+) Витрати, не пов'язані з грошовими виплатами	70
(-) Доходи, не пов'язані з грошовими надходженнями	—
(-) Приріст; (+) Зменшення оборотних активів (крім грошових коштів, їх еквівалентів, поточних фінансових інвестицій, інших статей неопераційних оборотних активів)	-70
(-) Зменшення; (+) Збільшення поточних зобов'язань, у т. ч. відсотки (крім короткострокових кредитів банків та інших статей, не пов'язаних з операційною діяльністю)	+5
= Cash-flow (операційний)	61
(-) Інвестиції в необоротні активи	245

(+) Дезінвестиції	50
(±) Доходи (збитки) від інвестиційної діяльності	+30
= <i>Free Cash-flow</i> (перед фінансуванням)	-104

Якщо операційний *Cash-flow* скоригувати на позитивний (негативний) *Cash-flow* від інвестиційної діяльності, то ми отримаємо так званий **Free (незалежний) Cash-flow**, який характеризує здатність підприємства забезпечити операційну діяльність та планові інвестиції за рахунок внутрішніх фінансових джерел (незалежно від зовнішнього фінансування). Від'ємне значення *Free Cash-flow*, як це має місце в нашому прикладі (див. табл. 4.1), показує, що для здійснення запланованих видатків підприємство має потребу у зовнішньому фінансуванні в обсязі 104 тис. грн, яка утворилася в результаті дефіциту внутрішніх джерел фінансування. Позитивне значення *Free Cash-Flow* свідчить про наявність надлишку коштів, які можуть бути використані для таких цілей:

- виплата дивідендів;
- погашення банківських позичок;
- викуп власних корпоративних прав.

Розрахунок *Free Cash-flow* має значення як при *ex-post* аналізі¹⁰, оскільки дає змогу користувачам звітності зробити висновок про потенціал внутрішнього фінансування в попередніх періодах, так і під час *ex-ante* аналізу¹¹, оскільки є базовою величиною для прогнозування вхідних і вихідних грошових потоків, пов'язаних з фінансовою діяльністю. Теперішня вартість очікуваного майбутнього *Free Cash-flow* може використовуватися як критерій оцінки вартості підприємства в рамках концепції максимізації доходів власників (*SVK*). У рамках фінансового контролінгу показник *Free Cash-flow* використовується також як індикатор раннього попередження про можливі проблеми у сфері управління дебіторською заборгованістю та запасами, збутовій сфері тощо. Вважається, що цей показник швидше і виразніше сигналізує про негативний розвиток, ніж показники прибутковості¹².

Прямий метод розрахунку використовується, як правило, під час внутрішнього аналізу в рамках фінансового контролінгу для оцінки впливу руху грошових коштів на нинішню та по-

¹⁰ *Ex-post* аналіз — аналіз, що ґрунтується на оцінці фактичних звітних показників.

¹¹ *Ex-ante* аналіз — аналіз, що ґрунтується на оцінці прогнозних очікуваних величин.

¹² Volkart R. Finanzmanagement: Beiträge zu Theorie und Praxis. — S. 245.

тенційну ліквідність підприємства. За зовнішнього аналізу визначити чистий рух грошових коштів прямим методом неможливо за браком необхідної інформації, зокрема щодо грошових видатків підприємства на придбання сировини, матеріалів, на утримання персоналу тощо. Саме тому при оцінці кредитоспроможності чи інвестиційної привабливості підприємства використовується непрямий метод розрахунку *Cash-flow*, за якого використовується інформація, що міститься в офіційній звітності.

4.6. ПОКАЗНИКИ CASH-FLOW

Показники, базою розрахунку яких є операційний *Cash-flow*, широко використовуються при оцінці фінансового стану підприємства та визначенні його кредитоспроможності. В той час як раніше в континентальній Європі при прийнятті рішення про видачу кредитів банки орієнтувалися в основному на вартість кредитного забезпечення, сьогодні головним критерієм прийняття відповідних рішень є *Cash-flow*, який прогнозується отримати позичальником, оскільки насамперед саме за рахунок цього джерела підприємства можуть погасити позички та проценти за ними¹³.

Показник *Cash-flow* характеризується більшою об'єктивністю порівняно з чистим прибутком чи показниками рентабельності, розрахованими з використанням прибутку, адже при розрахунках *Cash-flow* є менше можливостей для маніпуляцій, зокрема пов'язаних з обліковою політикою підприємства та формуванням прихованих резервів. Так, чистий прибуток зі збільшенням рівня амортизаційних відрахувань та забезпечень наступних витрат зменшується, в той же час *Cash-flow* залишається незмінним. Показник *Cash-flow* можна розглядати з трьох позицій:

- 1) як індикатор ліквідності та платоспроможності підприємства;
- 2) як показник результативності фінансово-господарської діяльності (індикатор теперішньої та майбутньої дохідності підприємства);
- 3) як індикатор спроможності до фінансування за рахунок внутрішніх джерел.

До основних показників *Cash-flow*, які розраховують на практиці, належать такі:

1. Показник тривалості погашення заборгованості. Визначається шляхом ділення позичкового капіталу нетто (зменшеного

¹³ Volkart R. Unternehmensfinanzierung und Kreditpolitik. — S. 72.

на суму грошових коштів, їх еквівалентів, поточних фінансових інвестицій та чистої реалізаційної вартості поточної дебіторської заборгованості)¹⁴ на *Cash-flow* (операційний). Під позичковим капіталом розуміють усі зобов'язання підприємства: короткострокові, довгострокові, забезпечення наступних витрат і платежів тощо. Слугує індикатором спроможності підприємства за рахунок власних ресурсів виконувати свої зобов'язання. Показує, скільки років (чи періодів) підприємству потрібно (за даного рівня операційного *Cash-flow*), щоб розрахуватися зі своїми боргами за рахунок результатів операційної діяльності. Якщо тривалість погашення заборгованості становить 1—3 роки, то це нормальна ситуація з погляду перспектив виконання підприємством своїх зобов'язань; 4—5 років — задовільна; понад 5 років — незадовільна¹⁵. Для підприємств торгівлі розрахунок цього показника має свої особливості: ефективна заборгованість у такому разі може зменшуватися на величину запасів товарів на складі (якщо вони є ліквідними).

2. Показник обернено пропорційний до тривалості погашення заборгованості. Відношення *Cash-flow* до заборгованості (нетто). Показує здатність підприємства розрахуватися зі своїми боргами за рахунок грошових надходжень від операційної діяльності.

3. Показник самофінансування інвестицій, %. Визначається шляхом ділення операційного *Cash-flow* на величину чистих інвестицій (сума приросту нематеріальних активів, основних засобів і довгострокових фінансових інвестицій). Показує частку інвестицій, профінансовану за рахунок внутрішніх джерел. Чим вищий цей показник, тим менше підприємство вдавалося до залучення зовнішніх фінансових ресурсів при фінансуванні інвестицій.

4. Чиста *Cash-flow*-маржа, %: показник відношення *Cash-flow* (операційного) до обороту від реалізації продукції. Характеризує величину *Cash-flow*, яка припадає на одиницю обороту від реалізації. Показує, скільки процентів виручки від реалізації залишається на підприємстві після здійснення всіх платежів у рамках операційної діяльності.

5. Показник відношення *Cash-flow* до власного капіталу. Показує чистий грошовий потік на одиницю власного капіталу.

Недоліком показників, розрахованих на базі *Cash-flow*, є те, що їх можна лише частково використовувати при порівнянні

¹⁴ Нетто-заборгованість позначається також як ефективна заборгованість (за аналогом до ефективної ставки процента).

¹⁵ *Helbling C. Bilanz- und Erfolgsanalyse.* — 8. ueberarb. Aufl. — Verlag Paul Haupt: Bern-Stuttgart-Wien, 1992. — S. 213.

ефективності діяльності різних підприємств. Це зумовлено дією чинника амортизації. У тих підприємств, які інтенсивно нараховують знос і запускають в дію нове, дороге обладнання, за інших рівних обставин, рівень *Cash-flow* буде вищим, ніж у тих підприємств, які використовують менше обладнання чи беруть його в оренду (лізинг), однак працюють з однаковою ефективністю. Саме тому під час обґрунтування відповідних рішень фінансові аналітики повинні звертати увагу також на структуру *Cash-flow*.

4.7. ЗВІТ ПРО РУХ ГРОШОВИХ КОШТІВ

Рух грошових коштів — надходження і вибуття грошових коштів та їх еквівалентів. Інформація про надходження і видатки грошових коштів підприємства міститься у звіті про рух грошових коштів. Він є вітчизняним еквівалентом звіту про *Cash-flow*, який складають підприємства відповідно до вимог IAS-7¹⁶ та GAAP¹⁷. Зміст і форма звіту про рух грошових коштів та загальні вимоги до розкриття його статей визначаються Положенням (стандартом) бухгалтерського обліку 4.

Необхідність звіту про рух грошових коштів зумовлена тим, що користувачі звітності повинні мати інформацію не лише про зміни в складі майна підприємства і джерел його формування, доходах і витратах, а й про грошові надходження та виплати, які здійснювалися протягом звітного періоду. Отже, *метою складання звіту про рух грошових коштів є надання користувачам фінансової звітності повної, правдивої та неупередженої інформації про зміни, що відбулися у грошових коштах підприємства та їх еквівалентах за звітний період*. Фінансові аналітики, співробітники фінансових та контролінгових служб підприємств повинні вміти читати відповідні форми звітності з тим, щоб робити правильні висновки про нинішній та потенційних фінансовий стан підприємства. На основі інформації, яка міститься у звіті, можна дійти висновків про:

- чистий рух грошових коштів (*Cash-flow*) протягом звітного періоду в результаті операційної, інвестиційної та фінансової діяльності;
- суми надходжень і видатків, що виникають у результаті цих видів діяльності;

¹⁶ IAS (*International accounting standards*) — міжнародні стандарти бухгалтерського обліку.

¹⁷ GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) — набір принципів бухгалтерського обліку, за якими складають фінансову звітність підприємства США.

- величину інвестиційних вкладень підприємства у звітному періоді та рівень їх фінансування за рахунок внутрішніх фінансових джерел;
- обсяг фінансових ресурсів, які підприємство залучило із зовнішніх джерел;
- зміну ліквідних засобів протягом звітного періоду.

Для правильного тлумачення показників звітності фінансист повинен розуміти причинно-наслідкові взаємозв'язки, які існують між окремими формами звітності. У дод. 4 наведено приклад звіту про рух грошових коштів, який складено на основі інформації, що міститься у балансі та звіті про фінансові результати (дод. 2 і 3). В основі розрахунків руху грошових коштів у результаті операційної діяльності, який передбачено в П(С)БО 4, покладено непрямий метод визначення *Cash-flow*.

Чистий рух грошових коштів у результаті операційної діяльності визначається шляхом коригування прибутку (збитку) від звичайної діяльності до оподаткування на суми:

- наведені в негрошових статтях;
- змін запасів, дебіторської та кредиторської заборгованості, пов'язаної з операційною діяльністю, протягом звітного періоду;
- наведені в статтях, пов'язаних з рухом грошових коштів у результаті інвестиційної та фінансової діяльності.

У статті «Прибуток (збиток) від звичайної діяльності до оподаткування» відображається прибуток або збиток від звичайної діяльності до оподаткування за звітний період, наведений у звіті про фінансові результати (110 тис. грн). Показник прибутку наперед коригується на статті витрат, які не призводять до грошових видатків: амортизація; забезпечення, нереалізовані курсові різниці, нараховані проценти за користування позичками.

За статтею «Амортизація необоротних активів» відображаються амортизаційні відрахування з матеріальних і нематеріальних необоротних активів, нараховані протягом звітного періоду (в нашому прикладі 60 тис. грн). Щодо забезпечень, то у графі «Надходження» відображається збільшення, у графі «Видаток» — зменшення у складі забезпечень наступних витрат і платежів за відповідним розділом балансу. Оскільки в нашому прикладі величина забезпечень протягом розглядуваного періоду зросла на 10 тис. грн, у звіті про рух грошових коштів слід відобразити надходження коштів. У статті «Витрати на сплату процентів» відображаються витрати на сплату процентів за користування кредитами і позичками, **нарахованих** протягом звітного періоду (20 тис. грн).

Оскільки прибуток від звичайної діяльності до оподаткування визначається з урахуванням неопераційних (наприклад, фінансових) доходів та витрат, з метою визначення операційного *Cash-flow* слід «очистити» згаданий прибуток від доходів від володіння (дивіденди, проценти тощо) та реалізації фінансових інвестицій, а також від продажу основних засобів, нематеріальних активів, інших довгострокових активів, від обміну оборотних активів на необоротні і фінансові інвестиції, від неопераційних курсових різниць, інших прибутків і збитків від інвестиційної та фінансової діяльності. У нашому прикладі інші фінансові доходи, зокрема дивіденди, становлять 30 тис. грн, отже, у відповідній статті звіту про рух грошових коштів за позицією «Видатки» слід відобразити 30 тис. грн.

За позицією «Прибуток (збиток) від операційної діяльності до зміни в чистих оборотних активах» відображається різниця між сумами грошових надходжень і сумами грошових видатків, відображених за попередніми статтями: $110 + 60 + 10 + 20 - 30 = 170$ тис. грн.

Стаття «Зменшення (збільшення) оборотних активів» покликана зафіксувати вплив змін у складі операційних оборотних активів на наявність грошових коштів у підприємства. Зрозуміло, якщо оборотні активи зростають, значить на їх фінансування витрачаються кошти, і навпаки. Саме тому у графі «Надходження» відображається зменшення, а у графі «Видаток» — збільшення статей оборотних активів (крім статей «Грошові кошти та їх еквіваленти», «Поточні фінансові інвестиції» та інших статей неопераційних оборотних активів), що відбулись протягом звітного періоду. При цьому не враховуються зміни в складі оборотних активів, які є наслідком негрошових операцій інвестиційної (обмін на необоротні активи, фінансові інвестиції тощо) та фінансової діяльності (виплата дивідендів або погашення зобов'язань з фінансової оренди виробничими запасами, продукцією, товарами тощо, негрошові внески до статутного капіталу тощо). Оскільки операційні оборотні активи досліджуваного підприємства зросли на 70 тис. грн (див. дод. 2), відповідне значення слід відобразити за позицією «Видатки».

У нашому прикладі сума витрат, що мали місце протягом поточних або попередніх звітних періодів, але належать до наступних звітних періодів, не змінилася (див. дод. 2). Саме тому у відповідній статті звіту поставлено прочерк.

У статті «Збільшення (зменшення) поточних зобов'язань» у графі «Надходження» відображається збільшення, у графі «Вида-

ток» — зменшення у статтях розділу балансу «Поточні зобов'язання» (крім статей «Короткострокові кредити банків», «Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями», «Поточні зобов'язання за розрахунками з учасниками», сум зобов'язань за процентами та інших зобов'язань, не пов'язаних з операційною діяльністю). При цьому не враховуються зміни в складі поточних зобов'язань, які є наслідком негрошових операцій інвестиційної та фінансової діяльності (погашення поточного зобов'язання шляхом передачі необоротних активів і фінансових інвестицій, зарахування внесків до капіталу тощо) або виправлення помилок минулих років. Змін операційного характеру у відповідній статті не відбулося, отже, у звіті поставлено прочерк.

У статті «Збільшення (зменшення) доходів майбутніх періодів» у графі «Надходження» відображається збільшення, у графі «Видаток» — зменшення у складі доходів майбутніх періодів протягом звітного періоду. Як видно з дод. 1, доходи, отримані у поточному або попередніх звітних періодах, які належать до наступних звітних періодів, у підприємства відсутні. Цим пояснюється відсутність даних за цією статтею звіту.

У статті «Грошові кошти від операційної діяльності» відображається різниця між сумами надходжень і видатків, відображених у попередніх статтях: $170 - 70 = 100$ тис. грн.

За статтею «Сплачені проценти» відображаються суми грошових коштів, фактично використаних у звітному періоді на сплату процентів за користування кредитами і позичками. Підкреслимо, що у цій статті відображаються не нараховані, а саме сплачені суми (15 тис. грн). Те саме стосується статті «Сплачені податки на прибуток», де показується використання грошових коштів для сплати податків на прибуток (24 тис. грн).

У статті «Чистий рух коштів до надзвичайних подій» показується надходження або видаток коштів, відображених у статті «Грошові кошти від операційної діяльності», з урахуванням видатку коштів на сплату процентів і податків.

У статті «Чистий рух коштів від операційної діяльності» відображається результат руху коштів від операційної діяльності з урахуванням руху коштів від надзвичайних подій. Операційний *Cash-flow* становить 61 тис. грн ($100 - 15 - 24$) і збігається з відповідним показником, отриманим за спрощеним розрахунком, наведеним у табл. 4.1.

Рух грошових коштів у результаті інвестиційної діяльності. Інвестиційний *Cash-flow* визначається на основі аналізу змін у статтях розділу балансу «Необоротні активи» та статті «Поточні

фінансові інвестиції» як різниця між вхідними та вихідними грошовими потоками за цими статтями.

Вхідні грошові потоки в результаті інвестиційної діяльності формуються з таких складових:

- грошові надходження від реалізації фінансових інвестицій — суми, які надійшли на підприємство від продажу акцій або боргових зобов'язань інших підприємств, а також часток у капіталі інших підприємств (у нашому прикладі, частина фінансових інвестицій реалізована за балансовою вартістю 50 тис. грн);

- надходження грошових коштів від продажу основних засобів, нематеріальних активів, дочірніх підприємств та інших господарських надходжень;

- надходження грошових коштів у вигляді процентів за аванси грошовими коштами та позичками, наданими іншим сторонам за фінансовими інвестиціями в боргові цінні папери, за використання переданих у фінансову оренду необоротних активів тощо;

- вираховані з операційного *Cash-flow* доходи у вигляді дивідендів (30 тис. грн);

- надходження грошових коштів від повернення авансів (крім авансів, пов'язаних з операційною діяльністю) і позичок, наданих іншим сторонам;

- надходження грошових коштів від ф'ючерсних, форвардних контрактів, опціонів тощо.

До *вихідних грошових потоків* у рамках інвестиційної діяльності належать такі:

- виплати грошових коштів для придбання акцій або боргових зобов'язань інших підприємств, а також часток участі у спільних підприємствах;

- грошові виплати, спрямовані на придбання основних засобів, нематеріальних активів та інших необоротних активів (крім фінансових інвестицій); визначається як різниця між первісною вартістю основних засобів на початок і кінець періоду, збільшена на вартість реалізованих необоротних активів;

- грошові кошти, сплачені за придбані дочірні підприємства та інші господарські одиниці (за вирахуванням грошових коштів, придбаних у складі майнового комплексу);

- аванси (крім пов'язаних з операційною діяльністю) і позички грошовими коштами, надані іншим сторонам (крім авансів і позичок фінансових установ);

- виплати грошових коштів за ф'ючерсними, форвардними контрактами, опціонами тощо (за винятком випадків, коли такі

контракти укладаються для операційної діяльності підприємства або виплати класифікуються як фінансова діяльність).

У нашому прикладі загальна сума вхідних грошових потоків від інвестиційної діяльності становить 80 тис. грн (50 + 30), а вихідних — 245 тис. грн (615 – 370). У статті «Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності» відображається результат руху коштів (різниця між вхідними та вихідними грошовими потоками). Рух коштів у результаті інвестиційної діяльності складає від’ємне значення — 165 тис. грн, відповідно *Free Cash-flow* дорівнює 104 тис. грн. Це означає, що підприємство має потребу у залученні фінансових ресурсів із зовнішніх джерел.

Рух грошових коштів у результаті фінансової діяльності (у вузькому розумінні) визначається на основі оцінки змін у статтях балансу за розділом «Власний капітал» і статтях, пов’язаних з фінансовою діяльністю, у розділах балансу «Забезпечення наступних витрат і платежів», «Довгострокові зобов’язання» і «Поточні зобов’язання» («Короткострокові кредити банків» і «Поточна заборгованість за довгостроковими зобов’язаннями», «Поточні зобов’язання за розрахунками з учасниками» тощо). До **вихідних грошових потоків** у результаті фінансової діяльності підприємства належать такі:

- надходження грошових коштів від розміщення акцій та інших операцій, що призводять до збільшення власного капіталу на основі залучення зовнішніх джерел (у балансі, як правило, відображається за статтями «Статутний капітал» і «Додатковий вкладений капітал»);

- надходження грошових коштів у результаті утворення боргових зобов’язань (позичок, векселів, облігацій, а також інших видів коротко- і довгострокових зобов’язань, не пов’язаних з операційною діяльністю).

Вихідні грошові потоки у рамках фінансової діяльності формуються з таких складових:

- виплати грошових коштів для погашення отриманих позичок;

- сплачені грошовими коштами дивіденди;

- грошові видатки, спрямовані для викупу раніше випущених акцій підприємства;

- виплати грошових коштів орендодавцеві для погашення заборгованості за фінансовою орендою та іншими платежами, пов’язаними з фінансовою діяльністю.

У статті звіту про рух грошових коштів «Чистий рух коштів від фінансової діяльності» відображається різниця між відпові-

дними вхідними та вихідними грошовими потоками. *Cash-flow* від фінансової діяльності в нашому прикладі становить 144 тис. грн, що достатньо для покриття дефіциту коштів, який утворився у результаті операційної та інвестиційної діяльності підприємства.

Слід зазначити: якщо у підприємства були надходження або видаток коштів, пов'язаних з надзвичайними подіями в процесі операційної, інвестиційної чи фінансової діяльності, то дані про це відображаються за статтями «Рух коштів від надзвичайних подій» у відповідних розділах і коригуються відповідні показники *Cash-flow*. У нашому прикладі руху коштів у результаті надзвичайних подій не було, саме тому для полегшення сприйняття матеріалу відповідні статті звіту в дод. 4 опущені.

Чистий рух коштів за звітний період визначається як різниця між сумою грошових надходжень і видатків, відображених у статтях: «Чистий рух коштів від операційної діяльності», «Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності» та «Чистий рух коштів від фінансової діяльності» або як арифметична сума *Cash-flow* за трьома видами діяльності: 61 тис. грн – 165 тис. грн + + 144 тис. грн = 40 тис. грн. Знайдена сума відповідає різниці між статтями залишків грошових коштів на початок і кінець періоду, які відображені в балансі. *Якщо звіт про рух грошових коштів складено правильно, то, додавши до залишку грошових коштів підприємства на початок періоду чистий рух коштів у результаті всіх видів діяльності за звітний період, отримаємо залишок грошових коштів на кінець періоду, який відображається в балансі підприємства.*

ДОДАТКИ ДО РОЗДІЛУ

Додаток 1

Інформація внутрішньогосподарського (управлінського обліку), яка використовується для розрахунку *Cash-flow* прямим методом

Показник	Сума, тис. грн
1. Грошові видатки на придбання сировини та матеріалів у звітному періоді	600
2. Грошові видатки на виплату заробітної плати, в т. ч. нарахування на неї	400
3. Інші грошові видатки, пов'язані з операційною діяльністю	100
4. Амортизаційні відрахування	60
5. Нараховано процентів за користування позичками	20
6. Сплачено процентів за користування позичками	15
7. Сплачено дивіденди	36
8. Доходи, отримані підприємством від фінансових інвестицій	30
9. Грошові надходження від реалізації фінансових інвестицій	50

БАЛАНС
станом на _____ 200__ р.

тис. грн

АКТИВ (МАЙНО)	1.01	31.12
I. Необоротні активи		
Нематеріальні активи:		
— залишкова вартість	110	105
— первісна вартість	120	120
— знос	10	15
Незавершене будівництво	—	—
Основні засоби:		
— залишкова вартість	320	510
— первісна вартість	370	615
— знос	50	105
Довгострокові фінансові інвестиції	100	50
Довгострокова дебіторська заборгованість	—	—
Усього за розділом I	530	665
II. Оборотні активи		
Запаси	300	370
Векселі одержані	—	—
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги	160	140
Дебіторська заборгованість за розрахунками:		
— з бюджетом	25	40
— за виданими авансами	15	20
Поточні фінансові інвестиції	20	20
Грошові кошти та їх еквіваленти	60	100
Інші оборотні активи		
Усього за розділом II	580	690
III. Витрати майбутніх періодів	10	10

Баланс	1120	1365
---------------	-------------	-------------

Закінчення дод. 2

ПАСИВ (КАПІТАЛ)	1.01	31.12
I. Власний капітал		
Статутний капітал	400	500
Додатковий вкладений капітал	50	60
Інший додатковий капітал	5	5
Резервний капітал	150	180
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток) (–)	15	35
Неоплачений капітал (–)	—	—
Вилучений капітал (–)	—	—
Усього за розділом I	620	780
II. Забезпечення наступних витрат і платежів		
Забезпечення виплат персоналу	15	20
Інші забезпечення	5	10
Цільове фінансування	20	20
Усього за розділом II	40	50
III. Довгострокові зобов'язання	140	150
IV. Поточні зобов'язання		
Короткострокові кредити банків	120	180
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	110	120
Векселі видані	—	—
Поточні зобов'язання за розрахунками:		
— з одержаних авансів	—	—
— з бюджетом	60	50
— з оплати праці	30	30
— з учасниками	—	—
Інші поточні зобов'язання	—	5
Усього за розділом IV	320	385
V. Доходи майбутніх періодів	—	—

Баланс	1120	1365
---------------	-------------	-------------

Додаток 3

Форма № 2 (П(С)БО 3)

ЗВІТ ПРО ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ

за _____ 200__ р.

тис. грн

Стаття	За звітний період
Дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	1440
Податок на додану вартість	240
Акцизний збір	—
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції	1200
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	910
Валовий: прибуток збиток	290 —
Інші операційні доходи	—
Адміністративні витрати	160
Витрати на збут	30
Інші операційні витрати	—
Фінансові результати від операційної діяльності: прибуток збиток	100 —
Дохід від участі в капіталі	—
Інші фінансові доходи (отримані дивіденди)	30
Інші доходи	—
Фінансові витрати (сплата процентів)	20
Втрати від участі в капіталі	—
Інші витрати	—

Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування: прибуток збиток	110 —
Податок на прибуток від звичайної діяльності	24

Закінчення дод. 3

Стаття	За звітний період
Фінансові результати від звичайної діяльності: прибуток збиток	86 —
Надзвичайні: доходи витрати	— —
Податки з надзвичайного прибутку	—
Чистий: прибуток збиток	86 —
Дивіденди (довідково)	36

ЗВІТ ПРО РУХ ГРОШОВИХ КОШТІВ
за _____ 200__ р.

тис. грн

Стаття	Надходження	Видатки
I. Рух коштів у результаті операційної діяльності		
Прибуток (збиток) від звичайної діяльності до оподаткування	110	
Коригування на: — амортизацію необоротних активів — збільшення (зменшення) забезпечень — збиток (прибуток) від неопераційної діяльності	60 10 —	x — 30
Витрати на сплату процентів	20	x
Прибуток (збиток) від операційної діяльності до зміни в чистих оборотних активах	170	
Зменшення (збільшення): — оборотних активів — витрат майбутніх періодів	— —	70 —
Збільшення (зменшення): — поточних зобов'язань — доходів майбутніх періодів	— —	— —
Грошові кошти від операційної діяльності	100	—
Сплачені: — проценти — податки на прибуток	x x	15 24
Чистий рух коштів від операційної діяльності	61	—
II. Рух коштів у результаті інвестиційної діяльності		
Реалізація: — фінансових інвестицій — необоротних активів (майнових комплексів)	50 —	x x
Отримані: — проценти — дивіденди	30 —	x x
Інші надходження	—	x

Стаття	Надходження	Видатки
Придбання:		
— фінансових інвестицій	x	—
— необоротних активів (майнових комплексів)	x	245
Інші платежі	—	—
Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності		165
III. Рух коштів у результаті фінансової діяльності		
Надходження власного капіталу	110	x
Отримані позички	70	x
Інші надходження	—	x
Погашення позичок	x	—
Сплачені дивіденди	x	36
Інші платежі	x	—
Чистий рух коштів від фінансової діяльності	144	
Чистий рух коштів за звітний період	40	
Залишок коштів на початок року	60	x
Залишок коштів на кінець року	100	x

ТЕСТИ І ЗАДАЧІ

Тести

Тест 1. Приховані резерви...

- 1) відображаються у статті балансу «Додатковий капітал»;
- 2) можуть формуватися в результаті поповнення забезпечень наступних витрат;
- 3) це частина капіталу підприємства, яка жодним чином не відображена в його балансі;
- 4) дорівнюють різниці між балансовою вартістю окремих майнових об'єктів підприємства та їх реальною (вищою) вартістю;
- 5) утворюються в результаті зниження реалізаційних цін на продукцію.

Тест 2. Тезаврація прибутку — це...

- 1) розподіл чистого прибутку між власниками підприємства;
- 2) спрямування чистого прибутку на формування власного капіталу підприємства;
- 3) приховання прибутку;
- 4) спрямування прибутку виключно на поповнення власних обігових коштів підприємства;
- 5) реструктуризація активів.

Тест 3. До внутрішніх джерел фінансування підприємств належать...

- 1) емісійний дохід;
- 2) кредиторська заборгованість за отриманими авансами;
- 3) чистий прибуток;
- 4) амортизаційні відрахування;
- 5) забезпечення наступних витрат і платежів.

Тест 4. Операційний Cash-flow характеризує...

- 1) величину чистих грошових потоків, які залишаються в розпорядженні підприємства в результаті основної діяльності;
- 2) величину чистого прибутку підприємства;
- 3) величину вхідних грошових потоків підприємства;
- 4) обсяг реалізації продукції;
- 5) величину чистого прибутку, амортизацію та приріст забезпечень.

Тест 5. Класичний показник Cash-flow характеризує...

- 1) здатність підприємства фінансувати інвестиції;
- 2) структуру капіталу підприємства;
- 3) можливості підприємства погашати фінансову заборгованість;
- 4) наявність у підприємства робочого капіталу;
- 5) наявність коштів для виплати дивідендів.

Тест 6. При розрахунку операційного *Cash-flow* прямим методом використовуються такі показники:

- 1) чистий дохід від реалізації продукції;
- 2) чистий прибуток від операційної діяльності;
- 3) приріст чи зменшення поточних зобов'язань, пов'язаних з операційною діяльністю;
- 4) приріст чи зменшення оборотних активів (крім грошових коштів, їх еквівалентів та поточних фінансових інвестицій);
- 5) витрати, не пов'язані з грошовими виплатами.

Тест 7. При розрахунку операційного *Cash-flow* непрямим методом слід враховувати такі показники:

- 1) чисті доходи від операційної діяльності, пов'язані з надходженням грошових коштів;
- 2) чистий прибуток від операційної діяльності;
- 3) грошові виплати постачальникам за сировину, матеріали, послуги тощо;
- 4) приріст чи зменшення оборотних активів (крім грошових коштів, їх еквівалентів і поточних фінансових інвестицій);
- 5) витрати, не пов'язані з грошовими виплатами.

Тест 8. При розрахунку *Free Cash-flow* використовуються такі показники:

- 1) величина операційного *Cash-flow*;
- 2) надходження власного капіталу;
- 3) обсяг інвестицій у необоротні активи;
- 4) доходи (збитки) від фінансової діяльності;
- 5) доходи (збитки) від інвестиційної діяльності.

Тест 9. Які з наведених висловлювань, що характеризують *Free Cash-flow*, правильні?

1. *Free Cash-flow* показує залишок грошових коштів на розрахунковому рахунку підприємства на кінець звітного періоду.
2. Негативний *Free Cash-flow* показує потребу підприємства у зовнішньому фінансуванні інвестиційної та операційної діяльності.
3. Залишок не реінвестованого *Cash-flow* може бути використаний для виплати дивідендів.
4. *Free Cash-flow* можна спрямувати на викуп власних корпоративних прав.
5. *Free Cash-flow* — це грошовий потік, який утворився у результаті дезінвестицій.

Тест 10. Які з наведених показників враховуються при визначенні чистого руху коштів (*Cash-flow*) від інвестиційної діяльності?

1. Чистий рух коштів від операційної діяльності.
2. Грошові надходження від реалізації фінансових інвестицій.

3. Отримані дивіденди.
4. Сплачені дивіденди.
5. Грошові виплати на придбання необоротних активів.

Тест 11. Які з наведених показників враховуються при визначенні чистого руху коштів (*Cash-flow*) від фінансової діяльності?

1. Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності.
2. Грошові надходження від реалізації фінансових інвестицій.
3. Отримані дивіденди.
4. Сплачені дивіденди.
5. Грошові виплати на придбання основних засобів.

Тест 12. Показник тривалості погашення заборгованості (з використанням *Cash-flow*) розраховується...

- 1) відношенням *Cash-flow* (операційного) до обороту від реалізації продукції;
- 2) відношенням позичкового капіталу нетто до *Cash-flow* (операційний);
- 3) відношенням *Cash-flow* до заборгованості (нетто);
- 4) діленням *Cash-flow* на величину чистих інвестицій;
- 5) відношенням *Cash-flow* до власного капіталу.

Тест 13. До основних показників фінансового стану підприємства, які розраховуються з використанням показника *Cash-flow*, належать:

- 1)
- 2)
- 3)
- 4)
- 5)

Тест 14. Метою складання звіту про *Cash-flow* є надання користувачам фінансової звітності повної інформації про...

- 1) доходи, витрати, прибутки і збитки від діяльності підприємства за звітний період;
- 2) зміни у складі активів і пасивів за звітний період;
- 3) фінансовий стан підприємства на певну дату;
- 4) рух грошових коштів протягом звітного періоду в результаті операційної, інвестиційної та фінансової діяльності;
- 5) зміни у складі власного капіталу за звітний період.

Тест 15. Чистий рух коштів (*Cash-flow*) по підприємству за звітний період дорівнює...

- 1) залишку грошових коштів та їх еквівалентів на кінець періоду;
- 2) сумі *Cash-flow* від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності;

- 3) *Free Cash-flow*;
- 4) різниці між залишком грошових коштів на початок періоду та залишком грошових коштів на кінець періоду;
- 5) сумі вхідних грошових потоків по підприємству за звітний період.

Задачі

Задача 1

Визначити *Cash-flow* від операційної діяльності підприємства за звітний період непрямим методом за таких даних:

1. Чистий прибуток від операційної діяльності — 100 тис. грн.
2. Надходження від емісії акцій становлять 250 тис. грн, у т. ч. на збільшення статутного капіталу було спрямовано 200 тис. грн.
3. Надходження від емісії облигацій — 50 тис. грн.
4. Підприємство нарахувало дивідендів на суму 40 тис. грн.
5. Собівартість реалізованої продукції — 800 тис. грн, у т. ч. амортизація нематеріальних активів — 20 тис. грн.
6. Сума збільшення операційних оборотних активів 15 тис. грн.

Задача 2

Визначити *Cash-flow* від операційної діяльності підприємства за звітний період прямим методом за таких даних:

1. Чиста виручка від реалізації продукції — 1000 тис. грн.
2. Надходження від емісії акцій становлять 250 тис. грн, у т. ч. на збільшення статутного капіталу було спрямовано 200 тис. грн.
3. Підприємство нарахувало дивідендів на суму 40 тис. грн.
4. Витрати на виробництво реалізованої продукції, пов'язані з виплатою грошових коштів, — 700 тис. грн.
5. Сплачено проценти за користування позичками 15 тис. грн.
6. Сплачено податок на прибуток від операційної діяльності — 90 тис. грн.
7. Амортизаційні відрахування — 10 тис. грн.

Задача 3

Визначити *Cash-flow* від фінансової діяльності підприємства за звітний період за таких даних:

1. Звичайний прибуток підприємства до оподаткування — 100 тис. грн.
2. Надходження від емісії акцій становлять 250 тис. грн, у т. ч. на збільшення статутного капіталу було спрямовано 200 тис. грн.
3. Надходження від емісії облигацій — 50 тис. грн.
4. Підприємство нарахувало дивідендів на суму 40 тис. грн.
5. Собівартість реалізованої продукції — 800 тис. грн, у т. ч. амортизація основних засобів — 20 тис. грн.

Задача 4

Визначити *Cash-flow* від інвестиційної діяльності підприємства за звітний період за таких даних:

1. Грошові надходження від продажу акцій інших підприємств — 50 тис. грн.
2. Надходження від емісії акцій становлять 250 тис. грн, у т. ч. на збільшення статутного капіталу було спрямовано 200 тис. грн.
3. Надходження від емісії облігацій — 60 тис. грн.
4. Підприємство нарахувало та виплатило дивідендів на суму 40 тис. грн.
5. Собівартість реалізованої продукції — 800 тис. грн, у т. ч. амортизація основних засобів — 20 тис. грн.
6. Кошти, спрямовані на придбання основних засобів, — 70 тис. грн.

Задача 5.

Визначити *Free Cash-flow* (перед фінансуванням), використовуючи такі показники:

1. Величина операційного *Cash-flow* — 100 тис. грн.
2. Надходження від емісії облігацій — 60 тис. грн.
3. Підприємство нарахувало та виплатило дивідендів на суму 40 тис. грн.
4. Грошові надходження від продажу акцій інших підприємств — 50 тис. грн.
5. Кошти, спрямовані на придбання основних засобів, — 70 тис. грн.
6. Амортизаційні відрахування — 10 тис. грн.

Задача 6

Розрахувати, через скільки звітних періодів за умови збереження заданих тенденцій щодо руху грошових коштів підприємство зможе погасити свою заборгованість за рахунок операційної діяльності, якщо:

- 1) операційний *Cash-flow* за звітний період — 500 тис. грн;
- 2) довгострокові зобов'язання — 600 тис. грн;
- 3) поточні зобов'язання — 900 тис. грн;
- 4) поточні фінансові інвестиції на кінець звітного періоду — 30 тис. грн;
- 5) грошові кошти та їх еквіваленти на кінець періоду — 50 тис. грн;
- 6) резерв сумнівних боргів — 40 тис. грн;
- 7) дебіторська заборгованість — 200 тис. грн.

Аналітична вправа

Побудувати спрощений баланс підприємства на кінець року, виходячи з даних на початок року, звіту про рух грошових коштів та розшифровки до нього.

СПРОЩЕНИЙ БАЛАНС ПІДПРИЄМСТВА

АКТИВ (МАЙНО)	1.01	31.12
I. Необоротні активи	560	
• Нематеріальні активи	60	
• Основні засоби	400	
• Довгострокові фінансові інвестиції	100	
II. Оборотні активи	380	
• Запаси	200	
• Дебіторська заборгованість за товари	70	
• Дебіторська заборгованість за розрахунками	30	
• Поточні фінансові інвестиції	30	
• Грошові кошти та їх еквіваленти	50	
III. Витрати майбутніх періодів	10	
Баланс	950	
ПАСИВ (КАПІТАЛ)		
I. Власний капітал	450	
• Статутний капітал	300	
• Додатковий вкладений капітал	60	
• Інший додатковий капітал	—	
• Резервний капітал	70	
• Нерозподілений прибуток (непокритий збиток) (-)	20	
II. Забезпечення наступних витрат і платежів	10	
III. Довгострокові зобов'язання	130	
IV. Поточні зобов'язання	360	
• Короткострокові кредити банків	180	
• Кредиторська заборгованість за товари	120	
• Поточні зобов'язання за розрахунками з одержаних авансів	40	
• Інші поточні зобов'язання (проценти)	20	
V. Доходи майбутніх періодів	—	

Баланс	950	
---------------	------------	--

РОЗШИФРОВКА ДО ЗВІТУ ПРО РУХ ГРОШОВИХ КОШТІВ

Показники	Сума, тис. грн
1. Грошові видатки на придбання основних засобів	200
2. Грошові видатки на придбання нематеріальних активів	20
3. Приріст запасів	20
4. Приріст дебіторської заборгованості за товари	30
5. Приріст дебіторської заборгованості за операційними розрахунками	визначити
6. Приріст кредиторської заборгованості за товари	45
7. Амортизація нематеріальних активів	10
8. Амортизація основних засобів	40
9. На поповнення резервного капіталу спрямовано 10 % чистого прибутку	визначити

ЗВІТ ПРО РУХ ГРОШОВИХ КОШТІВ

за _____ 200__ р.

тис. грн

Стаття	Надходження	Видатки
I. Рух коштів у результаті операційної діяльності		
Прибуток (збиток) від звичайної діяльності до оподаткування	110	
Коригування на:		
— амортизацію необоротних активів	50	x
— збільшення (зменшення) забезпечень	10	—
— збиток (прибуток) від неопераційної діяльності	—	25
Витрати на сплату процентів	10	x
Прибуток (збиток) від операційної діяльності до зміни в чистих оборотних активах	155	
Зменшення (збільшення):		
— оборотних активів	—	60
— витрат майбутніх періодів	—	—
Збільшення (зменшення):		
— поточних зобов'язань	45	—

— доходів майбутніх періодів	—	—
------------------------------	---	---

Закінчення звіту

Стаття	Надходження	Видатки
Грошові кошти від операційної діяльності	140	—
Сплачені:		
— проценти	x	15
— податки на прибуток	x	30
Чистий рух коштів від операційної діяльності	95	—
II. Рух коштів у результаті інвестиційної діяльності		
Реалізація:		
— фінансових інвестицій (довгострокових)	40	x
— необоротних активів (майнових комплексів)	—	x
Отримані:		
— проценти	—	x
— дивіденди	25	x
Інші надходження	—	x
Придбання:		
— фінансових інвестицій	x	—
— необоротних активів (майнових комплексів)	x	?
Інші платежі	—	—
Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності		?
III. Рух коштів у результаті фінансової діяльності		
Надходження власного капіталу	—	x
Отримані позички (довгострокові)	70	x
Інші надходження	—	x
Погашення позичок	x	—
Сплачені дивіденди	x	32
Інші платежі	x	—
Чистий рух коштів від фінансової діяльності	38	
Чистий рух коштів за звітний період	визначити	
Залишок коштів на початок року	50	x

Залишок коштів на кінець року	визначи ти	х
-------------------------------	---------------	---

Розділ 5

ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА ПІДПРИЄМСТВ

Зміст, значення та основні завдання дивідендної політики. Фактори дивідендної політики. Теорії в галузі дивідендної політики. Дивідендна політика і структура капіталу. Взаємозв'язок дивідендної політики і самофінансування підприємства. Порядок нарахування дивідендів. Джерела та форми виплати дивідендів. Методи нарахування дивідендів. Виплата дивідендів корпоративними правами.

Подрібнення акцій та викуп акціонерним товариством акцій власної емісії як інструменти дивідендної політики. Ефективність дивідендної політики. Особливості нарахування дивідендів акціонерними товариствами і товариствами з обмеженою відповідальністю. Особливості нарахування дивідендів господарськими товариствами з часткою державної власності у статутному капіталі. Оподаткування дивідендів. Оподаткування розподіленого та нерозподіленого прибутку як фактор дивідендної політики.

5.1. ЗМІСТ, ЗНАЧЕННЯ ТА ОСНОВНІ ЗАВДАННЯ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ

Одним з важливих завдань фінансового менеджменту є формування та реалізація політики підприємства в галузі виплати дивідендів. *Дивіденди* — частина чистого прибутку, розподілена між учасниками (власниками) відповідно до частки їх участі у статутному капіталі підприємства.

Дивідендна політика — це набір цілей і завдань, які ставить перед собою керівництво підприємства у галузі виплати дивідендів, а також сукупність методів і засобів їх досягнення. **Оптимізація дивідендної політики** — це оптимізація співвідношення між прибутком, що виплачується у вигляді дивідендів, і тим, який реінвестується з метою максимізації доходів власників.

Приймаючи рішення в галузі дивідендної політики, слід враховувати, що вони впливають на ряд ключових параметрів фінансово-господарської діяльності підприємства: величину самофінансування, структуру капіталу, ціну залучення фінансових ресурсів, ринковий курс корпоративних прав, ліквідність та ряд інших. Найбільш чітко вираженим є зв'язок між дивідендною політикою та самофінансуванням підприємства: чим більше прибутку виплачується у вигляді дивідендів, тим менше коштів залишається у підприємства для здійснення реін-

вестицій. Якщо ж приймається рішення про тезаврацію прибутку, то збільшується величина власного капіталу, а отже, змінюється загальна структура капіталу підприємства, що за певних обставин впливає на його вартість.

Зв'язок між дивідендною політикою і ринковим курсом корпоративних прав описується класичним алгоритмом: курс акцій прямо пропорційний дивіденду та обернено пропорційний процентній ставці за альтернативними вкладеннями капіталу на ринку.

Стабільний рівень дивідендних виплат може сигналізувати про те, що вкладений інвесторами в підприємство капітал працює ефективно. Отже, за інших рівних умов дивідендні виплати позитивно впливають на ринковий курс корпоративних прав. З іншого боку, відсутність дивідендів або їх різке коливання свідчить про нестабільність і ризиковість підприємства-емітента корпоративних прав. Як наслідок — ринковий курс падає. Щоправда, інвестори можуть високо оцінити вартість акцій підприємства навіть і без виплати дивідендів, якщо вони добре поінформовані про його програми розвитку, причини невиплати або скорочення виплати дивідендів і напрямки реінвестування прибутку.

Важливим є також обернений зв'язок між ринковим курсом корпоративних прав і фінансово-господарською діяльністю емітента. Вплив низького ринкового курсу проявляється під час залучення підприємством фінансових ресурсів. За низького ринкового курсу корпоративних прав емісія може або взагалі не відбутися, або з мінімальним курсом емісії, відповідно і мінімальним емісійним доходом. Отже, якщо підприємство планує залучати кошти за рахунок додаткової емісії, йому слід реалізувати дивідендну політику, спрямовану на підвищення ринкового курсу корпоративних прав.

До *основних завдань*, які слід вирішити в ході формування та реалізації дивідендної політики, слід віднести:

- виявлення основних факторів, які впливають на прийняття рішення щодо виплати дивідендів чи реінвестування прибутку;
- визначення оптимального співвідношення між розподіленим і тезаврованим прибутком;
- оцінку впливу рішення щодо порядку розподілу чистого прибутку на ринкову вартість корпоративних прав підприємства та його інвестиційну привабливість;
- визначення оптимальної для підприємства величини статутного і власного капіталу;

- узгодження стратегії виплати дивідендів із податковим законодавством;
- вибір найприйнятнішого методу та форми нарахування і виплати дивідендів;
- оцінку впливу дивідендної політики на вирішення конфлікту інтересів між власниками, кредиторами та керівництвом підприємства.

5.2. ТЕОРІЇ В ГАЛУЗІ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ

Принциповим питанням, яке стоїть в основі теоретичних досліджень, присвячених дивідендній політиці, є питання взаємозв'язку між напрямом використання чистого прибутку (дивіденди чи тезаврація) та вартістю підприємства¹. Інакше кажучи, чи існує оптимальне співвідношення використання чистого прибутку, за якого мінімізуються витрати на залучення капіталу, чи дивідендна політика жодним чином не впливає на оптимізацію структури капіталу і вартість підприємства? Залежно від характеру відповіді на це запитання рекомендується приймати ті чи інші рішення в галузі виплати дивідендів. Зупинимось на найвідоміших концепціях дивідендної політики.

Теза щодо «іррелевантності (нейтральності) дивідендної політики». *Ф. Модільяні, М. Міллер, Ф. Блек* відстоюють позицію, що між сумою сплачуваних дивідендів і ринковим курсом акцій не існує зв'язку, оскільки курс акцій визначається нинішніми та майбутніми доходами підприємства, а також потенціалом його зростання. Найраціональнішою з їх погляду є фінансова політика, в рамках якої відбувається відмова від виплати дивідендів і весь прибуток спрямовується на реінвестиції. Отже, самофінансування підприємства розглядається як пріоритетне джерело фінансування. У такому разі акціонери максимізують доходи здебільшого в результаті зростання курсу акцій. Правило використання прибутку відповідно до цієї концепції формулюється таким чином: *спрямовуват и на виплат у дивідендів слід лише т у част ину прибут ку, яку немож ливо ефект ивно реінвест уват и*. Йдеться про так званий залишковий принцип дивідендних виплат.

¹ *Süchting J. Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung. 6. Aufl. — Wiesbaden: Gabler, 1995. — S. 544.*

Теза про пріоритетність дивідендів. Як свідчить біржова статистика, факт виплати дивідендів усе ж таки впливає на вартість корпоративних прав. Це зумовлено тим, що ряд інвесторів, зокрема дрібні акціонери, віддають перевагу реальним дивідендам порівняно з майбутніми доходами від зміни курсу, зумовленими тезаврацією прибутку *«краще синиця в руках, ніж ж урavelь у небі»*. На цьому припущенні ґрунтується американська модель оптимізації дивідендної політики (*Bird-in-the-Hand-Argument*). Згідно з цим підходом, найвідомішими прихильниками якого є *Дж. Лінт нер* та *М. Гордон*, актуальний курс акцій визначається теперішньою вартістю очікуваних доходів на ці акції, які включають усі майбутні дивіденди, а також очікувану виручку від реалізації акцій. Зростання дивідендів досить часто сприймають як *сигнал до того, що підприємств во працює успішно*, і навпаки, зменшення рівня дивідендів може сигналізувати про фінансові проблеми суб'єкта господарювання. Отже, дивіденди впливають на вартість підприємства. На цій тезі ґрунтується так звана модель виплати дивідендів Гордона, згідно з якою виплата дивідендів є пріоритетнішою, ніж реінвестування.

Концепція мінімізації податкових платежів. Поряд з власниками корпоративних прав, котрі віддають перевагу стабільним дивідендам, є група інвесторів, які при прийнятті своїх рішень виходять насамперед з критерію мінімізації податкових платежів. Якщо податковим законодавством країни (наприклад, США, Швейцарія, країни Бенілюксу) передбачено нижчий рівень оподаткування нерозподіленого прибутку порівняно з розподіленим, то підприємство отримує податкові переваги при використанні як джерела фінансування реінвестованого прибутку. Водночас вартість обслуговування власного капіталу, залученого із зовнішніх джерел, підвищується. Якщо ж рівень оподаткування дивідендів є нижчим, ніж рівень нерозподіленого прибутку (наприклад, Німеччина), то вигіднішою буде виплата дивідендів. Ця обставина лежить в основі ще однієї досить відомої теорії у галузі дивідендної політики — *концепції податкових переваг*.

Слід зазначити, що остаточного підтвердження на практиці переваг тієї чи іншої концепції не знайдено. Прийнятність того чи іншого підходу залежить від конкретних умов діяльності підприємства, структури та психологічних особливостей інвесторів, їх інформаційного забезпечення тощо. Саме тому фінансовий менеджер повинен проаналізувати всю сукупність факторів диві-

дендної політики і виробити найоптимальнішу для конкретного підприємства дивідендну стратегію.

5.3. ФАКТОРИ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ

Рішення щодо розподілу прибутку, а отже, вибору тих чи інших пріоритетів при реалізації дивідендної політики приймаються зборами власників підприємства. Завданням менеджменту в цілому і фінансового менеджменту зокрема є обґрунтування необхідності прийняття того чи іншого рішення в галузі дивідендної політики. Для цього слід проаналізувати фактори впливу на неї. До основних з таких факторів належать:

1. *Стадія життєвого циклу підприємства* (для нещодавно створених підприємств доцільним є максимальне реінвестування прибутку).

2. *Наявність у підприємства прибуткових інвестиційних проектів*. Якщо в підприємства відсутні обґрунтовані плани щодо прибуткового реінвестування прибутку, то найраціональнішим буде максимальний розподіл прибутку (виплата дивідендів).

3. *Альтернативні джерела капіталу*. Цей чинник пов'язаний з доступністю і вартістю залучення коштів із зовнішніх джерел, які можна використати для покриття потреби в капіталі, що залежить від:

- кредитоспроможності підприємства та наявності в нього кредитного забезпечення;
- вартості залучення позичкового капіталу;
- інвестиційної привабливості та можливостей залучення додаткового акціонерного чи пайового капіталу (шанси розміщення нової емісії);
- накладних витрат, пов'язаних із залученням власного капіталу із зовнішніх джерел.

4. *Обмеження*. Законодавством, статутом чи угодами підприємства можуть бути встановлені певні обмеження на виплату дивідендів. Ці обмеження можуть застосовуватися, як правило, в таких випадках:

- у разі заборгованості власників (учасників) за внесками до статутного капіталу;
- за наявності на момент виплати дивідендів підстав щодо порушення справи про банкрутство підприємства чи виникнення таких підстав у результаті виплати дивідендів;

- власний капітал підприємства є меншим за обсяг його статутного та резервного капіталу;
- повністю не сплачені поточні та накопичені дивіденди за привілейованими акціями;
- відсутність відповідних фінансових джерел виплати дивідендів;
- наявність договірних обмежень, наприклад з банком-кредитором.

5. *Преперенції найваж лівіших груп власників.* більшість з них орієнтовані на споживання (дивіденди) чи заощадження (тезаврація та збільшення вартості підприємства).

6. *Податкові наслідки* застосування того чи іншого типу дивідендної політики: для власників та для самого підприємства.

7. *Рівень процентних ставок на ринку капіталів*, а також ставки дивідендів у конкурентів та в інших підприємств, які належать до тієї самої чи суміжних галузей виробництва.

5.4. ПОРЯДОК НАРАХУВАННЯ ДИВІДЕНДІВ

Рішення про виплату дивідендів та їх розмір за корпоративними правами кожної категорії приймають власники (загальні збори власників) підприємства за рекомендацією наглядової ради чи пропозицією виконавчих органів. Порядок повідомлення власників корпоративних прав про виплату дивідендів регламентується статутом товариства. Як правило, підприємства дають відповідне оголошення у заздалегідь визначених друкованих засобах масової інформації. В оголошенні про виплату дивідендів має міститися така інформація:

- назва підприємства;
- дата прийняття загальними зборами власників рішення про виплату дивідендів;
- період, за який виплачуються дивіденди;
- величина дивідендів на одну акцію (у відносному чи абсолютному виразі) в розрізі окремих їх категорій;
- строки та місце виплати;
- особливості оподаткування дивідендів.

У разі прийняття рішення про виплату дивідендів емітент корпоративних прав, на які нараховуються дивіденди, проводить зазначені виплати власнику корпоративних прав пропорційно його частці в статутному капіталі підприємства. Нарахування дивідендів може здійснюватися шляхом застосування визначеного процента

до номінального капіталу, який належить окремим власникам корпоративних прав. Величина цього процента розраховується як відношення чистого прибутку (іншого джерела), який спрямовується на виплату дивідендів до обсягу статутного капіталу. В акціонерних товариствах дивіденди на одну акцію розраховуються діленням загальної суми оголошених дивідендів на кількість простих акцій, за якими сплачуються дивіденди. За корпоративними правами однієї категорії виплачуються дивіденди однакового розміру.

Отже, величина дивідендів, яка належить окремому власнику, залежить від трьох основних показників:

- величини чистого прибутку, резерву дивідендів (інших джерел виплати);
- встановленого співвідношення між розподіленим і нерозподіленим прибутком;
- частки учасника (власника) в статутному капіталі.

Сума коштів, яка рішенням зборів власників спрямовується на виплату дивідендів, називається *масою дивіденду*. З прийняттям рішення про виплату дивідендів у підприємства зменшується власний капітал (прибуток). На суму нарахованих, але не виплачених дивідендів збільшується обсяг заборгованості, яка зменшується одночасно з виплатою дивідендів.

Порядок нарахування дивідендів (прибутку на корпоративні права) значною мірою залежить від форми організації бізнесу та форми власності. Розглянемо найсуттєвіші особливості нарахування дивідендів.

Акціонерні товариства. Право на одержання дивідендів в АТ мають акціонери, які є власниками акцій (обліковуються в реєстрі акціонерів) на початок строку виплати дивідендів, який встановлюється загальними зборами акціонерів незалежно від періоду, протягом якого акціонери володіли акціями. У разі продажу акціонером належних йому акцій після складання переліку осіб, що мають право на отримання дивідендів, але раніше дати виплати, право на отримання дивідендів залишається в особи, зазначеної в такому переліку. Дивіденди за акціями виплачуються один раз на рік за результатами календарного року в повному обсязі (ст. 9 Закону України «Про цінні папери та фондову біржу»). Загальні збори акціонерів не можуть приймати рішення про виплату проміжних дивідендів за результатами діяльності за квартал, місяць чи півріччя. АТ разом зі звітом про діяльність підприємства повинні представити в ДКЦПФР інформацію про дивіденди, яка повинна містити такі відомості:

- дата закриття реєстру для виплати дивідендів (якщо вони виплачуватимуться);
- дата початку виплати дивідендів;
- дата закінчення виплати дивідендів.

Товариства з обмеженою відповідальністю. На відміну від акціонерних товариств, ТОВ можуть виплачувати дивіденди протягом року. Окрім того, учаснику товариства з обмеженою відповідальністю виплачуються дивіденди, які відповідають частці прибутку, одержаного товариством за період, протягом якого учасник володів корпоративними правами підприємства. Це означає, що на одержання дивідендів претендують не лише власники, які володіють корпоративними правами товариства на момент прийняття рішення про розподіл прибутку, а й ті, котрі належали до числа власників протягом періоду, за який виплачуються дивіденди.

Виплата дивідендів приватними підприємствами. Приватні підприємства не належать до господарських товариств. Кошти, які залишаються в розпорядженні приватного підприємства після сплати всіх податків та зборів, можуть бути виплачені власнику підприємства. До 1 квітня 2000 р. такі виплати оподатковувалися прибутковим податком з фізичних осіб. Були внесені зміни у законодавство, згідно з якими ці підприємства нараховують і сплачують податок на дивіденди в розмірі 30 % нарахованої суми дивідендів.

Особливості перерахування в бюджет дивідендів підприємствами з часткою державної власності в статутному капіталі. Платниками дивідендів є господарські товариства, створені в процесі приватизації та корпоратизації державних підприємств, у статутному капіталі яких є частка державного майна. У разі прийняття рішення про виплату дивідендів такі підприємства повинні надати органу державної податкової служби копію платіжного доручення із зазначенням суми перерахованих до Державного бюджету дивідендів на державну частку у статутному капіталі. Сума дивідендів, яка підлягає перерахуванню в Державний бюджет, визначається як результат від множення маси дивіденду на частку державного майна в статутному капіталі підприємства (в процентах). Якщо величина зазначеної частки змінювалася протягом звітного періоду, для розрахунку суми дивідендів визначається середньоарифметична частка майна, яка перебуває в державній власності.

5.5. ФОРМИ ВИПЛАТИ ДИВІДЕНДІВ

Складовою дивідендної політики підприємства є вибір найприйнятнішої для всіх заінтересованих сторін форми виплати дивідендів. Загалом дивіденди можуть виплачуватися в таких формах:

- грошова;
- негрошова;
- змішана форма;
- приховані дивіденди.

Стандартною **формою** виплати дивідендів є **грошова**. З прийняттям зборами власників рішення про нарахування дивідендів частина власного капіталу перетворюється на позичковий. Заборгованість підприємства його власникам, пов'язана з нарахуванням дивідендів, відображається за статтею «Поточні зобов'язання за розрахунками з учасниками». Виплачуючи дивіденди, підприємство погашає згаданий борг.

На практиці досить часто приймається рішення про виплату дивідендів у **негрошовій формі**: корпоративними правами, іншими фінансовими інструментами, товарами, знижками на товари тощо. Найпоширенішою негрошовою формою є виплата дивідендів у формі додаткових корпоративних прав, зокрема *акцій*.

Специфічною формою виплати дивідендів у негрошовій формі, до якої досить часто вдаються підприємства в економічно розвинутих країнах, є дивіденди у **формі цінних паперів інших емітентів**, які є в інвестиційному портфелі підприємства².

Характерною рисою дивідендної політики багатьох вітчизняних підприємств є те, що дивіденди досить часто виплачуються у **товарній формі**. Її використовують як підприємства, що виробляють товари народного споживання, так і ті, які ці товари отримують за бартерними схемами. Зазвичай дивіденди товарами отримують дрібні акціонери, які не можуть впливати на фінансову політику підприємств. Великі акціонери, які контролюють такі підприємства, формально не отримують ніяких дивідендів або віддають перевагу корпоративним правам. Досить часто реальні власники таких підприємств отримують приховані дивіденди за різного роду схемами ухилення від оподаткування.

До виплати дивідендів товарами чи послугами, виробництвом яких займається підприємство, інколи вдаються і підприємства на Заході. Як правило, це транспортні підприємства, які виплату дивідендів оформляють у вигляді різного роду транспортних

² *Boemle M. Unternehmensfinanzierung. — S. 460.*

пільг. З метою стимулювання збуту продукції деякі підприємства виплачують дивіденди у формі знижок на їх товари, наприклад, широковідомими є так звані «винні бони».

Змішана форма виплати дивідендів передбачає комбінацію різних форм виплати винагороди власникам: частково у вигляді грошових коштів, а частково іншими (негрошовими) засобами. Зборами власників може бути прийняте рішення, згідно з яким частина акціонерів (за їх вибором) одержує дивіденди в грошовій формі, а інша — у формі корпоративних прав. При цьому можуть порушуватися існуючі пропорції участі всіх власників у статутному капіталі. З метою компенсації збитків окремих власників, які виникають у результаті зменшення їх частки, вони можуть бути наділені додатковими дивідендами в грошовій формі. З іншого боку, можуть передбачатися також стимули для заохочення акціонерів до реінвестування прибутку та виплати дивідендів корпоративними правами. Врешті-решт, власники самі повинні вирішувати, яка форма дивідендів є для них вигіднішою з погляду максимізації їх капіталу.

Приховані дивіденди. Керівництво підприємства може маніпулювати розміром чистого прибутку, який засвідчується в звітності і є джерелом виплати дивідендів та основою для прийняття рішення про це на зборах власників. На Заході відповідні маніпуляції здійснюються, як правило, з допомогою інструменту прихованих резервів. Виконавчі органи підприємств за узгодженістю з окремими власниками досить часто вдаються до прихованого розподілу прибутку. Приховані виплати дивідендів здійснюються безпосередньо на користь власників підприємства або на користь так званих пов'язаних, або афільованих, осіб. Ці доходи можуть утворюватися в результаті здійснення таких операцій:

- продаж товарів (робіт, послуг) зазначеним особам за заниженими цінами;
- придбання товарів (робіт, послуг) у таких осіб за завищеними цінами;
- виплата завищених процентів за депозитами, позичками тощо;
- одержання позичок за зниженими процентними ставками;
- оплата фіктивних угод за невиконані послуги, в т. ч. за ноу-хау, консультаційні чи рекламні послуги, інші види нематеріальних активів з подальшим одержанням готівки для виплати винагороди працівникам та власникам;
- оплата закордонних відряджень тощо.

Приховування керівництвом підприємства реального чистого прибутку на свою користь або на користь окремих власників є суттєвою проблемою в галузі дивідендної політики, яка загострює принципал-агент-конфлікт. Причини прихованого розподілу прибутку криються здебільшого в недоліках податкового законодавства та законодавства про господарські товариства.

5.6. ІНСТРУМЕНТИ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ

У процесі реалізації обраного типу дивідендної політики підприємства вдаються до специфічних прийомів. Такими прийомами є:

- збільшення статутного капіталу та виплата дивідендів акціями;
- подрібнення акцій;
- викуп акціонерним товариством акцій власної емісії (або зменшення номіналу);
- формування резервів виплати дивідендів.

Важливим інструментом дивідендної політики є **збільшення статутного капіталу підприємства** без залучення додаткових внесків власників. У такому разі відповідна частина прибутку підприємства трансформується у статутний капітал. Причому до статутного капіталу може спрямовуватися як прибуток звітного року, так і залишок нерозподіленого прибутку минулих років. Вдаючись до цього прийому, підприємства можуть досягти двох цілей:

- 1) забезпечити певний рівень самофінансування, оскільки прибуток залишається на підприємстві;
- 2) збільшити базу для нарахування дивідендів.

Збільшення статутного капіталу супроводжується, як правило, виплатою дивідендів акціями, які емітуються за номінальною вартістю, тобто без ажіо. Виплата дивідендів акціями здійснюється відповідно до частки участі кожного з власників у статутному капіталі. Зазвичай така виплата не змінює пропорцій участі всіх акціонерів (власників) у статутному капіталі підприємства-емітента. Акціонери, які бажають отримати грошові кошти, можуть реалізувати безоплатно отримані акції (*Gratisaktien*) на ринку. До цієї форми виплати дивідендів вдаються підприємства, які динамічно розвиваються і мають постійну потребу в капіталі. При емісії цих акцій необхідно стежити, щоб така операція суттєво не вплинула на «розмивання» статутного капіталу та на ри-

нковий курс корпоративних прав. Після збільшення статутного капіталу можна підвищити абсолютну суму дивідендів за стабільної ставки їх нарахування.

Якщо збільшення статутного капіталу відбувається в рамках реалізації певного типу дивідендної політики, то курс емісії, як правило, встановлюється на рівні номіналу або дещо перевищує його. Курс емісії повинен бути встановлений таким чином, щоб це дало змогу забезпечити стабільний розмір дивідендів після збільшення номінального капіталу.

Досить відомим інструментом дивідендної політики, до якого вдаються підприємства європейських країн та США, є **подрібнення акцій та викуп акціонерним товариством акцій власної емісії**. Механізм подрібнення акцій у рамках дивідендної політики застосовується за високого ринкового курсу акцій та високого рівня капіталізації. За рішенням загальних зборів акціонерів АТ може бути проведене подрібнення акцій (спліт): кожна з випущених товариством акцій замінюється на кілька акцій меншого номіналу. Величина статутного капіталу при цьому не змінюється. Однак, як і у випадку зі збільшенням статутного капіталу, досягається зменшення ринкової ціни акції. Провівши подрібнення акцій, наприклад у співвідношенні 1 : 3, емітент може викупити у власника певну кількість акцій та анулювати їх, досягнувши при цьому зменшення загальної номінальної вартості акцій, які є в обігу, з одночасним зростанням їх ринкової ціни. Грошові компенсації за викуп акцій можна трактувати як дивідендні платежі, що до того ж не підлягатимуть оподаткуванню.

Приклад 5.1

Загальні збори акціонерного товариства на пропозицію правління прийняли рішення про подрібнення акцій у співвідношенні 1 : 5 та зменшення розміру статутного капіталу з 20 млн грн до 16 млн грн шляхом викупу та анулювання акцій. Номінальна вартість акцій до їх подрібнення становила 50 грн, ринкова — 100 грн.

Визначимо дивіденди, які отримають акціонери в результаті здійснення цих операцій, та ринковий курс акцій. Внаслідок подрібнення одна акція номіналом у 50 грн конвертується у 5 акцій номіналом 10 грн та ринковою вартістю 20 грн. Для зменшення статутного капіталу з 20 до 16 млн грн, необхідно здійснити викуп кожної п'ятої акції, тобто співвідношення, з яким здійснюватиметься викуп та анулювання акцій, становитиме 5 : 1. З 2 000 000 акцій номіналом 10 грн в обігу залишиться 1 600 000 акцій. Таким чином, акціонер, який спочатку володів однією акцією номіналом 50 грн, отримує компенсацію в 10 грн. Після анулювання кожної п'ятої акції ринковий курс акцій, що залишилися в

обігу, підвищиться і сумарно складе ту саму величину, що й до зменшення статутного капіталу.

У табл. 5.1 наведено приклад оголошення про подрібнення та викуп акцій товариства за наведеними вище параметрами.

Як правило, на подрібнення акцій ринок реагує позитивно, оскільки до такого роду операцій вдаються великі, динамічні підприємства. Однак значним недоліком виплати дивідендів акціями та подрібнення акцій є значні накладні витрати, зокрема пов'язані з емісією акцій, їх вилученням, внесенням змін у статут тощо. Дослідженням проблематики подрібнення акцій і виплати дивідендів акціями займався провідний американський економіст *Т. Копеланд*. В його висновках увага акцентується на необхідності урахування при прийнятті рішень щодо здійснення згаданих операцій чинника транзакційних витрат, які виникають під час подрібнення чи виплати дивідендів акціями.

Таблиця 5.1

ОГОЛОШЕННЯ ПРО ДРОБЛЕННЯ ТА ВИКУП АКЦІЙ АТ «Х»

Операції та умови	Характеристика
1. Рішення загальних зборів акціонерів	Загальні збори акціонерів АТ «Х», які відбулися 30 квітня 200 р., на пропозицію правління прийняли рішення про дроблення простих акцій товариства у співвідношенні 1 : 5 з подальшим зменшенням статутного капіталу з 20 млн. грн до 16 млн. грн шляхом викупу та анулювання акцій
2. Подрібнення акцій	У результаті подрібнення змінюється загальна кількість акцій, що перебувають в обігу, розмір статутного капіталу підприємства залишається незмінним. Кожна акція номінальною вартістю 50 грн обмінюється на 5 акцій номінальною вартістю 10 грн: 400 000 акцій номіналом 50 грн обмінюється на 2 000 000 акцій нової емісії номіналом у 10 грн. Строк обміну — 1 місяць з моменту повідомлення про це акціонерів
3. Викуп та анулювання акцій	Для зменшення статутного капіталу підприємство здійснює викуп кожної п'ятої акції нової емісії за номінальною вартістю (10 грн). Кількість акцій, які перебувають в обігу, зменшується з 2 000 000 шт. до 1 600 000 шт. Викуплені товариством акції підлягають анулюванню протягом 1 року
4. Оподаткування	Суми, отримані акціонерами в результаті продажу

	ними акцій емітенту за номінальною вартістю, не підлягають оподаткуванню
5. Загальна інформація	Дата, місце обміну, адреса емітента, фінансового посередника тощо

Резерв дивідендів. Підприємства здебільшого прагнуть забезпечити стабільний рівень дивідендних виплат, що позитивно впливає на стабілізацію курсу їх корпоративних прав. З цією метою в роки з високим обсягом чистого прибутку останній повністю не розподіляється, а спрямовується на формування резервів, у т. ч. прихованих. У роки з недостатнім рівнем прибутковості підприємство може спрямовувати на виплату дивідендів частину раніше сформованих резервів. Зазначені резерви також використовуються для забезпечення дивідендних виплат за привілейованими акціями.

5.7. МЕТОДИ НАРАХУВАННЯ ДИВІДЕНДІВ

Враховуючи фактори впливу на дивідендну політику і теоретичні концепції у цій галузі, в практиці використовуються такі основні підходи (методи) нарахування та виплати дивідендів:

- залишковий метод і стратегія припинення дивідендних виплат;
- метод стабільних дивідендів;
- метод гнучкої дивідендної політики;
- метод стійкого приросту дивідендів;
- метод стабільної та бонусної частини.

Загальний огляд методів нарахування дивідендів, їх переваги та недоліки наведено у табл. 5.2.

Таблиця 5.2

МЕТОДИ НАРАХУВАННЯ ДИВІДЕНДІВ

Методи	Переваги	Недоліки
1. Залишковий метод, припинення дивідендних виплат	<ul style="list-style-type: none"> • забезпечення високих темпів росту підприємства • платоспроможність • фінансова незалежність 	<ul style="list-style-type: none"> • нестабільність дивідендів • відтік дрібних інвесторів

Методи	Переваги	Недоліки
2. Метод стабільних дивідендів	<ul style="list-style-type: none"> • збільшення довіри до підприємства • стабілізація котировок акцій 	<ul style="list-style-type: none"> • слабкий зв'язок з фінансовими результатами • мінімізація самофінасування
3. Метод гнучкої дивідендної політики	<ul style="list-style-type: none"> • зв'язок з фінансовими результатами 	<ul style="list-style-type: none"> • нестабільність розмірів дивідендів
4. Метод стійкого приросту дивідендів	<ul style="list-style-type: none"> • забезпечення зростання ринкового курсу акцій • привабливість для інвесторів при додатковій емісії 	<ul style="list-style-type: none"> • відсутність гнучкості • постійне зростання фінансової напруги
5. Метод стабільної та бонусної частин	<ul style="list-style-type: none"> • регулярність виплати мінімальної частини • залежність від фінансових результатів 	<ul style="list-style-type: none"> • нестабільність розмірів дивідендів

Залишковий метод. Метод ґрунтується на теоретичних висновках *М. Міллера* та *Ф. Модільяні*, згідно з яким за джерела фінансування підприємства насамперед слід використовувати його прибуток. На дивіденди повинна спрямовуватися частина чистого прибутку, що залишилася у підприємства після здійснення всіх необхідних реінвестицій. До переваг методу належать забезпечення високих темпів розвитку підприємства. Головним недоліком є нестабільність дивідендів та відтік у інвесторів, орієнтованих на споживання, зокрема дрібних інвесторів. У рамках цього методу використовують і так звану стратегію припинення дивідендних виплат. При цьому широко застосовується негрошова форма виплати дивідендів (*Gratisaktien*).

Метод стабільних дивідендів. Зміст методу зводиться до того, що ставка дивідендів та їх абсолютна сума на одну акцію тривалий час залишаються незмінними або коливаються в незначних, заздалегідь визначених межах. Сума дивідендів при цьому не прив'язується до фактичних фінансових результатів за звітний період. Доцільність такого підходу обґрунтовується тим, що стабільні дивіденди відповідають інтересам стратегічних інвесторів, які вкладають кошти в корпоративні права підприємства на тривалий період, і навпаки, обмежують арбітражні можливості біржових спекулянтів, оскільки курс корпоративних прав за такої дивідендної політики матиме тенденцію до стабілізації або навіть поступового зростання. Для уникнення порушення фінансової рівноваги за використання цього методу підприємство повинне створювати резерв виплати дивідендів, який слід поповнювати у

роки з високою прибутковістю і використовувати, коли фінансові результати є недостатніми.

Метод гнучкої дивідендної політики. На противагу до попереднього цей метод ґрунтується на принципі залежності розміру дивідендів від фінансових результатів у періоді, за який виплачуються дивіденди. Метод побудований на тезі про те, що, на відміну від облігацій, корпоративні права є ризиковими вкладеннями і тому винагородою за ризик повинен бути відповідний дохід, який коливається залежно від рівня прибутковості підприємства. Використання цього методу не означає, що величина дивідендів буде дзеркальним відображенням фінансових результатів суб'єкта господарювання. Обсяг сплачуваних дивідендів можна регулювати також шляхом зміни співвідношення розподіленого та нерозподіленого прибутку. В цілому метод є ефективним для підприємств зі стабільними доходами.

Метод стійкого приросту дивідендів. Метод ґрунтується на моделі виплати дивідендів М. Гордона і передбачає стабільне їх зростання, як правило, в твердо встановленому проценті приросту до розміру дивідендів у попередні роки. Аналогічно до методу стабільних дивідендів за цього методу обсяг дивідендів не залежить від прибутків підприємства у відповідному періоді. До переваг методу можна віднести відносно зростання ринкової вартості корпоративних прав, а отже, сприятливі можливості залучення коштів при додатковій емісії. Недоліком такої політики є відсутність гнучкості. Якщо використання методу не підкріплене відповідними фінансовими результатами та достатніми резервами, то це може призвести до порушення фінансової рівноваги та втрати підприємством ліквідності.

Метод стабільної та бонусної частин. Використовуючи цей метод, підприємство регулярно виплачує стабільні невисокі дивіденди плюс додаткові бонуси за наявності високих прибутків чи у разі святкування знаменних подій, ювілейних дат тощо. Така політика є ефективнішою, ніж у разі виплати стабільно високих дивідендів та їх зниження за незадовільних фінансових результатів.

5.8. ОПОДАТКУВАННЯ ДИВІДЕНДІВ

Обрана підприємством дивідендна політика має узгоджуватися з податковим законодавством. Основні питання, які повинні

з'ясувати фінансові служби в контексті виплати дивідендів та оподаткування, стосуються порядку оподаткування нерозподіленого прибутку (на рівні підприємства), розподіленого прибутку (на рівні одержувачів дивідендів) та нараховань на дивіденди.

Згідно із законодавством України підприємство, яке виплачує дивіденди своїм акціонерам (власникам), нараховує та утримує податок на дивіденди в розмірі 30 % нарахованої суми виплат за рахунок таких виплат, незалежно від того, чи є емітент платником податку на прибуток. Отже, ставка оподаткування розподіленого прибутку (як і нерозподіленого) становить 30 %, безпосереднім платником податку на дивіденди є суб'єкт підприємницької діяльності — емітент корпоративних прав; об'єкт оподаткування — сума дивідендів; строк сплати — до/або одночасно з виплатою дивідендів.

Важливим є те, що емітент корпоративних прав зменшує суму нарахованого податку на прибуток на суму внесеного до бюджету податку на дивіденди. Якщо сума сплаченого податку на дивіденди перевищує суму податкових зобов'язань підприємства-емітента за податком на прибуток звітного періоду, різниця переноситься на зменшення зобов'язань за податком на прибуток такого підприємства у майбутніх податкових періодах.

За прийняття рішення про спрямування чистого прибутку на збільшення статутного капіталу та виплату дивідендів у формі корпоративних прав (акцій, часток, паїв), податок на дивіденди не застосовується за умови, що така виплата жодним чином не змінює пропорцій участі власників у статутному капіталі підприємства-емітента. При цьому слід враховувати, що держава у будь-якому разі отримує всю суму податку. В останньому випадку не сплачується податок на дивіденди, однак на всю суму оподаткованого прибутку нараховується податок на прибуток.

Якщо одержувачем дивідендів є **юридична особа**, то цей вид доходів не включається до складу валового доходу такого підприємства для цілей оподаткування за умови, що з дивідендів утримано податок на рівні емітента корпоративних прав. Аналогічний порядок встановлений для одержувачів дивідендів — **фізичних осіб**: до сукупного оподаткованого доходу, одержаного громадянами, не включаються суми дивідендів, що були оподатковані під час їх виплати.

Дивіденди, що виплачуються в грошовій формі або у формі цінних паперів (корпоративних прав), не оподатковуються також податком на додану вартість.

На суми виплачених дивідендів не нараховуються збори на: обов'язкове пенсійне страхування; обов'язкове соціальне страхування (в т. ч. на випадок безробіття) тощо, оскільки дивіденди не є платежем у рамках оплати праці.

5.8.1. Оподаткування дивідендів, які отримують нерезиденти

Порядок, за яким емітент корпоративних прав здійснює виплати дивідендів нерезиденту пропорційно його частці в статутному капіталі, має свої особливості. На нерезидентів не поширюються положення Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» щодо оподаткування дивідендів. Ставку податку на доходи нерезидентів, отримані у вигляді дивідендів, встановлено в розмірі 15 %. Такий порядок поширюється на юридичних осіб і суб'єктів господарської діяльності, що не мають статусу юридичної особи з місцезнаходженням за межами України, які створені та здійснюють свою діяльність відповідно до законодавства іншої держави.

Загальними принципами міжнародного права та внутрішнім законодавством України передбачено, що у разі, коли нормами міжнародних договорів встановлено інші правила, ніж ті, що містяться в національному законодавстві, застосовуються правила міжнародних договорів. Розглянемо *положення окремих міжнародних договорів про уникнення подвійного оподаткування, які стосуються оподаткування дивідендів.*

Так, згідно з Угодою про уникнення подвійного оподаткування з **Російською Федерацією** податок на дивіденди не повинен перевищувати 5 % загальної суми дивідендів, якщо резидент другої Договірної Держави (Росії) зробив внесок до його акціонерного капіталу (статутного фонду) в розмірі не менше ніж 50 тис. дол. США або еквівалентній сумі в національних валютах договірних держав, та 15 % від загальної суми дивідендів у всіх інших випадках.

У конвенціях з **Естонською Республікою, Латвійською Республікою та Литовською Республікою** міститься положення про те, що податок не повинен перевищувати 5 % загальної суми дивідендів, якщо право на дивіденди фактично має компанія (на відміну від товариства) і вона є власником принаймні 25 % капіталу компанії, яка виплачує дивіденди. В усіх інших випадках застосовується ставка 15 %. Така сама норма міститься і в догово-

рах з Польщею, Болгарією, Угорщиною, Македонією, Норвегією і Данією.

Згідно з Конвенцією між Урядом України і Урядом Сполученого Королівства Великобританії та Північної Ірландії про усунення подвійного оподаткування та запобігання податковим ухиленням стосовно податків на дохід і приріст вартості майна передбачено, що у разі, коли право на дивіденди має компанія, яка контролює, прямо або опосередковано, принаймні 20 % капіталу з правом голосу компанії, що виплачує дивіденди, Сполучене Королівство, або принаймні 20 % статутного капіталу (Україна), податок не повинен перевищувати 5 % від загальної суми дивідендів, а в усіх інших випадках — 10 %. Таке саме положення є і в договорі з Китайською Народною Республікою.

Відповідно до Угоди між Україною і Федеративною Республікою Німеччини про уникнення подвійного оподаткування стосовно податків на дохід і майно дивіденди, що сплачуються компанією, яка є резидентом однієї держави, резиденту другої, можуть оподатковуватись у цій другій державі. Такі дивіденди можуть також оподатковуватись у країні, резидентом якої є компанія, що сплачує дивіденди. Якщо одержувач фактично має право на дивіденди, податок, що стягується таким чином, не повинен перевищувати:

а) 5 % валової суми дивідендів, якщо право на дивіденди фактично має компанія (на відміну від товариства), і ця компанія є власником принаймні 20 % капіталу компанії, яка сплачує дивіденди;

б) 10 % валової суми дивідендів в усіх інших випадках.

Зазначений порядок не стосується оподаткування компанії щодо прибутку, з якого виплачуються дивіденди.

У Протоколі, що підписаний разом з Угодою і є її складовою, міститься положення, за яким *оподаткування дивідендів може здійснюватись за національним законодавством* країни, резидентом якої є компанія, що виплачує дивіденди, якщо ці дивіденди отримують за права на участь у прибутку *за умови, що вони віднімаються при визначенні прибутку боржника з того доходу.*

Конвенція між Україною і Канадою про уникнення подвійного оподаткування та попередження ухилень від сплати податків стосовно доходів і майна визначає, що податок, який справляється з доходів у вигляді дивідендів, не повинен перевищувати 5 % від загальної суми дивідендів, якщо право на ці дивіденди фактично має компанія, яка контролює, прямо або опосередковано, принаймні 20 % статутного капіталу компанії, що виплачує диві-

денди (Україна). В усіх інших випадках має застосовуватись ставка в розмірі 15 %.

Ставки податку, що справляється з дивідендів відповідно до Конвенції між Україною і **Королівством Нідерланди** про уникнення подвійного оподаткування та попередження податкових ухилень стосовно податків на доходи і майно, коливаються в межах від 0 до 15 %. Дивіденди звільняються від оподаткування у випадках:

- коли компанія, яка володіє прямо щонайменше 50 % капіталу компанії, що виплачує дивіденди, і при цьому було внесено до капіталу цієї компанії інвестицію в розмірі щонайменше 300 тис. дол. США або їх еквівалент у національній валюті;

- коли компанія, яка отримує дивіденди, внесла інвестицію до капіталу компанії, яка виплачує дивіденди, і ця інвестиція (якщо дивіденди сплачуються нідерландській компанії) гарантована або застрахована Урядом Нідерландів, центральним банком Нідерландів або будь-яким агентством чи органом, включаючи фінансовий інститут, що є власністю або контролюється Урядом Нідерландів;

- 5 % застосовуються у разі, коли фактичним власником дивідендів є компанія, що володіє щонайменше 20 % капіталу компанії, яка виплачує дивіденди. В усіх інших випадках застосовується ставка 15 %.

Згідно з положеннями про оподаткування дивідендів відповідною Конвенцією між Урядом України і Урядом **Французької Республіки** передбачено, що дивіденди, які сплачуються компанією, що є резидентом однієї країни, резиденту другої, можуть оподатковуватись в останній. Такі дивіденди можуть також оподатковуватись у країні, резидентом якої є компанія, що сплачує дивіденди, і відповідно до законодавства цієї країни, але податок, що стягується таким чином, не повинен перевищувати:

а) 5 % валової суми дивідендів, якщо право на дивіденди фактично має компанія, яка володіє прямо або принаймні опосередковано:

- 20 % капіталу компанії, яка сплачує дивіденди, у разі, якщо компанія є резидентом України;

- 10 % капіталу компанії, яка сплачує дивіденди, у разі, якщо компанія є резидентом Франції;

б) 15 % валової суми дивідендів в інших випадках.

Окрім цього, дивіденди, що сплачуються компанією, яка є резидентом договірної держави, підлягають оподаткуванню тільки в другій державі, якщо такими дивідендами фактично воло-

діє одна або кілька компаній, які є резидентами цієї другої держави і якщо:

а) ця або ці компанії разом володіють прямо або опосередковано принаймні 50 % капіталу компанії, що сплачує дивіденди, і загальна сума їх інвестицій у цю компанію становить не менше 5 млн фр. франків або їх еквівалента в українській валюті; або

б) їх інвестиція у компанію, що сплачує дивіденди, гарантується або страхується другою державою, її центральним банком або будь-якою особою, що діє від імені цієї держави.

Податок з дивідендів за ставкою 15 % від валової суми дивідендів передбачає Угода між Урядом України і Урядом Італії про уникнення подвійного оподаткування доходів. Такі самі правила містять у собі договори з Індією, Японією та Малайзією.

Конвенція між СРСР і США з питань оподаткування, яка діє і стосовно України, надає повне право Україні оподатковувати дивіденди, які отримують американські резиденти за своїм національним законодавством.

Окрім згаданих, Україною укладено відповідні договори й з іншими державами. У разі, якщо резидент України серед своїх власників має нерезидентів, то при прийнятті рішень щодо порядку виплати дивідендів слід ознайомитися з відповідними угодами тієї країни, резидентом якої є власник корпоративних прав вітчизняного підприємства.

Як видно з розглянутих умов договорів про уникнення подвійного оподаткування, ними встановлено максимальні ставки оподаткування доходів нерезидентів у вигляді дивідендів. Окрім цього, майже всі відповідні договори містять застереження, що у разі, коли нерезидент здійснює свою господарську діяльність в Україні через постійне представництво або надає незалежні послуги через постійну базу й отримує дивіденди, які йому виплачує компанія — резидент України через такі постійне представництво або постійну базу, то пільгові ставки не застосовуються.

5.9. ЕФЕКТИВНІСТЬ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ

Ефективність дивідендної політики оцінити надзвичайно складно. Очевидно, ефективною буде така політика, за якої забезпечується мінімізація принципал-агент-конфлікту між окремими власниками, власниками, кредиторами та менеджментом підприємства. Зрозуміло, що уникнути таких конфліктів можна

за максимізації доходів власників (*Shareholder Value*) за відсутності обмежень з боку кредиторів. Як уже зазначалося, ці доходи можуть бути у формі підвищення курсової вартості та (або) дивідендів. Висновки щодо ефективності дивідендної політики можна зробити на основі аналізу показників прибутковості корпоративних прав, від значення яких залежать обидві складові доходів власників. До таких показників можна віднести:

1. Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію: розраховується діленням суми чистого прибутку, який належить власникам простих акцій, на кількість простих акцій.

2. Дивіденди на одну просту акцію: розраховується діленням суми оголошених дивідендів на кількість простих акцій, за якими сплачуються дивіденди.

3. Коефіцієнт цінності акцій: розраховується діленням ринкової ціни однієї акції на дивіденд на одну просту акцію.

4. Рентабельність акції — виражений у процентах показник, який є обернено пропорційним до коефіцієнта цінності акцій.

5. Коефіцієнт дивідендних виплат: відношення маси дивіденду до суми чистого прибутку.

6. Відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію (*price earnings ratio, PER*): характеризує взаємозв'язок між чистим прибутком підприємства та курсом його акцій і показує, скільки річних прибутків на одну акцію потрібно, щоб окупилися кошти, вкладені в акцію.

7. Відношення ринкового курсу акцій до показника *Cash-flow* на одну акцію: характеризує взаємозв'язки між ринковим курсом і чистим грошовим потоком підприємства.

В інформації про фінансово-господарську діяльність АТ, що публікується емітентом у друкованих виданнях, наводяться окремі показники, які характеризують ефективність дивідендної політики, зокрема:

- частка чистого прибутку, спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис. грн);
- чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн);
- дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн).

За певних обставин ефективною буде така дивідендна політика, за якої забезпечується зростання ринкової ціни корпоративних прав. У традиційному розумінні рішення власників щодо дивідендів чи реінвестування прибутку залежить від очікуваної рентабельності власного капіталу підприємства (P_v) та від ставки зовнішніх доходів (p) за альтернативних вкладень відповідного обсягу капіталу на ринку. Якщо на ринку є мож-

ливість вкласти капітал з вищою нормою дохідності, ніж у підприємство-емітент (за однакового рівня ризику), то доцільно приймати рішення щодо виплати дивідендів. Якщо ж навпаки, то найраціональнішою буде тезаврація прибутку. Отже, доти, доки $R_v > p$, з погляду прибутковості власникам доцільно реінвестувати весь чистий прибуток. У такому разі ринковий курс акцій зростатиме. Згідно з класичним підходом алгоритм розрахунку ринкового курсу корпоративних прав має такий вигляд:

$$KA = \frac{D + (P - D) \cdot R_v / p}{p}, \quad (5.1)$$

де KA — ринковий курс корпоративних прав (акцій); P — чистий прибуток на одну акцію; D — дивіденди на одну акцію.

Розглянемо умовний приклад. Нехай чистий прибуток підприємства, що припадає на одну акцію, становить 10 грн, а відношення рентабельності власного капіталу до рентабельності вкладень в альтернативні інвестиції дорівнює $0,2 : 0,15$ ($R_v > p$). Підставивши відповідні значення у вищенаведену формулу, отримаємо: за умови, що весь чистий прибуток підприємства буде спрямований на реінвестиції — курс акцій 88,8 грн; якщо весь прибуток розподілити між акціонерами, то ринковий курс акцій становитиме 75,5 грн. Отже, з погляду потенційної прибутковості за зазначених параметрів акціонерам вигідніше буде реінвестувати прибуток, тобто або відмовитися від дивідендів взагалі, або прийняти рішення щодо виплати дивідендів корпоративними правами.

Навпаки, якщо $R_v < p$, то для власників вигідним буде розподіл прибутку. Наприклад, якщо рентабельність зовнішніх вкладень становитиме 0,2, а внутрішніх 0,15, то за реінвестування прибутку курс акцій дорівнюватиме 37,5 грн. Якщо ж виплачуються дивіденди, то курс досягне 50 грн. У разі рівності між R_v та p , наприклад $R_v = p = 0,2$, за будь-якого порядку використання прибутку ринковий курс буде незмінним і становитиме 50 грн. Отже, вигіднішою для власників буде виплата дивідендів.

Оцінюючи ефективність дивідендної політики, необхідно враховувати, що класична формула (курс акцій прямо пропорційний дивіденду й обернено пропорційний процентній ставці за альтернативними вкладеннями) застосовується на практиці далеко не в усіх випадках.

ТЕСТИ І ЗАДАЧІ

Тесту

Тест 1. До основних завдань, які слід вирішити в ході формування та реалізації дивідендної політики, слід віднести такі:

- 1)
- 2)
- 3)
- 4)
- 5)

Тест 2. Відповідно до концепції про нейтральність дивідендної політики...

1) найраціональнішою є фінансова політика, в рамках якої відбувається відмова від виплати дивідендів;

2) факт виплати дивідендів впливає на вартість корпоративних прав;

3) між сумою сплачуваних дивідендів та ринковим курсом акцій не існує зв'язку;

4) рішення у сфері виплати дивідендів слід приймати, враховуючи критерій мінімізації податків;

5) слід реалізувати стратегію стабільних дивідендів.

Тест 3. Обмеження в галузі виплати дивідендів можуть застосовуватися в таких випадках:

1) за наявності заборгованості власників (учасників) за внесками до статутного капіталу;

2) за наявності на момент виплати дивідендів підстав щодо порушення справи про банкрутство підприємства чи виникнення таких підстав у результаті виплати дивідендів;

3) у разі прийняття рішення про зменшення статутного капіталу;

4) у разі прийняття рішення про збільшення статутного капіталу;

5) відсутність відповідних фінансових джерел виплати дивідендів.

Тест 4. Дивіденди можуть виплачуватися в таких формах:

- 1)
- 2)
- 3)
- 4)

Тест 5. До основних показників, які характеризують ефективність дивідендної політики підприємства, належать:

1) коефіцієнт цінності акцій;

2) сума додаткового капіталу;

3) коефіцієнт дивідендних виплат;

- 4) структура капіталу підприємства;
- 5) показник платоспроможності.

Тест 6. До основних факторів, які впливають на рівень оподаткування дивідендів, належать:

- 1) маса дивіденда;
- 2) форма дивідендних виплат;
- 3) ставка внесків у Пенсійний фонд;
- 4) статус одержувача дивідендів: фізична чи юридична особа;
- 5) величина сплаченого податку на прибуток.

Задачі

Задача 1

Визначити чисту суму дивідендів, яку одержить акціонер, що володіє пакетом акцій у 10 % статутного капіталу акціонерного товариства, за наявності таких даних:

1. Статутний капітал АТ — 100 тис. грн (5000 акцій номінальною вартістю 20 грн).
2. Власний капітал АТ — 250 тис. грн.
3. Податок на прибуток підприємства — 30 тис. грн.
4. Маса дивіденда — 50 тис. грн.

Задача 2

Загальні збори акціонерного товариства на пропозицію правління прийняли рішення про подрібнення акцій у співвідношенні 1 : 5 та зменшення розміру статутного капіталу з 15 млн грн до 12 млн грн шляхом викуп та анулювання акцій. Номінальна вартість акцій до їх подрібнення становить 15 грн, ринкова — 30 грн. Визначити дивіденди на одну акцію, які отримають акціонери в результаті здійснення згаданих операцій та кінцевий ринковий курс акцій.

Задача 3

Громадянин України — акціонер АТ — резидента України має постійне місце проживання в США. Які податки слід сплатити при виплаті дивідендів такому акціонерові?

Розділ 6

ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ ЗА РАХУНОК ПОЗИЧКОВОГО КАПІТАЛУ

Позичковий капітал підприємства, його ознаки та складові. Фінансові кредити. Довгострокові та короткострокові банківські кредити. Кредити в іноземній валюті від резидентів і нерезидентів.

Практична робота із залучення банківських кредитів. Умови та порядок одержання суб'єктами господарювання банківських кредитів. Кредитоспроможність підприємства. Якісні та кількісні критерії кредитоспроможності.

Кредитне забезпечення. Застава як спосіб кредитного забезпечення. Види застави: рухоме майно, іпотека, застава майнових прав, кредити під заставу векселів та інших цінних паперів. Гарантії та поручительства.

Облігації підприємств. Види облігацій та їх параметри. Порядок емісії облігацій. Погашення облігацій підприємств. Облігації з нульовим купоном (Zerobond). Конвертовані облігації. Варанти та їх роль у залученні підприємством позичкового капіталу.

Комерційні кредити: значення та різновиди. Оцінка вартості капіталу, залученого на основі комерційного кредитування.

Факторинг як специфічний кредитний субститут.

6.1. ПОЗИЧКОВИЙ КАПІТАЛ ПІДПРИЄМСТВА, ЙОГО ОЗНАКИ ТА СКЛАДОВІ

Залежно від типу фінансових відносин, які виникають між капіталодавцями і підприємством-об'єктом фінансування, вони можуть стати співвласниками або кредиторами суб'єкта господарювання. Порядок здійснення внесків на формування власного капіталу охарактеризований у попередніх розділах. Якщо між капіталодавцем і підприємством виникають відносини позички, то це означає, що фінансування відбувається за рахунок позичкового капіталу: капіталодавець набуває статусу кредитора.

Кредитор — юридична та (або) фізична особа, яка має підтверджені належними документами грошові вимоги до боржника, в тому числі вимоги з виплати заробітної плати, зі сплати податків, інших обов'язкових платежів тощо.

Як уже зазначалося, позичковий капітал підприємства може формуватися за рахунок зовнішніх та внутрішніх джерел (див. розд. 4). У цьому розділі ми зупинимося на висвітленні питань,

пов'язаних з формуванням позичкового капіталу із зовнішніх джерел. У балансі позичковий капітал підприємства відображається у складі зобов'язань за умови, що оцінка цих зобов'язань може бути достовірно визначена та існує ймовірність зменшення економічних вигід у майбутньому внаслідок їх погашення. Найважливіші параметри позичкового капіталу підприємства наведені в табл. 6.1.

Таблиця 6.1

ХАРАКТЕРИСТИКА ПОЗИЧКОВОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Параметри	Класифікація
Строковість	<ul style="list-style-type: none"> • короткостроковий позичковий капітал (до 12 місяців) • довгостроковий позичковий капітал (понад рік)
Капіталодавець	<ul style="list-style-type: none"> • банки та інші фінансово-кредитні інститути • постачальники та клієнти • власники • персонал • держава
Умови одержання	<ul style="list-style-type: none"> • згідно з кредитним чи іншим договором • за відсутності договору
Цілі використання	<ul style="list-style-type: none"> • здійснення інвестицій • поповнення оборотних активів
Форми залучення	<ul style="list-style-type: none"> • грошові кошти: <ul style="list-style-type: none"> — національна валюта; — іноземна валюта; — валютний фіксинг • товарна форма
Забезпечення	<ul style="list-style-type: none"> • забезпечені заставою (майном, майновими правами, цінними паперами) • гарантовані (банками, фінансами чи майном третьої особи) • з іншим забезпеченням (поручительство, свідоцтво страхової організації) • незабезпечені
Плата за користування капіталом	<ul style="list-style-type: none"> • виплата процентів: <ul style="list-style-type: none"> — фіксована процентна ставка; — плаваюча процентна ставка • без процентів
Порядок погашення	<ul style="list-style-type: none"> • одноразовий платіж • багаторазові платежі • з регресією платежів

Залежно від строків виконання зобов'язань вітчизняними стандартами бухгалтерського обліку позичковий капітал поділяється на довгостроковий і поточний.

Згідно з П(С)БО 2 під **довгост роковими зобов'язаннями** слід розуміти зобов'язання, що будуть погашені протягом року, який перевищує 12 календарних місяців, або протягом року, що перевищує операційний цикл, якщо він більший 12 календарних місяців.

Довгострокові зобов'язання і відповідно довгостроковий позичковий капітал підприємства можна класифікувати за такими видами:

- позички банків та інші позички, термін погашення яких перевищує 12 календарних місяців;
- довгострокові зобов'язання за емітованими облігаціями;
- відстрочені податкові зобов'язання;
- довгострокові векселі видані;
- довгострокові зобов'язання з фінансової оренди та оренди цілісних майнових комплексів;
- інші довгострокові зобов'язання, зокрема відповідно до законодавства відстрочена заборгованість з податків (інших обов'язкових платежів), фінансова допомога на зворотній основі тощо.

Під **пот очними (корот кост роковими) зобов'язаннями** необхідно розуміти зобов'язання, що будуть погашені протягом операційного циклу або повинні бути погашені протягом 12 місяців з дати складання балансу. Поточний позичковий капітал може формуватися за рахунок таких видів зобов'язань:

- короткострокові кредити банків;
- поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями (частина довгострокової заборгованості, яку необхідно погасити протягом одного року з дати складання балансу);
- векселі видані (сума заборгованості за виданими векселями в забезпечення поставок (робіт, послуг) від постачальників, підрядників та інших кредиторів, термін погашення якої не перевищує 12 календарних місяців);
- кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги (сума заборгованості постачальникам і підрядникам за отримані матеріальні цінності, виконані роботи та отримані послуги, крім заборгованості, що забезпечена векселями);
- поточні зобов'язання за розрахунками з одержаних авансів (сума внесків, одержаних від інших осіб у рахунок наступних по-

ставок продукції, виконання робіт (послуг), а також суми попередньої оплати покупцями і замовниками рахунків постачальника);

- поточні зобов'язання за розрахунками з бюджетом (заборгованість підприємства за всіма видами платежів до бюджету, включаючи податки з працівників підприємства, а також зобов'язання за фінансовими санкціями, що справляються у дохід бюджету);

- поточні зобов'язання за розрахунками зі страхування (заборгованість по зборах на обов'язкове державне пенсійне страхування, обов'язкове соціальне страхування, обов'язкове соціальне страхування на випадок безробіття, розрахунках за індивідуальним страхуванням персоналу підприємства, за страхуванням майна та по інших розрахунках за страхуванням);

- поточні зобов'язання за розрахунками з оплати праці (заборгованість по нарахованій, але не виплаченій оплаті праці, преміях, допомогах тощо);

- поточні зобов'язання за розрахунками з учасниками (заборгованість підприємства його учасникам (власникам), пов'язана з розподілом прибутку (дивідендів) та іншими виплатами, нарахованими засновникам та учасникам за користування майном, зокрема земельним і майновим паями, а також виплатами у зв'язку з одержанням належної вибулому учаснику частини активів підприємства);

- поточні зобов'язання із внутрішніх розрахунків (заборгованість підприємства пов'язаним сторонам і кредиторська заборгованість по внутрішньовідомчих розрахунках);

- інші поточні зобов'язання (суми зобов'язань, які не можуть бути включені до інших статей, зокрема заборгованість за нарахованими процентами, та ряд інших).

До складу позичкового капіталу належать також зобов'язання, які відображаються за розділом «**Доходи майбутніх періодів**». У цій статті показуються доходи, отримані протягом поточного або попередніх звітних періодів, які належать до наступних звітних періодів. Зокрема, до складу доходів майбутніх періодів належать доходи у вигляді одержаних авансових платежів за здані в оренду основні засоби та інші необоротні активи (авансові орендні платежі), передплата на періодичні та довідкові видання, виручка за вантажні перевезення, виручка від продажу квитків транспортних і театральних-видовищних підприємств, абонентна плата за користування засобами зв'язку тощо.

Враховуючи викладене, можна констатувати, що до основних зовнішніх джерел формування позичкового капіталу підприємств належать:

- банківські (фінансові) кредити;
- кошти, залучені в результаті емісії облігацій;
- комерційні позички.

Усі витрати (проценти, комісійні тощо) підприємств, пов'язані із залученням та обслуговуванням позичкового капіталу, відображаються за статтею «Фінансові витрати» звіту про фінансові результати.

6.2. ФІНАНСОВІ КРЕДИТИ

6.2.1. Довгострокові та короткострокові банківські кредити

Фінансовий кредит — це позичковий капітал, який надається банком-резидентом або нерезидентом, кваліфікованим як банківська установа згідно із законодавством країни перебування нерезидента, або резидентами і нерезидентами, які мають статус небанківських фінансових установ, у позичку юридичній або фізичній особі на визначений строк для цільового використання та під процент.

Основним різновидом фінансових кредитів є **банківський кредит**, який надається суб'єктам кредитування всіх форм власності у тимчасове користування на умовах, передбачених кредитним договором. Основними з цих умов є: забезпеченість, повернення, строковість, платність і цільова спрямованість.

Кредити, які надаються банками, за строками користування поділяються здебільшого на:

- а) короткострокові — до 1 року;
- б) середньострокові — до 3 років;
- в) довгострокові — понад 3 роки.

З погляду підприємств (у контексті фінансової звітності) позичковий капітал (зобов'язання) поділяється на довгостроковий і короткостроковий.

Під *довгост роковими кредит ами банків* розуміються зобов'язання підприємства перед кредитною установою (банком), які повинні погашатися протягом терміну, що перевищує один рік з дати складання балансу, а також пролонговані короткострокові кредити (позички), які перейшли до складу довгострокових.

Довгострокові кредити залучаються підприємствами для фінансування довгострокових активів, зокрема основних засобів (їх придбання, реконструкція, модернізація), нового будівництва, інших видів необоротних активів, а також окремих видів оборотних активів, в яких кошти заморожуються на тривалий період.

В економічно розвинутих країнах до довгострокових банківських кредитів вдаються, як правило, підприємства малого та середнього бізнесу. Крупні підприємства довгострокову потребу в капіталі задовольняють здебільшого шляхом емісії облігацій.

Короткостроковими кредитами банків є зобов'язання підприємства перед кредитною установою (банком), які повинні бути виконані протягом терміну, що не перевищує одного року з дати складання балансу, а також зобов'язання за кредитами (позичками), як довгостроковими, так і короткостроковими, термін погашення яких минув на дату складання балансу.

Короткострокові банківські кредити залучаються здебільшого для фінансування оборотних активів підприємства, зокрема на покриття тимчасового дефіциту платіжних засобів, придбання товарів, виробничих запасів тощо.

6.2.2. Практична робота із залучення банківських кредитів

У табл. 6.2 наведено порядок організації роботи щодо отримання банківських позичок, а також визначені основні акценти в цій роботі, на які повинні звертати увагу керівництво підприємства та його фінансові служби.

Для отримання кредиту позичальник (керівник, фінансовий менеджер, інша уповноважена особа) спочатку звертається до банку для *проведення попередніх переговорів*. Це звернення може здійснюватися по телефону чи завдяки зустрічі з відповідним працівником кредитного відділу банку. В ході співбесіди представник підприємства повинен з'ясувати головні критерії та умови отримання кредиту, строки, на які можливо отримати кредит, діапазон процентних ставок, порядок погашення, список документів, які необхідно надати банку. На основі проведеної співбесіди оцінюються шанси на отримання кредиту і приймається рішення про доцільність продовження подальших переговорів з обраним банком.

У разі, якщо попередні переговори пройшли успішно, фінансові служби підприємства готують пакет документів, необхідних для розгляду банком питання про надання кредиту. Перелік документів складається кожним банком відповідно до обраної ним методо-

логії оцінки кредитоспроможності позичальника та його інформаційних потреб. Це означає, що кожен банк може вимагати від потенційного позичальника свій специфічний набір документів.

Таблиця 6.2

**ОРГАНІЗАЦІЯ ФІНАНСОВОЇ РОБОТИ
ІЗ ЗАЛУЧЕННЯ БАНКІВСЬКОГО КРЕДИТУ**

Етапи залучення банківської позички	Основні питання, на які слід звернути увагу
Попередні переговори з обраним банком	<ul style="list-style-type: none"> • критерії та умови надання кредиту • діапазон процентних ставок • строки та порядок погашення • список документів, які слід подати банку
Рішення про доцільність подальших переговорів з банком	<ul style="list-style-type: none"> • оцінка шансів на отримання кредиту • зіставлення з умовами надання кредиту, які пропонуються іншими банками
Рішення зборів власників щодо залучення банківського кредиту	<ul style="list-style-type: none"> • якщо сума кредиту є значною і це передбачено статутом
Підготовка пакета документів відповідно до переліку банку	<ul style="list-style-type: none"> • перелік документів встановлюється кожним банком індивідуально • формулювання цілей, під які залучається кредит • особливий акцент на бізнес-план і прогноз Cash-flow
Передача пакета документів до банку	<ul style="list-style-type: none"> • дата прийняття банком пакета документів є офіційною датою подачі кредитної заявки
Відкриття поточного рахунку в банку (якщо такий рахунок відсутній)	<ul style="list-style-type: none"> • подається типовий набір документів, необхідних для відкриття рахунку
Фінансово-економічна експертиза діяльності підприємства	<ul style="list-style-type: none"> • кредитний експерт може вимагати додаткової інформації • перевірка достовірності отриманих даних на місці • слід створити всі умови для забезпечення кредитного експерта інформацією
Узгодження величини процентної ставки та інших параметрів кредиту	<ul style="list-style-type: none"> • investor relations • уміння вести переговори
Укладення кредитної угоди	<ul style="list-style-type: none"> • у письмовому вигляді • не потребує нотаріального посвідчення

Етапи залучення банківської позички	Основні питання, на які слід звернути увагу
Моніторинг та контроль	<ul style="list-style-type: none"> • створення умов для контролю з боку працівників банку цільового використання коштів

Типовий список необхідних для отримання кредит у документів містить:

а) клопотання (лист, заявка) позичальника на ім'я Голови Правління банку про видачу кредиту, де зазначаються: реквізити потенційного позичальника; цілі залучення кредиту; необхідна сума; строки залучення коштів; вид кредитного забезпечення; зобов'язання своєчасного погашення основної суми кредиту та процентів у визначений термін;

б) протокол рішення зборів власників щодо згоди на залучення кредиту у визначеній сумі та про надання майна в заставу із зазначенням параметрів майна, його вартості, місцезнаходження тощо;

в) документи фінансової та податкової звітності:

- баланси за останні 2—3 роки (із щоквартальною розбивкою за останній звітний рік);

- звіти про фінансові результати та звіти про рух грошових коштів за визначений період;

- декларація про прибуток підприємства (разом з додатками);

- розшифровка кредиторської та дебіторської заборгованості (в розрізі сум заборгованості, контрагентів, причин виникнення, дат виникнення та погашення) на останню звітну дату та на дату звернення у банк;

г) інформація щодо розмірів заборгованості за банківськими кредитами;

д) висновки аудитора щодо фінансово-майнового стану підприємства та копії актів перевірок державними податковими органами;

е) бізнес-план, необхідними складовими якого є розрахунок потреби в капіталі, терміни освоєння та окупності залучених коштів, прогноз Cash-flow на період, на який залучаються кошти, тощо;

ж) копії контрактів, договорів, рахунків-фактур (інвойсів), митних декларацій, інших документів, пов'язаних із досягненням цілей, на які береться кредит;

з) документи, які засвідчують той чи інший вид кредитного забезпечення;

и) довідки з банків, де відкриті рахунки позичальника, про відсутність заборгованості за кредитами.

Як правило, необхідною умовою отримання кредиту є відкриття позичальником *пот очного рахунку* у кредитуючому банку. Для цього подається стандартний набір документів, передбачених для відкриття такого рахунку.

Дата одержання від потенційного позичальника пакета документів у повному обсязі вважається датою офіційного звернення підприємства за кредитом.

Перед тим, як прийняти рішення щодо надання кредиту, банк проводить ретельну *фінансово-економічну експерт* изу діяльності потенційного позичальника. Аналіз здійснюється за такими основними напрямками:

- оцінка якості менеджменту;
- ситуація підприємства на ринку факторів виробництва та збуту продукції;
- фінансовий стан потенційного позичальника;
- оцінка кредитного забезпечення.

Менеджмент підприємства повинен усвідомлювати, що, окрім одержаного пакета документів, у процесі оцінки доцільності надання кредиту працівники банку проводять збір *додат кової інформації* про підприємство: вони можуть здійснити перевірку достовірності отриманих даних на місці, в т. ч. відвідати виробничі, складські та інші приміщення. Кредитний експерт, як правило, проводить співбесіду з керівником підприємства, його фінансовим директором, головним бухгалтером, іншими провідними менеджерами.

Оцінивши кредитний ризик, кредитний експерт (чи група експертів) узгоджує з потенційним позичальником *рівень процентної ставки* та умови погашення позички і сплати процентів. У вітчизняній практиці досить часто рішення про встановлення процентної ставки приймається за суб'єктивними критеріями, зокрема здатністю керівника підприємства (чи фінансового менеджера) презентувати свій бізнес та імідж (*invest op relations*), а також від уміння вести переговори з відповідними працівниками банку, його керівництвом. Типовою є ситуація, коли позичальники з порівняно однаковим рівнем кредитоспроможності, кредитною історією та кредитним ризиком отримують в одному й тому ж банку кредити за різними процентами.

Після проведення економічної та правової експертизи інформації про позичальника кредитний експерт складає відповідний висновок (резюме), в якому обґрунтовується економічна доцільність видачі кредиту, наводиться загальна інформація про якісні та кількісні параметри діяльності підприємства, якість і достатність кредитного забезпечення.

Остаточне рішення щодо надання кредитів позичальникам, незалежно від запрошеного розміру кредиту, приймається *колегіально* (правлінням банку, кредитним комітетом, комісією і т. ін.) більшістю голосів та оформляється протоколом. При прийнятті відповідного рішення розглядається резюме кредитного експерта, висновок служби безпеки банку, акт оцінки кредитного забезпечення та висновок юридичних служб.

Тривалість розгляду кредитної заявки значною мірою залежить від строку, на який видається позичка, та кваліфікації відповідних працівників банку. Як правило, рішення приймається протягом 1—3 тижнів. Зрозуміло, що чим довшими є строки та більшою сума кредитування, тим ґрунтовнішим і тривалішим є кредитний аналіз.

У разі прийняття позитивного рішення щодо видачі кредиту банк оформляє відповідні *документи, що регламентують кредитні взаємовідносини*. До таких документів належать:

- кредитний договір (укладається між кредитором і позичальником тільки у письмовій формі);
- договори поручительства (гарантії);
- договори застави.

Після підготовки та перевірки проектів відповідних договорів вони передаються на підпис уповноваженим особам позичальника та банку. Кредитні угоди та деякі види договорів застави не потребують нотаріального посвідчення. Договори застави нерухомого майна та транспортних засобів, а також договори поручительства (гарантії) потребують нотаріального посвідчення.

Надання кредиту здійснюється шляхом відкриття позичальнику позичкового рахунку та перерахування на нього відповідної суми коштів. При *плануванні руху грошових потоків* фінансові служби підприємства повинні враховувати таке:

- отримані у вигляді кредиту кошти можна використовувати лише на зазначені у договорі цілі (за нецільове використання коштів банк може стягнути штраф у сумі, передбаченій кредитною угодою)¹;
- кошти для погашення заборгованості за кредитом першочергово направляються для оплати процентів за кредит, потім — простроченої заборгованості; сума, що залишилася, направляється для погашення кредиту;

¹ НБУ рекомендує у кредитних договорах передбачити відповідальність позичальника за використання не за цільовим призначенням кредиту у вигляді стягнення з позичальника штрафу в розмірі до 25 % від розміру використаного не за призначенням кредиту у встановленому чинним законодавством порядку.

- за порушення строків повернення кредиту і процентів сплачується передбачена кредитним договором пеня;
- у разі виникнення тимчасових фінансових ускладнень можна порушувати перед банком питання про перенесення строків платежів за кредитом;
- основну суму кредиту та проценти по ньому можна сплачувати достроково.

Банк протягом усього строку дії кредитного договору підтримує ділові контакти з позичальником, забезпечує його консультативними послугами з питань ведення бізнесу та виконання договору. Фінансові та інші служби підприємств повинні створювати умови для проведення працівниками банку *моніт орингу т а кон-т ролю* за порядком використання кредиту та динамікою фінансового стану позичальника, а також періодично інформувати банк про хід виконання угоди. У процесі моніторингу проводиться така робота:

- ◆ перевіряється цільове використанням кредиту;
- ◆ оцінюється фінансовий стан підприємства та визначається відхилення фактичних показників діяльності від запланованих;
- ◆ перевіряється стан збереження заставленого майна;
- ◆ перевіряються заставні можливості позичальника і третіх осіб, які гарантують повернення позички.

На основі обробки одержаної в процесі моніторингу інформації вносяться пропозиції щодо подальших відносин з позичальником. При цьому можуть прийматися рішення щодо:

- перенесення строків повернення кредиту (як правило, зі стягненням підвищеної процентної ставки);
- зміни умов кредитування (наприклад, зміни процентної ставки);
- розірвання договору із достроковим стягненням кредиту (у разі недотримання позичальником умов кредитного договору).

6.2.3. Кредитоспроможність підприємства

Кредитоспроможність — наявність у потенційного позичальника передумов для отримання кредиту і здатність повернути його. Інакше кажучи — це здатність підприємства в повному обсязі й у визначений кредитною угодою термін розрахуватися за своїми борговими зобов'язаннями. Кредитоспроможність позичальника визначається показниками, що характеризують його акуратність при розрахунках за раніше отриманими кредитами, його поточне фінансове становище, спроможність у разі необхід-

ності мобілізувати кошти з різних джерел, забезпечити оперативну трансформацію активів у грошові кошти.

Перш ніж планувати залучення капіталу шляхом одержання банківської позички, фінансові служби підприємства повинні оцінити можливості отримання кредиту. Для цього доцільно провести аналіз відповідності параметрів діяльності підприємства критеріям кредитоспроможності, які вимагаються тим чи іншим банком.

Кожен банк розробляє власні критерії та методики оцінки кредитоспроможності позичальника. Систематизуємо найтипівіші підходи до оцінки кредитоспроможності підприємства.

У науково-практичній літературі здебільшого виокремлюють кількісні та якісні критерії кредитоспроможності. Кількісні критерії пов'язані з оцінкою поточного та перспективного фінансового стану позичальника, а якісні виявляються на основі оцінки менеджменту підприємства та його ситуації на ринку факторів виробництва і збуту продукції. Взаємозв'язки між якісними та кількісними параметрами кредитоспроможності підприємства з погляду швейцарських фінансистів наведені на рис. 6.1.



Рис. 6.1. Елементи оцінки кредитоспроможності у взаємозв'язку
(За: Volkart R. *Finanzmanagement: Beiträge zu Theorie und Praxis.* —
Zürich: Versus. Bd 2. — 1998. — S. 91)

У теорії і практиці немає єдності щодо пріоритетності того чи іншого елемента кредитоспроможності. Переважає думка, що кількісні та якісні чинники складають єдине ціле при оцінці потенційної здатності позичальника погасити заборгованість за кредитом.

Якісні критерії кредитоспроможності

Вважається, що якісні чинники досить важко оцінити і систематизувати: на це слід витратити більше часу і затрат, ніж на оцінку фінансового стану. Зазначені чинники досліджуються за двома напрямками: якість менеджменту та ситуація на ринку факторів виробництва і збуту продукції (товарів).

При оцінці рівня **менеджмент** у увагу концентрується на персональних і фахових якостях керівництва, а також на організації управління підприємством. Відповідні висновки робляться на основі вивчення інформації, яка характеризує:

- наявність і реальність довгострокової стратегії розвитку підприємства;
- уміння керівника чітко формулювати стратегічні цілі та концепцію розвитку підприємства;
- наявність та функціональну спроможність системи контролінгу;
- освіту, досвід та імідж керівництва;
- дотримання ділової етики, договірну та платіжну дисципліну підприємства;
- вміння менеджменту вчасно оцінювати підприємницькі ризики та вживати заходів щодо їх нейтралізації;
- внутрішній клімат, який склався на підприємстві, та виробничу дисципліну;
- рівень розмежування функціональних обов'язків працівників, наявність посадових інструкцій;
- плинність кадрів на ключових посадах.

Банківська практика свідчить, що в результаті суб'єктивних оцінок якість менеджменту систематично завищується².

Оцінюючи **ситуацію підприємства на ринку факторів виробництва та збуту продукції**, використовують результати галузевого аналізу, співбесіди з клієнтами позичальника, а також

² Barrer R. *Kreditgeschäft im Umbruch.* — Bern; Stuttgart; Wien: Haupt, 1999. — S. 30.

повідомлення засобів масової інформації. Основна увага при цьому концентрується на з'ясуванні таких питань:

- рівень відповідності якості товарів їх цінам і вимогам ринку;
- конкурентоспроможність продукції (на внутрішньому та зовнішньому ринках), конкурентні переваги;
- якість маркетингової політики та концепції збуту продукції;
- величина ринкового сегмента, який належить підприємству;
- управління товарним асортиментом (розробка нових видів продукції);
- основні споживачі готової продукції та їх частка в загальному обсязі реалізації;
- наявність замовлення на реалізацію продукції (робіт, послуг);
- залежність виробничо-господарської діяльності підприємства від постачальників сировини і матеріалів;
- рівень зносу основних засобів і необхідність їх оновлення;
- наявність ефективної системи логістики на підприємстві.

Глибина оцінки якісних критеріїв кредитоспроможності значною мірою залежить від строку, на який видається кредит.

Кількісні критерії кредитоспроможності

З метою оцінки кількісних критеріїв проводиться аналіз поточного та перспективного фінансового стану підприємства. Головне завдання, яке ставить перед собою фінансовий аналітик, — прогнозування майбутньої платоспроможності підприємства. Для цього аналізуються всі можливі фактори, які можуть вплинути на платоспроможність. На практиці використовуються різні моделі аналізу: дискримінантний та регресійний аналіз, комплексна оцінка на основі розрахунку окремих фінансових показників тощо.

Розглянемо найтипівіший підхід до оцінки фінансового стану підприємств, який застосовується провідними європейськими банками. В основі цього підходу лежить розрахунок таких основних блоків показників:

- ліквідності та платоспроможності;
- які характеризують структуру капіталу та майна підприємства;
- прибутковості та самофінансування (поточні та прогнозні);
- оборотності.

Завдяки аналізу робиться висновок про здатність підприємства обслуговувати свої борги. Об'єктивність висновків підвищується в результаті порівняння значень отриманих показників з рекомендованими, середньогалузевими, а також у динаміці.

Показники ліквідності та платоспроможності. Аналіз ліквідності підприємства ґрунтується на зіставленні відображених у балансі поточних платіжних зобов'язань підприємства та поточних активів. У теорії і практиці можна зустріти значну кількість показників ліквідності (алгоритми розрахунку найпоширеніших з них наведено в табл. 6.3).

Показник абсолютної ліквідності і характеризує платоспроможність підприємства на дату складання балансу і показує, яку частину короткострокових зобов'язань воно має можливість погасити негайно. Висновки щодо майбутньої платоспроможності позичальника на основі аналізу цього показника робити недоцільно. Однак при оцінці кредитоспроможності підприємства банк звертає увагу на потенційну платоспроможність позичальника. Саме тому рівень інформаційного навантаження показника ліквідності першого ступеня для банку є досить низьким. Надто високі значення цього показника негативно впливає на рентабельність підприємства, оскільки залучений капітал вкладається в неробочі активи, якими є грошові кошти та їх еквіваленти. Оптимальною вважається ситуація, коли показник абсолютної ліквідності знаходиться на рівні 0,2. З метою забезпечення стабільної поточної платоспроможності підприємства можуть формувати резерви ліквідності (наприклад, поточні фінансові інвестиції) чи вдаватися до залучення контокорентних кредитів (овердрафту).

Таблиця 6.3

**ПОКАЗНИКИ ЛІКВІДНОСТІ
ТА ПЛАТОСПРОМОЖНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА**

Назва показника	Формула розрахунку	Рекомендоване значення
1. Коefіцієнт абсолютної ліквідності (ліквідність першого ступеня) = <i>Absolute Liquidity (Cash) Ratio</i>	$\frac{\text{Грошові кошти та їх еквіваленти}}{\text{Поточні зобов'язання}} \cdot 100$ $\text{П(С)БО 2: } \frac{A220 + A230 + A240^*}{P620}$	20 % (0,2) і більше
2. Проміжний коefіцієнт покриття (ліквідність другого ступеня) = <i>Net Quick Ratio, Acid Test</i>	$\frac{\text{Монетарні оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}} \cdot 100$ $\text{П(С)БО 2: } \frac{A260 - A(100 - 140)}{P620}$	100 % і більше

3. Показник покриття (ліквідність третього ступеня) = <i>Current Ratio</i>	$\frac{\text{Поточні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}} \cdot 100$ П(С)БО 2: А260: П 620	близько 150 %
4. Коефіцієнт покриття необоротних активів довгостроковим капіталом	$\frac{\text{Власний капітал} + \text{Довгострокові зобов'язання}}{\text{Необоротні активи}}$ П(С)БО 2: $\frac{\text{П380} + \text{П480}}{\text{А080}}$	більше 1
5. Робочий капітал = <i>Working Capital</i>	Поточні активи – Поточні зобов'язання П(С)БО 2: А260 – П620	більше 50 %

* Відповідні статті активу та пасиву балансу.

Значення показника ліквідності і другого ступеня повинно дещо перевищувати 100 %. Відношення монетарних оборотних активів (різниця між загальною сумою оборотних активів і запасів) та короткострокових зобов'язань повинно перевищувати одиницю. Зазначимо, що по підприємствах в європейських країнах середнє значення цього показника загалом є меншим за 100 % і перебуває на рівні 80—90 %. У середньому по вітчизняних підприємствах значення показника ліквідності другого ступеня становить близько 60—70 %. Показник характеризує очікувану платоспроможність підприємства в короткостроковому періоді, тобто періоді, що дорівнює середній тривалості одного обороту дебіторської заборгованості за умови її своєчасного погашення.

Відношення короткострокових активів до короткострокових зобов'язань (показник покриття) є одним з тестів, на основі якого можна перевірити рівень дотримання золотого правила фінансування. Він характеризує платоспроможність підприємства в середньостроковому періоді. Значення цього показника має перевищувати 100 %. В економічно розвинутих країнах нормальною вважається ситуація, коли значення цього показника знаходиться в межах 150 %. У Німеччині, наприклад, середнє значення показника ліквідності третього ступеня по промислових підприємствах становить близько 135 %. Однак по деяких галузях він є меншим цього значення: будівництво — 112 %; оптова торгівля — 125 %; харчова промисловість — 115 %. У фондомістких галузях значення показника покриття суттєво перевищує середній рівень: металургія — 170 %; електротехніка — 180—190 %; автомобіле-

будування — 200—210 %³. В Україні в середньому по підприємствах значення цього показника дорівнює 105 %.

Коефіцієнт покриття оборотних активів довшого строку показує, наскільки підприємство виконує умови золотого правила фінансування та золотого правила балансу. Він характеризує рівень дотримання фінансової рівноваги підприємства у коротко- та довгостроковому періодах. Значення цього показника повинно бути більшим за одиницю. Нормальною є ситуація, коли значення коефіцієнта знаходиться в межах 1,2 — 1,6. У такому разі підприємство можна вважати потенційно платоспроможним.

При зовнішньому аналізі проблема полягає в тому, що показники балансу не надають повної інформації про строковість окремих активів та пасивів. Отже, як додаткове аналітичне джерело слід використовувати розшифровки дебіторської та кредиторської заборгованості.

Розглянуті до цього показники належать до числа відносних показників. У разі необхідності фінансові аналітики можуть розраховувати абсолютний показник ліквідності — робочий капітал.

Показник *робочого капіталу (Working Capital)*⁴ широко використовується при оцінці рівня ліквідності підприємств в англо-американській практиці фінансового аналізу та планування. Робочий капітал (або чисті оборотні активи) — це різниця між оборотними активами підприємства та його поточними зобов'язаннями (зі строком погашення до одного року). Він показує частину оборотних активів, що фінансуються за рахунок власного капіталу і довгострокових зобов'язань. Одержані значення робочого капіталу дають змогу зробити висновки щодо:

- а) зміни резервів поточної ліквідності;
- б) наявного потенціалу довгострокового фінансування та довгострокової ліквідності⁵.

За умови достатньої ліквідності запасів і дебіторської заборгованості, яку можна легко рефінансувати, наявність робочого капіталу у підприємства означає не лише його здатність виконати поточні зобов'язання, а й можливості для розширення операційної та інвестиційної діяльності. Прийнято вважати, що величина робочого капіталу повинна перевищувати 30 % загального обсягу

³ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, März 2000. — S. 50—53.

⁴ У деяких літературних джерелах під поняттям «*Working Capital*» розуміють оборотні активи (див. Статистичний щорічник України), однак у німецько- та англійських джерелах під *Working Capital* розуміють саме чисті оборотні активи (або робочий капітал), що розраховуються як різниця між оборотними активами та короткостроковими зобов'язаннями.

⁵ *Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen.* — S. 534.

оборотних активів підприємства. Від'ємне значення робочого капіталу означає, що показник ліквідності третього ступеня є меншим 100 %, тобто частина довгострокових активів профінансована за рахунок короткострокового капіталу, а отже, підприємство порушує правила фінансування і йому загрожує неплатоспроможність. Інформація про динаміку робочого капіталу підприємств України за останні роки наведена в табл. 6.4.

Наведені статистичні дані показують, що в цілому по підприємствах України величина робочого капіталу є досить низькою. В окремі роки в деяких галузях цей показник був навіть від'ємним, з чого можна дійти висновку, що підприємства цих галузей значну частину своїх необоротних (довгострокових) активів фінансували за рахунок короткострокових джерел, тобто не виконували вимоги горизонтальних правил фінансування.

Таблиця 6.4

РОБОЧИЙ КАПІТАЛ ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ ЗА ГАЛУЗЯМИ ДІЯЛЬНОСТІ*

(на кінець року, млрд грн)

Галузі діяльності	Оборотні кошти			Поточні зобов'язання			Робочий капітал		
	1998 р.	1999 р.	2000 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.
Всього	190,4	252,5	321,7	186,3	282,6	318,2	4,1	-30,1	3,5
Промисловість	81,2	105,9	109,9	81,1	103,2	107,1	0,1	2,7	2,8
Сільське господарство	14,9	15,3	17,4	12,8	13,3	15,3	2,1	2,0	2,1
Будівництво	8,5	8,7	12,0	7,3	9,9	11,2	1,2	-1,2	0,8
Транспорт і зв'язок	27,6	32,3	32,1	18,1	28,2	31,5	9,5	4,1	0,6
Торгівля і громадське харчування	24,8	35,1	84,8	28,0	69,1	89,2	-3,2	-34,0	4,4
Постачання і збут	3,8	4,8	8,1	2,7	6,4	7,7	1,1	-1,6	0,4
Інші галузі	27,9	48,7	55,9	28,0	48,0	55,0	-0,1	0,7	0,9

* Власні розрахунки з використанням статистичних щорічників України за 1998—2000 рр.

З метою об'єктивного прогнозування та забезпечення стабільної платоспроможності фінансові служби підприємства повинні застосовувати весь арсенал аналітичних засобів і вибирати найприйнятніші показники ліквідності для конкретних економічних умов.

Показники, які характеризують структуру капіталу та майна позичальника, наведені в табл. 6.5. Структура капіталу підприємства досить докладно характеризується під час розгляду вертикального правила фінансування. Висновки щодо задовільності показників структури капіталу та майна робляться на основі їх зіставлення із середньогалузевими значеннями.

Таблиця 6.5

**ПОКАЗНИКИ, ЯКІ ХАРАКТЕРИЗУЮТЬ
СТРУКТУРУ КАПІТАЛУ ТА МАЙНА ПІДПРИЄМСТВА**

Назва показника	Формула розрахунку
1. Коефіцієнт заборгованості	$\frac{\text{Позичковий капітал}}{\text{Власний капітал}}$
2. Коефіцієнт незалежності (автономії)	$\frac{\text{Власний капітал}}{\text{Валюта балансу}}$
3. Чиста заборгованість (нетто)	Позичковий капітал – монетарні поточні активи
4. Частка необоротних активів (%)	$\frac{\text{Необоротні активи}}{\text{Загальна сума активів}} \cdot 100\%$
5. Частка основних засобів у структурі активів (%)	$\frac{\text{Основні засоби}}{\text{Загальна сума активів}} \cdot 100\%$

Якщо коефіцієнти заборгованості та фінансової незалежності є відносно стабільними і перебувають на рівні дещо вищому, ніж у середньому по галузі, то прийнято вважати, що ризики структури капіталу є низькими, а отже, за цим критерієм позичальник є кредитоспроможним. Якщо ж відповідні показники є суттєво нижчими за середньогалузеві або власний капітал характеризується від'ємним значенням, то структура капіталу такого позичальника вважається надто ризиковою. Кредит такому позичальнику або взагалі не видається або видається (за достатності інших параметрів кредитоспроможності) під завищені проценти.

У деяких методичних рекомендаціях можна зустріти аргументацію, згідно з якою випереджальне зростання кредиторської заборгованості порівняно з дебіторською свідчить про погіршення

фінансового стану підприємства. На практиці цей висновок не завжди підтверджується, що слід враховувати при прийнятті відповідних рішень.

Висновки щодо раціональності формування структури майна підприємства слід робити, враховуючи рівень дотримання правил фінансування, а також середньогалузевий рівень відповідних показників. Зважаючи на викривлену структуру формування активів вітчизняних підприємств, а також невідповідність балансової та реальної вартості майна, за орієнтир доцільно брати показники відповідних галузей в економічно розвинутих країнах. Наприклад, середньогалузеве значення показника, який характеризує частку основних засобів у структурі активів західноєвропейських підприємств, становить: по хімічній промисловості — близько 20 %; харчовій — 35; текстильній — 25; оптовій торгівлі — 15; роздрібній торгівлі — 20 %.

Показники прибутковості та самофінансування. Здатність підприємства виконувати свої зобов'язання значною мірою залежить від рівня його прибутковості та самофінансування. Саме тому в процесі оцінки кредитоспроможності (особливо при наданні довгострокових кредитів) аналізують фактично досягнуті та прогнозовані показники рентабельності, прибутку, *Cash-flow*. Ці показники дають змогу дати відповідь на два запитання:

- яку частку інвестицій, інших грошових видатків підприємство може фінансувати за рахунок результатів своєї діяльності;
- чи зможе підприємство виконати свої зобов'язання у майбутньому за рахунок внутрішніх фінансових джерел.

Окрім звітних даних у процесі аналізу вивчаються планові показники фінансових результатів, прогноз руху грошових коштів, фінансовий план тощо.

У теорії і практиці можна зустріти велику кількість абсолютних і відносних показників прибутковості та самофінансування. До абсолютних належать: чистий прибуток; прибуток до оподаткування; прибуток від операційної діяльності; операційний *Cash-flow*, вільний *Cash-flow* (FCF). Більшість з відносних показників ґрунтується на концепції рентабельності: рентабельність власного капіталу; рентабельність інвестицій; рентабельність активів; рентабельність основних засобів; рентабельність виробництва певного виду продукції тощо. Підкреслимо, що залежно від потреб фінансового аналітика показники рентабельності розраховуються з використанням різної бази: прибуток від операційної діяльності; прибуток до оподаткування; чистий прибуток; *Cash-flow* тощо.

Зрозуміло, що, оцінюючи кредитоспроможність позичальника, кредитні експерти підбирають свій каталог показників, які, на їхню думку, дозволяють дійти найоб'єктивніших висновків про потенційну здатність підприємства виконувати свої зобов'язання за рахунок внутрішніх фінансових джерел. У табл. 6.6 наведено найпоширеніші із згаданих показників.

Таблиця 6.6

**ПОКАЗНИКИ РЕНТАБЕЛЬНОСТІ
ТА САМОФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВА**

Назва показника	Формула розрахунку
1. Рентабельність власного капіталу	$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Власний капітал}} \cdot 100\%$
2. Операційна рентабельність продажу	$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Чиста виручка від реалізації}} \cdot 100\%$
3. Рентабельність основної діяльності	$\frac{\text{Прибуток від операційної діяльності}}{\text{Собівартість реалізованої продукції}} \cdot 100\%$
4. Рентабельність інвестицій (ROI)	$\frac{\text{Чистий прибуток} + \text{проценти за кредит}}{\text{Інвестований капітал}} \cdot 100\%$
5. Рентабельність активів	$\frac{\text{Чистий прибуток} + \text{проценти за кредит}}{\text{Сума активів (середньорічна)}} \cdot 100\%$
6. Чистий грошовий потік на одиницю власного капіталу	$\frac{\text{Cash - flow (операційний)}}{\text{Власний капітал}} \cdot 100\%$
7. Показник самофінансування інвестицій (%)	$\frac{\text{Cash - flow (операційний)}}{\text{Приріст необоротних активів}} \cdot 100\%$
8. Чиста Cash-flow-маржа (%)	$\frac{\text{Cash - flow (операційний)}}{\text{Чиста виручка від реалізації продукції}} \cdot 100\%$
9. Чистий грошовий потік на одиницю активів	$\frac{\text{Cash - flow (операційний)}}{\text{Сума активів}}$

У процесі оцінки кредитоспроможності позичальника отримані показники прибутковості аналізуються в динаміці, а також у зіставленні із середньогалузевими значеннями та за окремими видами економічної діяльності. На основі цього робиться висновок про їх достатність. *Показники рентабельності основної діяльності, активів, інвестицій порівнюють також із процентною*

ст авкою, за якою залучаєт ься кредит . Зрозуміло, що у разі перевищення процентної ставки над плановими показниками рентабельності у підприємства можуть виникнути труднощі із виконанням зобов'язань.

Непересічне значення для оцінки потенційної спроможності погасити довгострокові позички має прогнозний показник операційного Cash-flow, оскільки саме він характеризує те джерело, за рахунок якого можуть бути виконані зобов'язання. У разі, якщо інвестиційний проект частково фінансується за рахунок власних коштів підприємства, то при оцінці здатності позичальника фінансувати інвестиції доцільно розрахувати показник Free Cash-flow (Cash-flow від операційної діяльності скоригований на інвестиційний Cash-flow).

Показники оборотності. Ця група показників характеризує ефективність управління грошовими потоками підприємства, в т. ч. оборотними активами, кредиторською, дебіторською заборгованістю тощо. Алгоритми розрахунку основних показників оборотності наведені в табл. 6.7.

Таблиця 6.7

ПОКАЗНИКИ ОБОРОТНОСТІ

Назва показника	Формула розрахунку
1. Оборотність інвестованого капіталу	$\frac{\text{Чиста виручка від реалізації}}{\text{Сума інвестицій}}$
2. Тривалість погашення заборгованості за рахунок операційної діяльності (періодів)	$\frac{\text{Позичковий капітал (нетто)}}{\text{Cash - flow (операційний)}}$
3. Термін обігу обігових коштів за певний період (днів)	$\frac{\text{Середні залишки обігових коштів}}{\text{Чиста виручка від реалізації}} \cdot \text{Тривалість періоду}$
4. Коефіцієнт оборотності (кількість оборотів у періоді)	$\frac{\text{Чиста виручка від реалізації}}{\text{Середні залишки обігових коштів}}$
5. Термін обертання дебіторської заборгованості (днів)	$\frac{\text{Залишки дебіторської заборгованості}}{\text{Чиста виручка від реалізації}} \cdot \text{Тривалість періоду}$
6. Термін обігу кредиторської заборгованості (днів)	$\frac{\text{Залишки кредиторської заборгованості}}{\text{Чиста виручка від реалізації}} \cdot \text{Тривалість періоду}$

7. Термін обігу запасів (днів)	$\frac{\text{Залишки запасів}}{\text{Чиста виручка від реалізації}} \cdot \text{Тривалість періоду}$
--------------------------------	--

Досліджуючи показники оборотності, слід виходити з того, що чим швидше обертаються вкладені кошти, тим менше їх слід залучати, а отже, тим меншою буде вартість капіталу, що позитивно впливає на рентабельність і платоспроможність підприємства. Фінансовий аналітик повинен орієнтуватися при цьому на середньогалузеві показники оборотності.

Підкреслимо, що, оцінюючи здатність позичальника виконати свої зобов'язання у майбутньому, працівники банку розраховують не всю сукупність показників, охарактеризованих вище. Для отримання об'єктивної картини достатньо проаналізувати по одному чи кілька показників з кожного блоку. Згідно із сучасними тенденціями оцінки кредитоспроможності увага насамперед акцентується на аналізі достатності та реальності прогностичних показників балансу, фінансових результатів та Cash-flow. У разі, якщо на підприємстві відсутні фахівці з питань планування чи бюджетування, працівники банку можуть розрахувати відповідні планові показники, виходячи з наданої позичальником інформації.

Працівники фінансових служб перед тим, як звертатися до банку із кредитною заявкою, повинні самі оцінити кредитоспроможність підприємства з тим, щоб у разі її недостатності провести роботу, спрямовану на її підвищення.

6.2.4. Кредитне забезпечення

У разі, якщо позичальник не в змозі виконати свої зобов'язання у передбачені кредитним договором строки, кредитор може задовольнити свої вимоги за рахунок кредитного забезпечення. Саме тому наявність у позичальника достатнього кредитного забезпечення є складовим елементом його економічної кредитоспроможності. До основних видів забезпечення кредиту належать:

- а) застава (майна, майнових прав, цінних паперів тощо);
- б) гарантії (банків, підтвержені фінансами чи майном третьої особи);
- в) інші види забезпечення (поручительство, свідоцтво страхової організації).

Застава як спосіб кредитного забезпечення

Правовідносини, пов'язані із заставою, регулюються Законом України «Про заставу». *Застава означає, що в разі невиконання боржником забезпеченого заставою зобов'язання кошти, одержані від реалізації заставленого майна, спрямовуються передусім на задоволення вимог заставодержателя.* Заставодавцем може бути як сам боржник, так і третя особа (майновий поручитель).

Предметом застави є майно (рухоме і нерухоме) та майнові права, які можуть бути відчужені та на які може бути звернено стягнення. Використання застави того чи іншого майна як забезпечення кредиту залежить від ряду чинників:

- *по-перше*, визначається, наскільки легко реалізувати дане майно і чи це взагалі можливо;

- *по-друге*, чи є можливість встановити точну ціну і чи ця ціна постійна.

Крім того, оцінюються ймовірні додаткові накладні витрати, збитки та перешкоди у разі відчуження.

Згідно з вітчизняним законодавством у разі, якщо в кредитному договорі як предмет застави передбачено нерухоме майно, транспортні засоби, товари в обороті або переробці, то цей договір повинен бути *нот аріально посвідчений*. У протилежному разі умови договору щодо застави слід вважати недійсними.

Згідно із загальним правилом застава може бути здійснена як у вигляді передачі майна кредитуру чи третій особі (застава), так і шляхом передачі прав на заставлене майно (однак із залишенням даного майна у розпорядженні заставодавця). За договором банківської позички, як правило, право застави виникає лише після фактичного одержання суми позички боржником.

Закон передбачає можливість подальших застав деяких об'єктів уже заставленого майна (якщо інше не передбачено попередніми договорами застави). Задоволення вимог заставодержателя, в якого право застави виникло пізніше, здійснюється лише після повного задоволення вимог попередніх заставодержателів, а також заставодержателів зареєстрованої застави рухомого майна. У зв'язку з цим заставодавець зобов'язаний повідомити кожного із заставодержателів про всі попередні застави, а також про характер і розмір забезпечених цими заставами зобов'язань.

На практиці з метою зменшення кредитних ризиків банк може вимагати *ст рахування заст ави*, яке здійснюється, як правило, на суму, що не перевищує суми кредиту та процентів за ним.

Звернення стягнення на заставлене майно здійснюється за рішенням суду, а також на підставі виконавчого напису нотаріуса, якщо інше не передбачене законом або договором застави.

Кредит не забезпечення у вигляді рухомого майна. Найпоширенішими предметами застави рухомості є транспортні засоби, обладнання, товари в обороті та переробці, сировина, готова продукція. Слід мати на увазі, що транспортні засоби дуже легко оцінити і на них існує, як правило, стійкий попит. У той же час у разі невиконання кредитних зобов'язань чи банкрутства підприємства найважче продати обладнання та запаси неліквідної продукції. Як правило, таке майно продають на аукціоні за частину його першопочаткової вартості. Товари в обороті або переробці сильно диференційовані в ціні, і можливість їх реалізації залежить від попиту та їх стану. При цьому реалізовані заставодавцем товари перестають бути предметом застави, а набуті стають предметом застави з моменту виникнення на них прав власності. *До документів, які підверджують право власності на рухоме майно належать:* договори купівлі-продажу; платіжні документи; накладні; акти введення в експлуатацію; митні декларації; технічні паспорти; свідоцтво про реєстрацію (для автотранспорту); інші документи.

Застава рухомого майна (здебільшого транспортні засоби: автомобілі, причепи, катери, судна, літаки тощо) може бути зареєстрована в Державному реєстрі шляхом внесення відповідного запису. Підставою внесення запису до Державного реєстру є заява заставодержателя або заставодавця. Юридичне значення реєстрації застави рухомого майна полягає в тому, що заставодержатель зареєстрованої застави має переважне право на задоволення вимог із заставленого майна перед заставодержателями незареєстрованих застав і заставодержателями застав, зареєстрованих пізніше. Будь-яка фізична та юридична особа шляхом подання відповідного запиту може одержати витяг з Державного реєстру, який свідчитиме про наявність або відсутність у ньому запису про заставлене рухоме майно.

На практиці розмір кредиту під заставу окремих предметів рухомого майна сильно коливається і становить у середньому: по транспортних засобах — 25—50 %; офісному обладнанню — 10—20; виробничому обладнанню — 10—30; запасах (сировині) — 20—50; незавершеному виробництву — 0—20; готовій продукції — 10—50 % їх вартості.

Майнові права як предмет застави. Заставодавець може скласти договір застави як щодо належних йому на момент укладення договору прав вимоги по зобов'язаннях, в яких він є кредитором, так і тих, що можуть виникнути в майбутньому. У договорі застави прав, які не мають грошової оцінки, вартість пред-

мета застави визначається угодою сторін. Найпоширенішим видом застави майнових прав є застава дебіторської заборгованості. Цінність даної форми кредитного забезпечення залежить від платоспроможності клієнтів підприємства. Якщо дебіторів багато, то існує велика ймовірність того, що більшість з них виконає свої зобов'язання. Але якщо у підприємства кілька крупних дебіторів, які не здійснюють платежі тривалий час, то цінність таких дебіторів, а отже, і забезпечення досить сумнівна. У зарубіжній практиці індекс вартості забезпечення у вигляді дебіторської заборгованості становить від 50 до 75 %. В Україні ця величина, враховуючи хронічні неплатежі в народному господарстві та недосконалість законодавства, коливається від 0 до 50 %.

Кредит и під заст аву нерухомост і (іпот ечні кредит и). Іпотекою визнається застава землі, нерухомого майна, за якої предмет застави залишається у заставодавця або третьої особи. Предметом іпотеки можуть бути:

- земельна ділянка;
- жилий будинок, квартира, частина будинку;
- дачний будинок, гараж та будь-яке інше приміщення господарського призначення;
- підприємство або його структурний підрозділ.

При іпотеці будівлі чи споруди предметом застави разом з нею стає також право на користування земельною ділянкою, на якій розташовані дані об'єкти. Однак у разі іпотеки земельної ділянки право застави не поширюється на будівлі та споруди, що знаходяться на даній ділянці. У разі звернення стягнення на дану ділянку (чи її продажу) до нового власника переходять права та обов'язки, які мав стосовно власника будівлі заставодавець.

Істотною умовою надання іпотечного кредиту є те, що одночасно з нотаріальним посвідченням договору накладається заборона на відчуження предмета іпотеки. Застава нерухомого майна підлягає державній реєстрації у порядку, передбаченому законом. *Майно, що є предмет ом іпот еки, не має бут и у заст аві за іншою угодою.* Крім того, на період фактичної дії договору іпотеки заставодавець повинен за свій рахунок страхувати предмет іпотеки на користь заставодержателя, а у разі загибелі майна надавати аналогічне за вартістю або незалежно від настання терміну виконати свої зобов'язання. В той же час суттєвим є право іпотечного заставодавця володіти та користуватись предметом застави відповідно до його призначення, а також, за письмовою згодою заставодержателя, реалізувати дану нерухомість з пере-

веденням на набувача основного боргу, забезпеченого заставою, або передавати предмет застави в оренду. Як правило, індекс вартості забезпечення у вигляді нерухомості становить 60—75 %.

Надійним засобом забезпечення кредитів може бути і заклад (застава) цінних паперів. Однак у зв'язку з недостатньою розвинутістю вітчизняного фондового ринку та недоліками при проведенні приватизації в даний час в Україні цей вид забезпечення зобов'язань ще не набув достатнього поширення. За загальним правилом застава фондових цінностей, тобто цінних паперів, що мають вільний обіг на біржовому ринку, повинна бути зареєстрована в депозитарію або відповідному реєстрі. Якщо акція чи інший вид цінних паперів можуть бути продані лише акціонерам чи співробітникам підприємства, то це суттєво обмежує можливість використання даних цінних паперів як інструменту застави. Крім того, слід мати на увазі, що вартість цінних паперів залежить від тенденцій на фондовому ринку, а середній індекс вартості даного виду забезпечення становить 50—60 % їх курсової вартості.

В Україні досить популярними є *кредити і під заставу векселів*. Прийняття векселів у заставу банк здійснює на підставі укладеного з векселедержателем-позичальником договору застави, в якому також встановлюється місце зберігання заставлених векселів. Як правило, *в заставу приймають вся векселі, ст роки платять за якими є віддаленішим у часі, ніж термін дії позички*.

Якщо векселі прийняті банком до розгляду, то пред'явнику надається розписка про одержання векселів та призначається орієнтовний термін кредитування або день, коли він має забрати не прийняті в заставу векселі. Після прийняття банком позитивного рішення про прийняття в заставу всіх або окремих векселів визначається *оціночна вартість* кожного векселя і сума кредиту, що надається, а з позичальником укладається договір застави. Вексель може бути переданий у заставу згідно з відповідним договором шляхом:

- 1) здійснення заставного індосаменту і передачею його заставодержателю;
- 2) здійснення іменного індосаменту на користь заставодержателя чи бланкового індосаменту та передачею векселя на зберігання у депозит державної нотаріальної контори, приватного нотаріуса чи банку;
- 3) здійснення іменного чи бланкового індосаменту і передачею векселя заставодержателю;

4) простої передачі векселя на зберігання в депозит державної нотаріальної контори, приватного нотаріуса чи банку без вчинення на користь заставодержателя будь-якого індосаменту;

5) простої передачі векселя на зберігання заставодержателю без вчинення на його користь будь-якого індосаменту.

Банку надається право вимагати, щоб позичальник вчинив саме передатний індосамент. За заставним індосаментом банку передаються такі права:

1) на пред'явлення до платежу та одержання суми боргу за векселем;

2) на здійснення протесту в разі неоплати чи часткової оплати векселя;

3) на звернення з позовом про стягнення належної суми платежу до зобов'язаних за векселем осіб.

Договір надання кредиту під заставу векселів може містити положення, що стосуються специфіки застави, зокрема такі:

- право банку при потребі звертати на погашення боргу суми, що надходять в оплату прийнятих у заставу векселів;

- право банку дозволяти позичальникові за його ініціативою замінювати одні векселі до строку їх оплати іншими.

Банк може згідно з договором застави одержати від позичальника право перезастави та інкасування заставлених векселів.

У разі одержання банком платежу за векселем до настання строку погашення заборгованості за кредитом банк може зарахувати суму платежу як виконання позичальником його зобов'язання, якщо це передбачено угодою сторін. Різниця між сумою платежу за векселем і заборгованістю позичальника, якщо така виявиться, підлягає поверненню останньому.

Гарантії та поручительства

Виконання зобов'язань з повернення кредиту може бути забезпечено також поручительством і гарантією. За деякими оцінками, на ці форми кредитного забезпечення припадає близько 30 % усіх кредитів.

Поручительство являє собою додаткове (акцесорне⁶) зобов'язання стосовно кредитора, оформлене договором між кредитором за основним зобов'язанням і поручителем для забезпечення виконання основного зобов'язання (як правило, укладається тристороння угода). Відповідно до такого договору

⁶ Акцесорний (від лат. *accessorius*) — додатковий договір або зобов'язання, що приєднуються до іншого (головного) договору чи зобов'язання.

поручитель бере на себе зобов'язання перед кредитором третьої особи (боржника) відповідати за виконання зобов'язання цієї особи цілком або частково. Кількість поручителів за договором не обмежується, і всі вони *відповідають перед кредитором солідарно*, якщо інше не передбачено договором поруки.

Кредитор може одночасно пред'явити позов і до боржника, і до поручителя. При цьому поручитель відповідає за боржника по всіх зобов'язаннях, у т. ч. за сплату неустойки і процентів, відшкодування збитків, якщо договором поруки не передбачене інше. Якщо поручитель зобов'язався відповідати за виконання частини зобов'язання, він відповідає перед кредитором лише за цю частину. Поручитель може пред'явити до кредитора всі заперечення, які випливають з основного договору між кредитором і позичальником.

У разі якщо поручитель виконав за боржника зобов'язання, всі права кредитора щодо стягнення заборгованості переходять до нього. Поручитель має право зворотної вимоги до боржника в розмірі сплаченої за нього суми. Кредитор, стосовно якого поручитель виконав зобов'язання за боржника, повинен вручити поручителю документи, що засвідчують вимоги до боржника, і передати права, що забезпечують ці вимоги.

У вітчизняній практиці досить поширеним є *майнове поручителство*, за якого заставодавцем є не лише боржник за забезпеченим заставою зобов'язанням, а й третя особа (майновий поручитель). Оскільки така особа не є боржником за основним договором, її зобов'язання перед заставодержателем не можуть перевищувати суму, виручену від реалізації заставленого майна, якщо інше не передбачено законом або договором.

Гарантія характеризує зобов'язання третьої особи задовольнити вимоги кредитора у разі настання певних, заздалегідь обумовлених гарантійних випадків. На відміну від поручительства, гарантія не має акцесорного характеру, тобто безпосередньо не пов'язана з умовами договору між кредитором і боржником. Гарант, який виконав зобов'язання боржника, не вправі жадати від боржника відшкодування, якщо інше не обумовлено в умовах видачі гарантії. Крім того, якщо поручитель зобов'язаний відповідати в тому ж обсязі, що і боржник (тобто сплачувати неустойку, проценти, відшкодувати збитки), то гарант у договорі може обмежити розмір своєї відповідальності виконанням основної вимоги.

Гарантія відрізняється від звичайного договору поруки тим, що оформляється у формі гарантійного листа. *Гарантійний лист*

має юридичне значення за умови, що буде прийнятий кредитором, і останній у письмовій формі повідомить гаранту про прийняття гарантійного листа. Гарантійний лист можна вважати прийнятим кредитором, якщо в кредитному договорі з позичальником є посилання на цей гарантійний лист з зазначенням номера, дати і того, хто є гарантом. Якщо в кредитному договорі таке посилання на гарантійний лист відсутнє, вважається, що кредитор не прийняв гарантію в забезпечення кредитного договору. Гарантійний лист повинен містити такі відомості:

- за яким кредитним договором він виданий;
- термін, протягом якого діє гарантія;
- сума, яка гарантується.

У вітчизняній практиці найвідомішими є два види гарантій: державна гарантія та банківська. *Держ авні гарант ії* тривалий час були досить поширеними при отриманні вітчизняними підприємствами кредитів від нерезидентів. Держава брала на себе зобов'язання погасити борги підприємств у разі настання гарантійних випадків. *Банківські гарант ії* здебільшого використовуються як інструмент забезпечення договірних зобов'язань при здійсненні міжнародних комерційних операцій (експорт-імпорт).

Особливістю договорів поруки і гарантії при розрахунках між резидентами України є те, що вони втрачають силу автоматично, якщо протягом трьох місяців з моменту настання терміну виконання зобов'язання боржником (або протягом року з моменту укладення договору поручительства) кредитор не пред'явив позов поручителю (гаранту). Цей термін не може бути змінений угодою сторін або відновлений господарським судом. При здійсненні зовнішньоекономічних операцій порядок використання гарантій (поручительство) регламентується нормами міжнародних конвенцій і договорів.

6.2.5. Кредит в іноземній валюті

У процесі здійснення фінансово-господарської діяльності підприємства можуть залучати кредити в іноземній валюті. Ці кредити надаються як резидентами, так і нерезидентами. Здебільшого кредити залучаються для виконання зобов'язань за зовнішньоекономічними контрактами, оплати відряджень за кордон тощо. Практика свідчить, що кредити в іноземній валюті є вигіднішими для позичальника, оскільки ставки за ними є набагато нижчими, ніж за кредитами у вітчизняній валюті. Однак

слід також враховувати підвищений валютний ризик за такими кредитами.

Кредити в іноземній валюті надаються *віт чизняними комерційними банками* за умови мобілізації ними валютних ресурсів на відповідний строк. При цьому допускається часткове або повне конвертування кредитних коштів у гривню або іншу іноземну валюту на міжбанківському валютному ринку України чи на міжнародних валютних ринках згідно з умовами укладених кредитних договорів. У нинішній час таку можливість мають усі юридичні та фізичні особи, що є суб'єктами підприємницької діяльності.

На практиці зустрічається також форма одержання кредиту в іноземній валюті на основі *договору валютного фіксингу*, згідно з яким кредит надається банком в українських гривнях, однак з прив'язкою до курсу долара чи євро. Погашення кредиту здійснюється також у гривнях у перерахунку за курсом відповідної іноземної валюти. Завдяки цьому позичальник може отримати кредит за зниженою процентною ставкою, характерною для кредитів в іноземній валюті, однак бере на себе валютний ризик. Зрозуміло, що з юридичного погляду такого роду кредити не можна вважати кредитами в іноземній валюті, хоча за економічними характеристиками вони мають багато спільного саме з валютними кредитами.

У разі планування залучення кредитів в іноземній валюті від *нерезидентів* фінансові служби підприємств повинні враховувати таке:

- кредити отримуються тільки в безготівковій формі;
- договори, які передбачають виконання резидентами боргових зобов'язань перед нерезидентами за залученими кредитами в іноземній валюті (окрім товарних кредитів), у т. ч. поворотною фінансовою допомогою в іноземній валюті, підлягають обов'язковій реєстрації Національним банком України шляхом видачі резидентам реєстраційних свідоцтв;
- позичальник зобов'язаний зареєструвати договір до фактичного одержання кредиту;
- за видачу реєстраційного свідоцтва стягується плата згідно з тарифом послуг, установленим нормативно-правовими актами НБУ;
- процентна ставка за валютними кредитами від нерезидентів не повинна перевищувати розміру середньозваженої процентної ставки, за якою комерційні банки України надають суб'єктам господарювання кредити в іноземній валюті на внутрішньому кре-

дитному ринку (відповідна ставка розраховується Департаментом валютного регулювання НБУ і на середину 2002 р. становила 17 % річних);

- якщо договором з нерезидентом передбачено одержання кредиту без надходження коштів на рахунок резидента-позичальника на території України та/або погашення заборгованості за таким кредитом здійснюватиметься з рахунку резидента в іноземному банку, то резидент-позичальник повинен у встановленому порядку одержати індивідуальну ліцензію на відкриття рахунку в іноземному банку;

- у разі одержання резидентом кредиту в іноземній валюті від нерезидента без отримання реєстраційного свідоцтва до нього застосовуються штрафні санкції у сумі, еквівалентній 1 % розміру одержаного кредиту, перерахованій у національну валюту України за офіційним обмінним курсом НБУ на день одержання кредиту.

Для одержання реєстраційного свідоцтва резиденту-позичальнику потрібно подати до відповідного територіального управління НБУ документи згідно з переліком, встановленим НБУ. Договір реєструється (з видачею реєстраційного свідоцтва) у строк, що не перевищує 7 робочих днів з дати надходження зазначених документів до територіального управління. Підставою для відмови у видачі територіальним управлінням резидентів-позичальнику реєстраційного свідоцтва є:

- відсутність належним чином оформлених документів, передбачених у відповідному переліку;
- виявлення в поданих документах недостовірної (суперечливої) інформації;
- невідповідність форми укладеного договору вимогам чинного законодавства України.

Резидент, що одержав кредит без реєстраційного свідоцтва, зобов'язаний здійснити реєстрацію договору і довести до відома органу державної податкової служби. Якщо протягом 60 днів з моменту встановлення порушення (дати укладення акта перевірки) податковий орган не одержить повідомлення про реєстрацію від резидента, то він у встановленому порядку подає матеріали з метою застосування спеціальних санкцій, передбачених Законом України «Про зовнішньоекономічну діяльність». Ці санкції можуть виражатися в накладенні штрафів, застосуванні до порушників індивідуального режиму ліцензування зовнішньоекономічної діяльності, яким установлюються певні заборони, обмеження чи режим здійснення зовнішньоекономічної діяльності тільки з

державного дозволу, тимчасове призупинення зовнішньоекономічної діяльності.

Залучення резидентом іноземного кредиту, отриманого під гарантію Кабінету Міністрів України, не потребує отримання реєстраційного свідоцтва.

6.3. ОБЛІГАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ

6.3.1. Види облігацій та їх параметри

Облігації підприємства розглядаються як класичний інструмент залучення суб'єктами господарювання позичкового капіталу на довгостроковий період. Випуск облігацій, як правило, розрахований не на якихось конкретних капіталодавців, а на ринок капіталів у цілому.

Облігація — це цінний папір, що засвідчує внесення його власником грошових коштів і підтверджує зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного папера в передбачений у ньому строк з виплатою доходу, порядок визначення якого передбачається умовами випуску.

Облігації можуть випускатися підприємствами всіх передбачених законом форм власності, об'єднаннями підприємств, акціонерними та іншими товариствами і не дають їх власникам права на участь в управлінні. Як правило, облігації емітуються крупними АТ чи ТОВ, які мають достатній рівень кредитоспроможності та репутацію для успішного розміщення цінних паперів на ринку. Облігації можуть випускатися іменними і на пред'явника. Враховуючи те, що строк, на який розміщуються облігації, становить здебільшого від 5 до 15 років, для спрощення процедури передачі права власності більшість підприємств випускають облігації на пред'явника.

Облігації підприємств повинні мати такі **реквізити**:

- найменування цінного папера — «облігація»,
- фірмове найменування і місцезнаходження емітента облігацій;
- фірмове найменування або ім'я покупця (для іменної облігації);
- номінальну вартість облігації;
- строки погашення, розмір і строки виплати процентів (для процентних облігацій);
- місце і дату випуску, а також серію і номер облігації;
- підпис керівника емітента або іншої уповноваженої на це особи, печатку емітента.

До облігацій, запропонованих для відкритого продажу з наступним вільним обігом (крім безпроцентних облігацій), повинні додаватися *купонні листи* і на виплат у процентів. Купонний лист повинен містити такі основні дані: порядковий номер купона; номер облігації, по якій виплачуються проценти; найменування емітента і рік виплати процентів.

Облігації всіх видів оплачуються в гривнях, а у випадках, передбачених умовами їх випуску, — в іноземній валюті. Незалежно від виду валюти, якою проведено оплату облігацій, її вартість виражається у гривнях. Кошти від розміщення облігацій підприємств направляються на цілі, визначені при їх випуску (як правило, це реалізація довгострокових інвестиційних проектів).

До **основних переваг фінансування на основі емісії облігацій** можна віднести такі:

- ◆ диверсифікація капіталодавців, зокрема кредиторів;
- ◆ залучення коштів здійснюється на довгостроковий період;
- ◆ податкові переваги, оскільки проценти за облігаціями відносяться на зменшення оподаткованого доходу емітента;
- ◆ порівняно з акціями облігації є менш ризиковим об'єктом вкладення коштів для інвесторів.

Серед **найсуттєвіших недоліків** цього інструменту фінансування найчастіше наводяться такі:

- порівняно високий рівень накладних витрат, пов'язаних із випуском облігацій;
- ризик сплати завищених процентів, передбачених умовами випуску облігацій, у разі зменшення ставок на ринку капіталів;
- через значну кількість держателів облігацій і широку географію їх знаходження можуть виникнути труднощі ведення переговорів з капіталодавцями у разі необхідності пролонгації строків погашення.

У разі невиконання чи несвоєчасного виконання емітентом зобов'язання щодо виплати доходів по процентних облігаціях чи погашення зазначеної в облігації суми у визначений строк стягнення відповідних сум провадиться примусово судом або господарським судом.

На відміну від акцій, курс емісії облігацій (за винятком конвертованих облігацій) може збігатися з номіналом, бути вищим чи нижчим за нього. Якщо курс емісії перевищує номінал, то підприємство-емітент отримує дохід у вигляді ажіо (премію), аналогічно до емісійного доходу за корпоративними правами. Курс погашення може збігатися з номіналом або перевищувати його. Дохід по облігаціях усіх видів виплачується відповідно до умов їх випуску.

Отже, облигацію слід трактувати як боргове зобов'язання позичальника перед кредитором, за яким передбачаються:

- а) періодичні платежі (процентні облигації);
- б) початковий продаж за зниженою ціною та виплата номіналу при настанні строку її погашення (облигації з нульовим купоном);
- в) комбіновані облигації (продаються з дисконтом чи премією з нарахуванням процентів).

Окрім вказаних видів облигацій, підприємства можуть емітувати конвертовані облигації, які можна обміняти на прості акції чи облигації з варантом на право придбання акцій.

Акціонерні товариства випускають облигації на суму не більше 25 % від розміру статутного капіталу і лише після повної оплати всіх випущених акцій.

6.3.2. Емісія облигацій

Умови випуску і розміщення облигацій підприємств визначаються законодавчими та нормативними актами, а також статутом емітента. Розміщення облигацій на ринку може здійснюватися або безпосередньо емітентом, або з допомогою фінансового посередника. В європейських країнах звичною є ситуація, коли розміщенням облигацій займаються банківські консорціуми, які купують усю емісію в емітента за певну винагороду, яка в середньому становить від 2,5 до 4,0 % вартості емісії.

Витрати, пов'язані із залученням коштів на основі емісії облигацій складаються з одноразових накладних витрат і поточних (чи остаточних) виплат доходів за облигаціями. Одноразові накладні витрати становлять у середньому 4—7 % вартості емісії і включають:

- виплату комісійних фінансовому посереднику чи банківському консорціуму;
- витрати на реєстрацію емісії та опублікування інформації про випуск облигацій;
- сплату державного мита у розмірі 0,1 % загальної номінальної вартості облигацій, що пропонуються для продажу, за реєстрацію інформації про емісію цінних паперів;
- витрати на друкування сертифікатів цінних паперів;
- відшкодування послуг аудиторів;
- інші витрати.

Враховуючи достатньо високий рівень накладних затрат, пов'язаних з емісією облигацій, вважається що вона є доцільною

лише за значного обсягу залучення коштів. У західноєвропейських країнах рекомендується вдаватися до цього інструмента залучення коштів, починаючи з обсягу емісії у 3 млн євро.

Порядок емісії облигацій наведено на рис. 6.2. Рішення про випуск облигацій підприємств приймається емітентом та оформляється протоколом зборів власників чи іншим уповноваженим на те органом. Протокол рішення про випуск облигацій підприємств повинен обов'язково містити: реквізити емітента; відомості про статутний капітал, господарську діяльність і службових осіб; найменування аудиторської фірми; дані про розміщення раніше випущених цінних паперів; мету випуску і вид облигацій (іменні чи на пред'явника); загальну суму емісії, кількість і номінальну вартість облигацій; кількість учасників голосування; порядок випуску облигацій та виплати доходів по них; строки повернення коштів при відмові від випуску облигацій; порядок повідомлення про випуск та розміщення облигацій; порядок оплати облигацій.

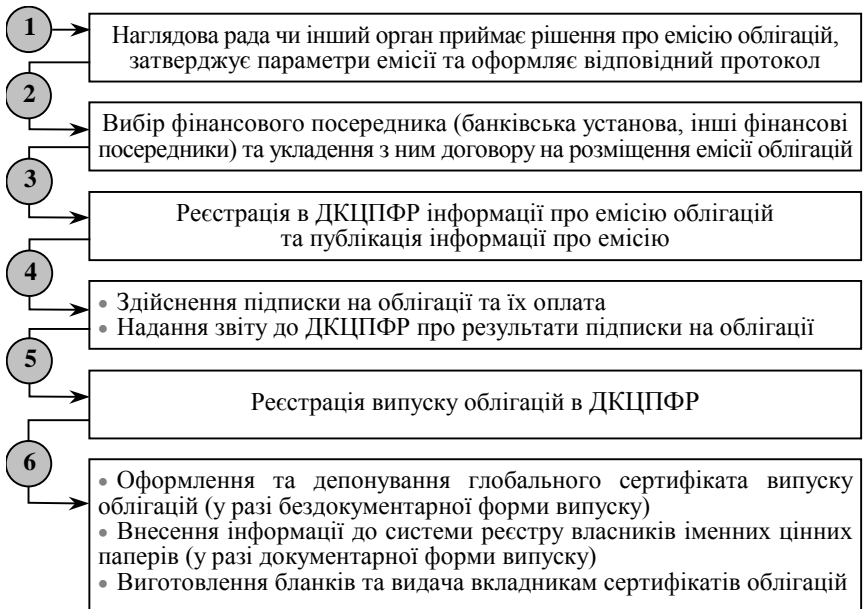


Рис. 6.2. Порядок випуску облигацій підприємства

Якщо прийнято рішення про емісію **процентних облигацій**, то основними їх параметрами, які потребують узгодження, є такі:

- загальна номінальна вартість;

- номінальна вартість однієї облігації та їх кількість у випуску;
- форма випуску;
- сума випуску за курсом емісії;
- процентна ставка;
- термін виплати процентів;
- період розміщення та дата погашення облігацій.

Особливості розміщення **облігацій з нульовим купоном** будуть охарактеризовані в наступних підрозділах.

Якщо умовами випуску облігацій підприємств передбачено їх публічний обіг, а також у разі випуску облігацій відкритими акціонерними товариствами емітент подає реєструвальному органу для одночасної реєстрації випуску та інформації про емісію цих облігацій, такі документи:

- а) заяву про реєстрацію випуску та інформації про емісію облігацій підприємств;
- б) інформацію про емісію облігацій,
- в) копію платіжного доручення про сплату державного мита;
- г) рішення про випуск облігацій, що оформлено протоколом;
- д) зразок бланка сертифіката облігацій, якщо випуск здійснюється в документарній формі;
- е) копію договору з торговцем цінними паперами щодо розміщення даного випуску облігацій (якщо емітент користуватиметься його послугами);
- є) копію свідоцтва про державну реєстрацію підприємства.

В інформацію про емісію облігацій повинні бути включені ті самі відомості, що й при емісії акцій, про що йшлося у розд. 3. Особливості стосуються лише інформації про параметри облігацій. Дані про емісію облігацій повинні включати:

- дату і номер рішення (протоколу) про емісію облігацій;
- найменування органу, який прийняв рішення;
- загальну номінальну вартість облігацій, що пропонуються до продажу;
- мету використання фінансових ресурсів, залучених від продажу облігацій, та джерела погашення позички і виплати доходу по облігаціях (конкретні обсяги, напрями використання та джерела погашення);
- кількість облігацій за типами і категоріями (іменні або на пред'явника, процентні або безпроцентні);
- форму випуску облігацій (документарна або бездокументарна);
- перелік засновників товариства, розмір частки кожного із засновників у статутному капіталі;

- права, що надаються власникам облігацій;
- номінальну вартість, серії та порядкові номери облігацій;
- адреси місць, дати початку та припинення продажу, погашення облігацій та виплати доходів по них;
- умови і термін обігу облігацій;
- дії, що провадяться у разі несвоєчасного подання облігацій для погашення;
- інформацію про можливі привілеї власників облігацій;
- запланований курс продажу облігацій та відомості щодо ринкової вартості облігацій даного емітента, що перебувають в обігу (окремо — на біржах, позабіржових торговельно-інформаційних системах та позабіржовому ринку);
- докладний опис відомостей про порядок оплати облігацій із зазначенням найменування банківської установи та номера розрахункового рахунку, на який має бути внесена оплата за облігації;
- найменування торговця цінними паперами (якщо емітент користується його послугами);
- відомості щодо умов договору з торговцем цінними паперами із зазначенням суми винагороди торговця цінними паперами (якщо емітент користується його послугами);
- по процентних облігаціях — заплановані проценти, метод обчислення, порядок виплати доходів та погашення, здійснення операцій і депонування.

Успішне розміщення облігацій на ринку капіталів визначають такі основні чинники:

- ◆ наявність і характер публічної інформації про емітента;
- ◆ кредитний рейтинг, присвоєний емітенту рейтинговими агентствами (на міжнародному рівні Moody's; Standard & Poor's та ін.);
- ◆ оцінки незалежних фінансових аналітиків.

На міжнародних ринках капіталів ціни на облігації здебільшого формуються за принципом дисконтування майбутнього Cash-flow, тобто майбутні грошові потоки від облігацій (проценти та основна сума) шляхом дисконтування приводяться до теперішньої вартості⁷, на основі чого приймаються рішення про доцільність вкладення коштів у даний вид боргових цінних паперів.

Як і за інших форм залучення позичкового капіталу, під час емісії облігацій може бути передбачено кредитне забезпечення.

⁷ Детальніше див. розд. 8.

В економічно розвинутих країнах за кредитного забезпечення при емісії облігацій здебільшого використовують такі інструменти:

- застава майна, в т. ч. іпотека;
- гарантії або поручительство;
- негативні застереження, під якими розуміється договірне зобов'язання емітента не використовувати майно підприємства як кредитне забезпечення на користь інших кредиторів.

6.3.3. Погашення облігацій підприємств

Порядок обслуговування та погашення облігацій усіх видів визначається при їх випуску.

Погашення облігації — це виплата номінальної вартості облігації та доходу по них у терміни, передбачені умовами емісії облігацій. Погашення може здійснюватися шляхом фіксованих виплат або на основі застосування методу ануїтетів. В останньому випадку платежі з погашення облігацій здійснюються через певні інтервали часу в однаковому розмірі. Сума платежу включає дохід за облігацією і номінальну вартість, причому з часом частка процентних доходів зменшується, а погашення основної суми боргу збільшується. Досить часто застосовується метод погашення облігацій на основі жеребкування.

Важливою ділянкою роботи фінансового менеджера є визначення порядку погашення облігацій та встановлення процентів по них. За процентними облігаціями ставка процента відображається в купоні до облігації.

Зважаючи на те, що проценти за облігаціями є фіксованими, у разі суттєвої зміни процентних ставок на ринку приведення у відповідність дохідності за облігаціями і ринкової дохідності може здійснюватися на основі конверсії старих облігацій в облігації нового випуску. Емітент у такому разі погашає облігації попередніх випусків і емітує нові, з іншими умовами дохідності, які відповідають актуальній ситуації на ринку. У даному випадку держателі облігацій самостійно приймають рішення щодо придбання облігацій нової емісії.

Поряд із номінальною процентною ставкою велике значення має ефективна ставка процента за облігаціями, яка, окрім процентної ставки, зафіксованої в купонному листі, враховує позитивну чи негативну різницю між курсом емісії та ціною викупу облігації. Відхилення між зазначеними ставками можна спостерігати

тоді, коли курс емісії та/або курс погашення процентних облігацій не дорівнює 100 %. Відхилення буде тим більшим, чим більшою виявиться різниця між цими курсами і чим коротший період обігу цінних паперів (n).

Для емітента ефективна ставка процента характеризує загальний рівень витрат, пов'язаних із залученням коштів. Ці витрати включають, окрім номінальної процентної ставки та дисконту, також одноразові накладні витрати.

Приклад 6.1

Облігації емітуються за номінальною процентною ставкою 12 %, проценти нараховуються щорічно, один раз на рік. Курс емісії становить 80 % до номіналу. Період обігу облігацій — 10 років з погашенням у кінці строку обігу за курсом 110 %, одноразові накладні витрати, пов'язані з емісією облігацій, — 5 % від номіналу.

Для визначення ефективної ставки процента для емітента розрахуємо середньорічні витрати, пов'язані із залученням капіталу.

- середньорічна величина дизажіо становить 3 % ($30 : 10$);
- середньорічні накладні витрати (одноразові витрати, розподілені на період обігу облігацій) — 0,5 % ($5 : 10$);
- фіксована процентна ставка — 12 %.

Таким чином, загальна величина витрат становитиме 15,5 % до номіналу. Реальна величина фінансових ресурсів, які надходять у розпорядження підприємства, дорівнює 75 % від номіналу (курс емісії за мінусом одноразових накладних витрат). Відношення між величиною витрат та обсягом залучення фінансових ресурсів характеризує ефективну ставку процента для емітента — 20,6 %.

Інвестор, розраховуючи ефективну ставку процента, не бере до уваги здійснені емітентом одноразові накладні витрати. Якщо погашення облігації проводиться в кінці періоду, то інвесторам доцільно використати такий алгоритм розрахунку ефективної ставки процента (Re):

$$Re = \frac{i + d/n}{K_e} \cdot 100 \%, \quad (6.1)$$

де d — дисконт, виражений у процентах ($K_n - K_e$); i — фіксована процентна ставка; K_e — курс емісії, у процентах; K_n — курс погашення облігацій, у процентах.

Звичайно, у разі необхідності у зазначеній формулі можуть використовуватися не лише відносні, а й абсолютні величини. Враховуючи дані попереднього прикладу, ефективна ставка процента для інвестора становитиме:

$$Re = \frac{12 + 30/10}{80} \cdot 100 = 18,75 \%$$

У разі, якщо погашення облігацій здійснюється щорічно рівними сумами, то в алгоритмі розрахунку ефективної ставки процента замість n доцільно підставити середню величину строку обігу облігацій (t):

$$t = \frac{n+1}{2}$$

Якщо умову попереднього прикладу дещо скоригувати, зокрема передбачити щорічне погашення облігацій однаковими сумами, то ефективна ставка процента для інвестора становитиме:

$$Re = \frac{12 + 30/5,5}{80} = 21,8 \%$$

Розрахунок ефективної ставки процента має значення насамперед для інвесторів, при оцінці ефективності їх вкладень та визначення амортизованої собівартості фінансових інвестицій, яка відображається у звітності (див. розд. 8).

Після погашення облігацій емітент зобов'язаний не пізніше ніж через 7 днів надати до реєструвального органу звіт про наслідки погашення облігацій, в якому обов'язково мають бути зазначені:

- дати початку та закінчення погашення облігацій;
- кількість погашених облігацій (із зазначенням номерів і серій);
- сума, на яку погашені облігації;
- проценти та сума доходу, виплачених по облігаціях (для процентних облігацій).

Звіт про результати погашення облігацій повинен бути підписаний емітентом або особою, яка за дорученням емітента здійснювала погашення облігацій та виплату доходу по них (якщо емітент користується його послугами), а також аудитором (аудиторською організацією) і засвідчений їх печатками.

Крім звіту, емітент до реєструвального органу подає відповідну заяву та примірник друкованого органу з публікацією інформації про емісію облігацій.

6.3.4. Облігації з нульовим купоном (Zerobond)

Починаючи з 1981 р. на міжнародних ринках капіталів достатнього поширення набули облігації з нульовим купоном (*Zerobond*). До основних характеристик цих облігацій слід віднести:

- відсутність поточних процентних платежів;
- облігації розміщуються з дизажіо (дисконтом);
- погашення здійснюється за номінальною вартістю.

Проценти і проценти на проценти за облігаціями з нульовим купоном тезавруються і виплачуються при погашенні цінних паперів у складі їх номінальної вартості або у вигляді премії. Номінальна вартість, яка підлягає погашенню, залишається фіксованою протягом усього терміну запозичення. Саме тому, випускаючи облігації, фінансові служби повинні правильно розрахувати номінальну вартість з тим, щоб вона враховувала поточну і прогнозу кон'юнктуру фінансового ринку і, з одного боку, мінімізувала вартість залучення капіталу, а з іншого — стимулювала інвесторів вкладати кошти в облігації. Вважається, що *кредит оспримож ніст ь еміт ент ів облігацій з нульовим купоном повинна бут и вищою, ніж т их, які випускают ь процент ні облігації, оскільки інвест ори підлягают ь більшому ризику.*

Вкладаючи кошти в ці облігації, інвестор отримує доходи не у вигляді процентів, а в результаті приросту його капіталу⁸. Недоліком цього виду облігацій для емітента є те, що він бере на себе ризик зміни процентних ставок. У практиці фінансової діяльності підприємств можна зустріти кілька різновидів облігацій з нульовим купоном, зокрема:

Зрост аючі облігації, або «накопичувачі процент ів». Розміщення цих облігацій здійснюється за номінальною вартістю (100 %), а погашення — за курсом, який включає номінальну вартість і нараховані складні проценти.

Облігації з дисконт ом, або «справж ні облігації з нульовим купоном». Умовами випуску цих облігацій передбачається їх розміщення за ціною, нижчою за номінал, а погашення — за курсом 100 %, тобто за номіналом. *Дисконт (за операціями з борговими цінними паперами) — різниця між номінальною варт істю облігації т а курсом її емісії, якщо курс емісії ниж чий за номінальну варт іст ь.* Різницю між курсом емісії, якщо він є меншим за номінал, і номінальною вартістю облігацій також позначають як дизажіо.

До основних параметрів, з якими слід визначитися фінансовим службам підприємства під час прийняття рішення щодо емісії облігацій з нульовим купоном, слід віднести такі:

- сукупна номінальна вартість емісії;

⁸ Eisele W. Technik des betrieblichen Rechnungswesens: Buchführung und Bilanzierung — Kosten- und Leistungsrechnung. — 6., ueberarb. Aufl. — München: Vahlen, 1998. — S. 187.

- номінальна вартість однієї облигації та загальна кількість облигацій;
- форма випуску;
- сума випуску за курсом емісії;
- період розміщення та дата погашення облигацій.

Приклад 6.2

Потреба підприємства у фінансових ресурсах для реалізації інвестиційного проекту становить 500 тис. грн. Для покриття цієї потреби було прийняте рішення про емісію облигацій з дисконтом. Параметри емісії характеризуються такими даними:

- загальна сума випуску (за курсом емісії) — 500 тис. грн;
- дата закінчення розміщення облигацій — 31.01.02;
- строк погашення облигацій — 31.12.10;
- курс погашення — 100 % номінальної вартості;
- оціночна процентна ставка за облигаціями становить $i = 12\%$ (нараховується за методом складних процентів).

Розрахуємо загальну номінальну вартість, яку слід виплатити в період погашення облигацій, і суму дисконту (дизажю), якщо проценти нараховуються щорічно (один раз на рік).

Для визначення суми погашення облигацій, яка дорівнюватиме їх номінальній вартості, скористаємося алгоритмом розрахунку майбутньої вартості вкладу при його нарощуванні методом складного процента:

$$N = E \cdot (1 + r)^n, \quad (6.2)$$

де N — номінальна вартість облигацій, яку потрібно сплатити при їх погашенні (у грн); E — загальна сума емісії (у грн) за встановленим курсом розміщення; r — коефіцієнт, який характеризує процентну ставку ($r = i / 100\%$); n — період обігу облигацій (в нашому прикладі відповідає кількості інтервалів (8 років), за які нараховуються проценти).

Підставивши відповідні значення у формулу та скориставшись множником для розрахунку майбутньої вартості за складними процентами (див. додаток до посібника), одержимо шукану загальну номінальну вартість облигацій:

$$N = 500\,000 \cdot (1 + 0,12)^8 = 500\,000 \cdot 2,476 = 1\,238\,000 \text{ грн.}$$

Виходячи з того, що загальна номінальна вартість емісії облигацій відповідає 100 % (K_n = номінальний курс), курс, за яким розміщується емісія (K_e), складатиме 40,4 % ($500\,000 \cdot 100\% / 1\,238\,000$). Сума дисконту становитиме 738 тис. грн ($1\,238\,000 - 500\,000$).

Якщо заданими є номінальна вартість облигацій, ціна їх розміщення та період обігу, то ставку річної дохідності (R) за облигаціями зі складними процентами можна розрахувати за такою формулою:

$$R = \sqrt[n]{(N/E)} - 1 = \sqrt[8]{(1\,238\,000 / 500\,000)} - 1 = \sqrt[8]{2,476} - 1 = 12\%.$$

Ефективна ставка процента (Re) за облигаціями з нульовим купоном для інвестора розраховується, виходячи з різниці між ціною придбання цінних паперів та ціною їх погашення (характеризує дохід капіталодавця) і капіталу, використаного на придбання облигацій. У нашому прикладі ефективну ставку процента можна розрахувати як відношення суми дисконту, поділеного на кількість періодів до емісійної вартості облигацій:

$$Re = \frac{738\,000/8}{500\,000} \cdot 100\% = 18,45\%.$$

Таким чином, реальний середньорічний дохід інвесторів, які придбали облигації за ціною емісії в 500 000 грн, становив 18,45 %, аналогічною є вартість обслуговування облигацій для емітента. Щоправда, загальна ціна залучення капіталу на основі випуску облигацій буде дещо іншою, оскільки її слід скоригувати на накладні витрати та суму економії на податкових платежах, яка виникає в результаті віднесення затрат, пов'язаних з випуском, обслуговуванням і погашенням облигацій, на валові витрати емітента.

Відповідно до вимог податкового законодавства, збитки від розміщення дисконтних цінних паперів (дизажіо), емітованих платником податку, відносять до складу його валових витрат у податковий період, протягом якого відбулося погашення (викуп) таких цінних паперів.

Згідно з вимогами фінансового обліку суми дисконту та нараховані проценти списують на фінансові витрати підприємства.

Облигації з нульовим купоном можуть купуватися і продаватися на вторинному ринку під час усього періоду їх обігу. При цьому виявляються такі закономірності щодо формування ринкової ціни на них. Якщо процентні ставки на ринку капіталів зростають, то ринковий курс зазначених облигацій падає. **Ринкова процентна ставка** — це ставка, заснована на сумах, що виплачуються на інвестиційному ринку за борговими цінними паперами (облигаціями, векселями, ощадними сертифікатами) зі схожими параметрами запозичення і ризику.

Завдяки складному механізму реінвестування, за якого не лише капітал, вкладений в облигації, а й майбутні проценти матимуть дохідність на рівні меншому, ніж середня ставка дохідності на ринку, темпи падіння ринкової ціни на облигації з нульовим купоном будуть непропорційно високими. Навпаки, якщо процентні ставки на ринку знижуються, то ціна відповідних облигацій

непропорційно зростатиме. Отже, на відміну від звичайних облігацій, при ціноутворенні на облігації з нульовим купоном проявляється ефект важеля, який підсилює стосовно згаданих облігацій існуючі на ринку тенденції. Ця обставина має суттєве значення для вкладників (ринкових спекулянтів), які мають на меті реалізувати облігації на ринку під час періоду їх обігу та отримати доходи за рахунок різниці між купівельною ціною облігацій та ціною їх реалізації. Оцінюючи ефективність даної операції, інвестор повинен порівняти дохід у вигляді курсових різниць, який він отримав, і можливі доходи у вигляді процентів від альтернативного вкладення капіталу на ринку.

6.3.5. Конвертовані облігації

Одним із способів залучення коштів та збільшення статутного капіталу підприємства є емісія цінних паперів, які згодом можна конвертувати в акції. Конвертовані облігації належать до таких цінних паперів. **Конвертовані облігації** — це іменні облігації, умовами випуску яких передбачена можливість їх обміну на звичайні акції підприємства. У разі конверсії відбувається трансформація позичкового капіталу у власний. Капіталодавці зі статусу кредиторів переходять у статус власників.

Рішення про випуск облігацій цього типу приймається в такому ж порядку, як і рішення щодо випуску акцій. На відміну від інших видів облігацій, курс емісії конвертованих облігацій може бути не меншим 100 %, тобто не меншим за номінал. У повідомленні про емісію конвертованих облігацій, окрім номінального курсу, процентної ставки, строків обігу, слід зазначити:

- переважні права на придбання облігацій (захист проти «розмивання» власного капіталу);
- пропорції обміну (коефіцієнт конверсії);
- строки конверсії;
- необхідність, порядок і розмір доплат;
- зауваження щодо захисту прав держателів облігацій.

Оскільки збільшення капіталу на основі обміну облігацій на акції призводить до змін курсу акцій та «розмивання» прав акціонерів, вони мають **переважні права на купівлю конверсійних облігацій** такі самі, як і на купівлю нових акцій. Переважні права визначаються відношенням статутного капіталу до загальної номінальної вартості емітованих облігацій. Наприклад, якщо статутний капітал підприємства — 180 тис. грн, а загальна номінальна вартість облігацій — 30 тис. грн, то переважні права становитимуть $6 : 1$ ($180 / 30$). Це означає, що акціонер, який володіє акціями но-

мінальною вартістю 60 грн, може придбати облігації номінальною вартістю 10 грн. Якщо ж акціонер бажає придбати більше облігацій або ж взагалі не хоче скористатися своїми переважними правами, то діє порядок, аналогічний тому, який описувався нами при характеристиці переважних прав на придбання нових акцій.

Поряд із захистом прав акціонерів умовами емісії конвертованих облігацій повинні бути також передбачені механізми захисту прав держателів облігацій. З метою недопущення знецінення права на конверсію внаслідок позапланових емісій акцій за низьким курсом, збільшення статутного капіталу за рахунок реінвестицій чи надмірних виплат дивідендів протягом строку обігу конвертованих облігацій, умовами емісії останніх можуть передбачатися певні захисні застереження. До застережень, які широко використовуються на практиці, можна віднести зменшення рівня планових доплат при конверсії на величину переважних прав — у разі проміжної емісії акцій за курсом, нижчим за ринковий. Окрім цього, може бути передбачено надання держателям облігацій переважних прав на рівні з іншими акціонерами⁹.

Коефіцієнт конверсії — це співвідношення, з яким планується конверсія. Він показує, скільки облігацій слід представити для того, щоб одержати одну акцію. Він визначається шляхом ділення номінальної вартості всіх облігацій, які перебувають в обігу, на обсяг збільшення статутного капіталу. Якщо, наприклад, коефіцієнт конверсії становить 4 : 1 і номінальна вартість облігацій відповідає номіналу акцій, то це означає, що чотири облігації можна обміняти на одну звичайну акцію.

Доплати. Оскільки конверсія може проводитися через кілька років після емісії облігацій, за цей період прибутковість емітента і ринковий курс акцій можуть значно змінитися. З метою приведення у відповідність реальної ціни акцій з вартістю конверсії, стимулювання до ранньої чи пізньої конверсії, умовами випуску можуть передбачатися доплати, які здійснюються при обміні. При цьому можуть встановлюватися ***т акі варіант и доплат*** :

1. ***Фіксований розмір доплат*** : курс емісії акцій визначається розміром доплат і коефіцієнтом конверсії.

2. ***Зростаючі доплати*** и курс емісії акцій зростає з плином часу, що стимулює до проведення більш ранньої конверсії.

3. ***Спадаючий розмір доплат*** : курс емісії акцій з плином часу зменшується, що стимулює до проведення пізнішої конверсії.

⁹ Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen. — S. 389.

4. *Доплат и, прив'язані до дивідендів*: розмір доплат збільшується або зменшується пропорційно до ставки нарахування дивідендів за акціями підприємства.

5. *Компенсації*: у разі конверсії, окрім акцій, держатель облигацій отримує певну суму грошових компенсацій.

Випуск конвертованих облигацій економічно виправданий у таких випадках:

- коли ставки на кредитному ринку є досить високими;
- курс акцій через низьку прибутковість має тенденцію до зниження;
- прогнози щодо майбутніх перспектив діяльності підприємства є не досить виразними.

За таких обставин проблематичним є як випуск акцій, так і емісія звичайних облигацій. Конвертовані облигації мають перевагу в тому, що проценти по них є нижчими, ніж середня процентна ставка на кредитному ринку. У такому разі інвестори дають згоду на одержання нижчого процента, властивого цим облигаціям, заради можливості обміняти їх на звичайні акції в майбутньому.

При прийнятті рішення щодо випуску облигацій чи акцій слід враховувати також податкові аспекти, наприклад те, що проценти по боргових цінних паперах відносяться на валові витрати емітента, а дивіденди за акціями слід сплачувати за рахунок чистого прибутку.

Конверсію доцільно здійснювати, коли курс конверсії (вартість облигацій плюс доплати) нижчою за біржовий курс акцій. Оскільки курс емісії акцій визначається коефіцієнтом конверсії та доплатами, вони повинні бути встановлені таким чином, щоб курс емісії акцій був не нижчим за їх номінальну вартість.

Емітуючи конвертовані облигації, підприємства можуть мати завуальовану мету встановлення курсу емісії акцій на рівні, максимально наближеному до ринкового, або навіть його перевищення. Інакше кажучи, через інструмент конвертованих облигацій підприємства можуть отримати більший емісійний дохід, ніж при безпосередньому розміщенні звичайних акцій.

Емітент одержує також додаткові переваги щодо обслуговування залученого капіталу: проценти за конвертованими облигаціями є нижчими, ніж за звичайними.

Конверсійні облигації, як правило, випускаються крупними підприємствами на строк від 5 до 15-ти років. Ринкова ціна конвер-

сійних облігацій визначається їх інвестиційною вартістю та ціною звичайних акцій, обраних для конверсії.

Рішення держателів облігацій щодо їх конверсії в акції залежить від рівня прибутковості та надійності емітента. Відомості про обсяг емісії цінних паперів, що конвертуються в акції, повинні міститися в статуті акціонерного товариства.

У науково-практичній літературі з питань фінансування конвертовані облігації характеризуються як особливо придатний санаційний інструмент. Вони є однією з форм кредитування санації власниками та кредиторами підприємства. Конверсійні облігації дають можливість заінтересувати інвестора в наданні фінансових ресурсів, якщо він не ризикує придбати звичайні акції.

Вкладаючи кошти в конверсійні облігації, інвестор досягає подвійної мети:

- з одного боку, відносної безпеки вкладень (у разі банкрутства підприємства претензії власників облігацій задовольнятимуться в одній черзі з іншими кредиторами);
- з іншого боку, можливості збільшення капіталу, які дають звичайні акції.

6.3.6. Варанти

Оскільки варант має характеристики опціона, згадаємо визначення останнього. Опціон — стандартний документ, який закріплює право (але не зобов'язання) його власника на придбання від емітента опціона (опціон на купівлю) чи на продаж емітенту опціона (опціон на продаж) у термін, визначений у ньому, зазначену кількість базового активу за зафіксованою при укладанні ціною (ціною виконання).

Варант — різновид опціона на купівлю (опціон *call*), який випускається емітентом разом із власними привілейованими акціями чи облігаціями та надає його власникові право на придбання простих акцій чи облігацій даного емітента протягом певного періоду на заздалегідь узгоджених умовах. Варанти, як правило, емітуються в пакеті з облігаціями.

Згідно з вітчизняними нормативними актами, *варанти можуть випускатися лише відкритими акціонерними товариствами і тільки в документарній формі*. Термін дії варанту не повинен перевищувати 1 рік, а обсяг базового активу емітента варантів — 50 % обсягу акцій даного емітента, випуск (випуски) яких було зареєстровано.

Сертифікат варанту повинен містити такі реквізити:

- а) повну назву емітента варантів та його юридичну адресу;
- б) зазначення кількості цінних паперів, які є базовим активом варанту;
- в) загальну кількість варантів даного випуску;
- г) термін розміщення;
- д) термін дії варанту;
- е) підпис уповноваженої особи та печатку емітента.

Варанти можуть купуватися та продаватися на ринку окремо від цінних паперів (облігацій), з якими вони були емітовані.

Забезпеченість виконання варантів може гарантуватися:

- а) новою емісією акцій, які є базовим активом щодо даних варантів;
- б) укладанням договору (договорів) комісії з власником (власниками) базового активу в кількості, передбаченій умовами випуску варантів з розміщенням цього базового активу у зберігача;
- в) викупом в акціонерів належних їм акцій та утриманням їх до закінчення терміну дії варантів.

Умовами випуску варантів не передбачається обмін цінних паперів, з якими вони випускаються на базовий актив. Тобто після реалізації опціонного права облігації залишаються в обігу і засвідчують зобов'язання емітента щодо їх погашення.

У практиці фінансової діяльності найвідомішими є дві форми варантів:

- 1) з правом придбання облігацій;
- 2) які випускаються разом з облігаціями і дають право їх власникам придбати прості акції емітента.

Отже, базовим активом, тобто предметом виконання зобов'язань за варантом, можуть бути облігації або акції.

Варанти з правом придбання облігацій (*Interest Warrants, Bond Warrants*) особливого поширення набули на євrorинку капіталів. Цей вид опціонів засвідчує право на придбання в майбутньому однієї або кількох облігацій емітента на умовах, передбачених їх випуском. Прибутковість варантів залежить від співвідношення між середньою ставкою дохідності на ринку капіталів і прибутковістю облігацій.

Варанти з правом придбання простих акцій (*Stock Warrant Bonds*). На відміну від конвертованих облігацій під час використання цього виду варантів обмін облігацій на акції не відбувається. Власник опціону має право придбати прості акції на умовах, передбачених випуском облігацій, у пакеті з якими емітувались

варанти. Таким чином, трансформації боргу у власність не відбувається: змінюється лише величина статутного капіталу або склад акціонерів.

Аналогічно до конвертованих облигацій емісія облигацій у пакеті з варантом на придбання простих акцій потребує рішення загальних зборів акціонерів чи іншого уповноваженого на те органу власників АТ. Акціонери мають при цьому переважне право на придбання облигацій з варантом. У повідомленні про емісію облигацій з опціоном на придбання облигацій, окрім стандартної інформації про облигації, слід зазначити:

- ціну виконання опціону (курс придбання нових акцій);
- опціонне співвідношення (кількість акцій, які можна придбати на один варант);
- термін дії і виконання варанту;
- переважні права на придбання облигацій (захист проти «розмивання» власного капіталу).

Причини випуску облигацій з варантом на придбання акцій є здебільшого тими самими, що й при випуску конвертованих облигацій. **Ціна (або премія) варанту** — це не добуток номінальної ціни цінних паперів на їх кількість, а величина, яка залежить від прогнозу курсової вартості (базового активу). Премія буде тим вищою, чим довшим є строк дії варанту та чим більший розмах варіації (рівень коливання) очікуваного курсу акцій протягом цього періоду. За високого рівня коливання курсу збільшуються шанси власника варанту отримати прибуток у вигляді курсових різниць при використанні опціону. З іншого боку, збитки власника варанту обмежуються ціною його купівлі. За несприятливого розвитку курсу відповідних акцій ринкова ціна опціону може впасти до нуля. Як наслідок, держатель варанту втратить кошти, затрачені на його придбання.

Ціна, або премія, виплачується відразу при купівлі варанту, самі ж цінні папери (номінал, помножений на кількість) оплачуються безпосередньо при їх одержанні. Від купівлі цінних паперів можна відмовитися, але при цьому премія платнику не повертається.

Випуск варантів повинен бути зареєстрований у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку. З цією метою емітент подає до Комісії такі документи:

- а) заяву;
- б) зразок сертифіката варанту;
- в) зареєстровану інформацію про випуск цінних паперів, які є базовим активом;

г) річний звіт за попередній рік та (у разі наявності) останній після річного піврічний звіт.

Підкреслимо, що не дозволяється випуск варантів для покриття збитків від господарської діяльності емітента із зарахуванням надходжень від продажу варантів як результату поточної господарської діяльності.

6.4. КОМЕРЦІЙНІ КРЕДИТИ

Одним з джерел формування позичкового капіталу підприємства є комерційні кредити. *Комерційний кредит* — це форма кредиту, яка характеризує відносини позички між двома суб'єктами господарської діяльності, що виникають у результаті одержаних авансів у рахунок наступних поставок продукції (робіт, послуг) чи одержання товарів з відстрочкою платежів. Ці кредити принципово відрізняються від банківських, оскільки кредитором виступають комерційні партнери підприємства. До основних різновидів комерційних кредитів належать:

- товарні кредити;
- одержані аванси.

У результаті залучення *товарного кредиту* у підприємства виникає кредиторська заборгованість за товари (роботи, послуги). Здебільшого товарні кредити мають короткостроковий характер і спрямовуються на фінансування оборотних активів, як правило, запасів. Хоча в практиці можна також зустріти надання інвестиційних товарних кредитів, наприклад технологічних ліній.

Відносини товарного кредиту регулюються договором купівлі-продажу, в якому передбачена поставка товарів з відстроченням платежу. У вітчизняній практиці поширеними є договори, якими передбачено розрахунок за поставлену продукцію в міру її реалізації. Нереалізована продукція повертається постачальнику. Товарні кредити можуть надаватися з оформленням векселя чи без нього.

Основною метою надання товарних кредитів є стимулювання збуту продукції та прив'язка окремих перспективних клієнтів до постачальника. Зрозуміло, що за інших рівних умов клієнти закуповуватимуть товари у тих постачальників, які пропонують вигідніші умови розрахунків, зокрема надають товарні кредити чи знижки. Відповідні відстрочки платежів надаються, як правило, постійним клієнтам. Якщо відносини товарного кредитування

є стабільними, то такого роду короткострокові кредити набувають довгострокового характеру.

Важливим питанням, пов'язаним з комерційним кредитуванням, є вартість кредиту. Ця вартість залежить від таких основних чинників:

- рівня знижки до базової ціни (сконто) товару у разі здійснення дострокових розрахунків;
- періоду, протягом якого надаються знижки;
- періоду відстрочення платежів.

У разі, якщо постачальник відвантажує продукцію з відстрочкою платежу, не передбачаючи при цьому жодних знижок за дострокову оплату, то вартість залучення такого товарного кредиту для позичальника дорівнюватиме нулю. Якщо ж умовами контракту передбачена залежність ціни товару від строків розрахунків, тобто встановлені певні знижки до базової ціни у разі здійснення дострокових платежів, то втрачений дохід покупця (відповідно сплата завищеної ціни за товар) в результаті отримання товарного кредиту можна трактувати як плату за користування позичковим капіталом. Ефективна ставка процента для позичальника (Re) за товарним кредитом може розраховуватися за такою формулою:

$$Re = \frac{SK}{z - h} \cdot 360, \quad (6.3)$$

де SK — величина знижки (%); h — період дії знижки (днів); z — тривалість відстрочки платежу (днів).

Зрозуміло, що чим більшими є знижка до базової ціни і період її дії, тим вищою буде вартість залучення товарного кредиту. За інших рівних умов чим більшим є період відстрочення платежів, тим нижчою буде вартість кредиту.

На практиці досить часто використовують ще один алгоритм розрахунку ставки процента за користування товарним кредитом, який, на думку багатьох фінансистів, дає можливість точнішого визначення вартості залучення товарного кредиту:

$$Re = \frac{SK}{1 - 0,01SK} \cdot \frac{360}{z - h}. \quad (6.4)$$

Товарний кредит доцільно використовувати в тому разі, коли процентна ставка за його використання буде меншою, ніж ставка за банківський кредит, який підприємство може отримати на аналогічний період.

Приклад 6.3

Передбачений контрактом строк оплати відвантажених товарів становить 45 днів з моменту їх надходження на склад клієнта. При здійсненні розрахунків протягом перших 15 днів після надходження товару сконто (знижка) до базової ціни дорівнює 3 %. Розрахуємо ефективну ставку процента за товарним кредитом, а також доцільність його використання, якщо ставка за аналогічним банківським кредитом — 40 % річних.

Якщо підприємство здійснює розрахунки за базовою ціною з відстрочкою платежу в 45 днів, то це означає, що воно втратило можливість отримати знижку у розмірі 3 % базової ціни. Підставивши відповідні значення у формулу 6.3, знайдемо ефективну ставку процента за користування кредитом: 36 % річних $((3\%/45 - 15) \cdot 360)$; точніший показник отримаємо, скориставшись формулою (6.4): 37 %.

Якщо оплата здійснюється протягом перших 15 днів, то підприємство отримує відповідну знижку, отже, плата за користування товарним кредитом протягом цього періоду становитиме нуль.

Можна дійти висновку, що для підприємства вигіднішим є використання товарного кредиту порівняно з банківським. Однак з погляду зниження затрат для підприємства оптимальним буде розрахунок у кінці строку, протягом якого діє знижка.

Порівнюючи ефективність використання банківського і товарного кредитів, слід проаналізувати всі переваги та недоліки залучення останнього. До *основних переваг товарного кредиту* належать:

- ◆ відносна швидкість і технічна зручність отримання;
- ◆ кредитори здебільшого не вимагають додаткового кредитного забезпечення, окрім застереження щодо заборони застави майна під інші кредити;
- ◆ вимоги до кредитоспроможності позичальника є нижчими, ніж при банківському кредитуванні (кредитори, як правило, не здійснюють оцінку кредитоспроможності позичальника);
- ◆ порівняно легший процес узгодження пролонгації кредиту.

Слід враховувати також *т іпові недоліки залучення товарних кредитів*:

- процентна ставка, як правило, перевищує вартість банківського кредиту;
- небезпека високої залежності від постачальників;
- застереження щодо заборони надавати в заставу майно під інші кредити, що є типовим видом забезпечення товарних кредитів, звужує кредитні рамки позичальника;

- знижується контроль за ефективністю використання позичкового капіталу.

У вітчизняній практиці господарювання досить поширеним є покриття фінансового дефіциту шляхом порушення строків виконання платіжних зобов'язань, тобто використання як джерела поповнення обігових коштів прострочених товарних кредитів. Така політика є надзвичайно ризиковою. Вона може призвести до накладення на підприємство штрафів у ході доарбітражного чи арбітражного врегулювання господарських спорів. Це, в свою чергу, впливає на імідж суб'єкта господарювання як надійного партнера і врешті-решт призводить до його фінансової кризи.

Важливим елементом позичкового капіталу підприємства є одержані **аванси від клієнтів**. Йдеться про одержані аванси під поставку матеріальних цінностей або під виконання робіт, а також суми попередньої оплати покупцями і замовниками рахунків поставальника за продукцію і виконані роботи. Аванси можуть бути як коротко-, так і довгостроковими.

Оцінка вартості залучення *короткострокових авансів* здійснюється за тією ж методологією, що і товарних кредитів. Одним з чинників виникнення поточної заборгованості за авансами одержаними є уникнення ризику неплатежів за поставлені товари.

Довгострокові аванси як джерело формування позичкового капіталу використовуються при виконанні крупних замовлень, зокрема в будівництві, суднобудуванні, великому верстатобудуванні та в деяких інших галузях. Аванси від замовників відіграють такі функції:

- фінансування та підтримання ліквідності позичальника;
- перевірки платоспроможності замовника;
- гарантії, що замовник викупить замовлення у разі його готовності.

З метою зменшення ризику нецільового використання авансів і невиконання замовлення в зарубіжній практиці замовники за кредитне забезпечення, як правило, вимагають надання банківських гарантій¹⁰.

Строки, на які одержуються аванси, залежать від стандартних умов оплати замовлень у тій чи іншій галузі, строків виконання замовлення та результатів переговорів між замовником і виконавцем. Частина суми контракту може бути сплачена одразу після його укладення, частина — після виконання певного (проміж-

¹⁰ Wöhe G., Bilstein J. Grundzüge der Unternehmensfinanzierung. — S. 213.

ного) етапу замовлення, решта — після підписання акту приймання-здачі.

Як правило, на кредит у формі авансів проценти не нараховуються. Однак у теорії і практиці можна зустріти різні методи оцінки вартості залучення цього виду позичкового капіталу. За одним з методів вартість капіталу визначається як різниця між ціною виконання замовлення за відсутності авансових платежів та ціною цього ж замовлення із здійсненням таких платежів. За іншим методом ставка процента за користування авансом визначається на основі інструментарію розрахунку вартості грошей у часі з використанням як ставки дисконтування (чи нарощування) середньої процентної ставки на кредитному ринку.

Учасники кредитних відносин при комерційному кредиті можуть регулювати свої господарські відносини та створювати платіжні засоби у вигляді *векселів* — *зобов'язань боржника сплатити кредиторі зазначену суму у визначений термін. У разі оформлення комерційного кредиту за допомогою векселя інших угод про надання кредиту не укладається*. Вексель допомагає вирішити проблему нестачі обігових коштів і високої вартості кредитних ресурсів. Векселі можуть бути як коротко-, так і довгостроковими. Погашення комерційного кредиту, оформленого з допомогою векселя, може здійснюватися шляхом:

- сплати боржником за векселем;
- передачі (індосаменту) векселя іншій юридичній особі (крім банків та інших кредитних установ);
- врахування векселя — придбання векселя банком до настання строку платежу за ним у векселедержателя за грошові кошти з дисконтом (переоформлення комерційного кредиту на банківський).

До основних операцій з векселями, які можуть здійснюватися підприємствами, належать: купівля-продаж, застава, передача до врахування; міна; передача іншій особі шляхом індосаменту тощо. Важливим є те, що на передачу (індосамент) векселя в розрахунок за отримані товари (роботи, послуги) не нараховується ПДВ. Ми не будемо детально зупинятися на характеристичі операцій підприємств з векселями, оскільки це питання досить повно висвітлено у вітчизняній науково-практичній літературі та відповідних нормативних актах.

6.5. ФАКТОРИНГ

Досить часто підприємства вдаються до використання так званих субститутів кредиту. Одним з таких субститутів є факторинг, який можна трактувати як спосіб короткострокового фінансування діяльності підприємства. За визначенням, **факторинг** — це продаж дебіторської заборгованості на користь фінансового посередника (факторингової компанії чи банку). Зміст операції факторингу зводиться до переуступки першим кредитором прав вимоги боргу третьої особи другому кредитору (фактору) з попередньою або наступною компенсацією вартості такого боргу першому кредитору. На основі договору про проведення розрахункових операцій через факторинг банк, наприклад, може придбати у підприємства-продавця право вимоги за поставлені товари та надані послуги, строки сплати за які минули (прострочена дебіторська заборгованість) або по поточних розрахунках.

До найважливіших функцій факторингу належать:

- функція фінансування та кредитування: підприємства уступають право на одержання грошових засобів згідно з платіжними документами на поставлену продукцію в обмін на негайне одержання основної суми дебіторської заборгованості (за вирахуванням комісійної винагороди факторинговій фірмі);
- функція покриття ризику (*Delkredere*): ризик неповернення кредиторської заборгованості переходить до фактора;
- функція управління дебіторською заборгованістю: вся робота зі стягнення заборгованості переходить до компетенції фактора.

Розмір винагороди по факторингових операціях залежить від ризиковості операції, діючої процентної ставки та строків настання платежу. Перед укладанням угоди фактор перевіряє кредитоспроможність боржника. За відсутності прямих фінансових відносин між боржником та фактором оцінка кредитоспроможності здійснюється з використання непрямої інформації, а також інформації, наданої кредитними інститутами, які обслуговують боржника.

Законодавство зобов'язує кредитора повідомити боржника про поступку вимоги і при цьому не вимагає надання останньому угоди між початковим кредитором і фактором про поступку вимоги. Проте, якщо новий кредитор звертається з претензією і позовом до боржника, він повинен надати докази того, що саме йому першопочатковий кредитор уступив вимогу. Таким доказом є письмова угода між ним і початковим кредитором про поступку вимоги.

ТЕСТИ І ЗАДАЧІ

Тести

Тест 1. На які цілі може використувуватися банківський кредит?

1. Покриття збитків від господарської діяльності.
2. Реалізація інвестиційного проекту.
3. Збільшення статутного капіталу підприємства.
4. Фінансування придбання сировини.
5. Для виплати заробітної плати персоналу.

Тест 2. Позичковий капітал підприємств може формуватися за рахунок таких джерел...

- 1) банківські (фінансові) кредити;
- 2) кошти, залучені в результаті емісії облігацій;
- 3) кошти, залучені в результаті емісії акцій;
- 4) кошти, отримані в результаті рефінансування дебіторської заборгованості;
- 5) комерційні позички.

Тест 3. Фінансові кредити надаються підприємствам ву...

- 1) банками;
- 2) постачальниками;
- 3) небанківськими фінансовими установами;
- 4) податковими органами;
- 5) у разі емісії привілейованих облігацій.

Тест 4. Якісні критерії кредитоспроможності підприємств в оцінюють на основі...

- 1) аналізу ситуації підприємства на ринку;
- 2) оцінки ефективності менеджменту;
- 3) аналізу фінансового стану;
- 4) оцінки кредитного забезпечення;
- 5) прогнозування Cash-flow.

Тест 5. Які з наведених висловлювань, що характеризують потенційну платоспроможність позичальника, правильні?

1. Головним показником потенційної платоспроможності є показник абсолютної ліквідності.
2. Коефіцієнт покриття характеризує спроможність підприємства негайно погасити свої поточні борги.
3. Показник робочого капіталу повинен бути завжди від'ємним.
4. Критерієм оцінки потенційної платоспроможності позичальника може бути прогнозний показник Cash-flow.
5. Коефіцієнт покриття необоротних активів довгостроковим капіталом показує рівень дотримання фінансової рівноваги підприємства у коротко- і довгостроковому періоді.

Тест 6. Предметом іпотечки можуть бути...

- 1) земельна ділянка;
- 2) транспортні засоби;
- 3) цілісний майновий комплекс підприємства;
- 4) структурний підрозділ підприємства;
- 5) обладнання виробничого призначення.

Тест 7. До основних характеристик облігацій з нульовим купоном належать...

- 1) відсутність поточних процентних платежів;
- 2) облігації розміщуються з дизажем (дисконтом);
- 3) облігації розміщуються з премією;
- 4) погашення здійснюється за номінальною вартістю;
- 5) погашення здійснюється за курсом емісії.

Тест 8. Зниження вартості конвертованих облігацій може бути наслідком таких операцій.

- 1) позапланові емісії акцій за низьким курсом;
- 2) емісія облігацій з нульовим купоном;
- 3) спрямування прибутку на поповнення резервів;
- 4) збільшення статутного капіталу за рахунок реінвестицій;
- 5) надзвичайно високі дивідендні виплати протягом строку обігу конвертованих облігацій.

Тест 9. Варант — це різновид...

- 1) векселів;
- 2) опціонів;
- 3) облігацій;
- 4) привілейованих акцій;
- 5) факторингу.

Тест 10. Комерційний кредит — це...

- 1) кредит, який може надаватися у товарній формі;
- 2) форма фінансового кредиту;
- 3) кредит, який виникає в результаті одержаних авансів у рахунок наступних поставок продукції;
- 4) кредит, що може надаватися лише під заставу векселів;
- 5) кредитні відносини, які можуть оформлятися векселем.

Задачі

Задача 1

Емісія облігацій підприємств характеризується такими параметрами:

курс емісії облігацій — 85 %;

курс погашення облігацій — 100 %;
номінальна процентна ставка — 10 %;
період обігу облігацій — 10 років.

Розрахувати ефективну ставку процента, якщо: а) погашення облігацій здійснюватиметься в кінці періоду їх обігу; б) погашення облігацій здійснюватиметься щорічно рівними частинами.

Задача 2

Підприємство має потребу в капіталі для придбання виробничих запасів (сировини) обсягом 1 млн грн. Середня тривалість операційного циклу становить 60 днів. Передбачений контрактом строк оплати відвантажених товарів — 30 днів з моменту їх надходження на склад клієнта. При здійсненні розрахунків протягом наступних 30 днів надбавка до базової ціни дорівнює 5 %. При здійсненні оплати по факту (протягом 2 робочих днів з моменту надходження сировини) сконто (знижка) до базової ціни становитиме 3 %; процентна ставка за короткостроковими банківськими кредитами — 35 % річних. Фінансовий менеджер повинен визначити найоптимальніший варіант покриття потреби в капіталі для фінансування придбання сировини.

Розділ 7

ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ РЕОРГАНІЗАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ

Реорганізація як специфічний напрям фінансової діяльності підприємств. Мета та завдання реорганізації підприємств.

Види реорганізації підприємств: загальна характеристика. Загальні передумови реорганізації суб'єктів господарювання: нормативно-правові та фінансово-економічні.

Реорганізація, спрямована на укрупнення підприємства: злиття, поглинання, приєднання. Фінансовий механізм укрупнення підприємств. Визначення пропорцій обміну корпоративних прав під час реорганізації: мета, методи.

Реорганізація, спрямована на розукрупнення підприємств: поділ, виділення. Фінансовий механізм розукрупнення підприємств.

Перетворення як особлива форма реорганізації. Роль перетворення в оптимізації фінансування підприємства. Зміст і порядок складання реорганізаційної угоди. Передатний та роздільний баланси.

7.1. РЕОРГАНІЗАЦІЯ ЯК СПЕЦИФІЧНИЙ НАПРЯМ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Реорганізація — це повна або часткова заміна власників корпоративних прав підприємства, зміна організаційно-правової форми організації бізнесу, ліквідація окремих структурних підрозділів або створення на базі одного підприємства кількох, наслідком чого є передача або прийняття його майна, коштів, прав та обов'язків правонаступником. У процесі реорганізації може бути задіяний один або кілька суб'єктів господарювання. Рішення щодо реорганізації підприємств слід розглядати в контексті стратегічного менеджменту. Серед основних причин реорганізації здебільшого виокремлюють такі:

- суттєве розширення діяльності підприємства, його розмірів;
- згорання діяльності;
- необхідність фінансової санації;
- необхідність зміни повноти відповідальності власників за зобов'язаннями підприємства;
- диверсифікація діяльності;
- податкові мотиви;
- необхідність збільшення власного капіталу (з метою покриття потреби в капіталі та підвищення рівня кредитоспроможності).

Зрозуміло, що причини та мотиви, які спонукають власників і керівництво підприємства до прийняття рішення щодо реорганізації, визначають і форму майбутньої реорганізації. За формальними ознаками розрізняють такі три напрями реорганізації (рис. 7.1):

- 1) спрямована на укрупнення підприємства (злиття, приєднання, поглинання);
- 2) спрямована на подрібнення підприємства (поділ, виділення);
- 3) без змін розмірів підприємства (перетворення).

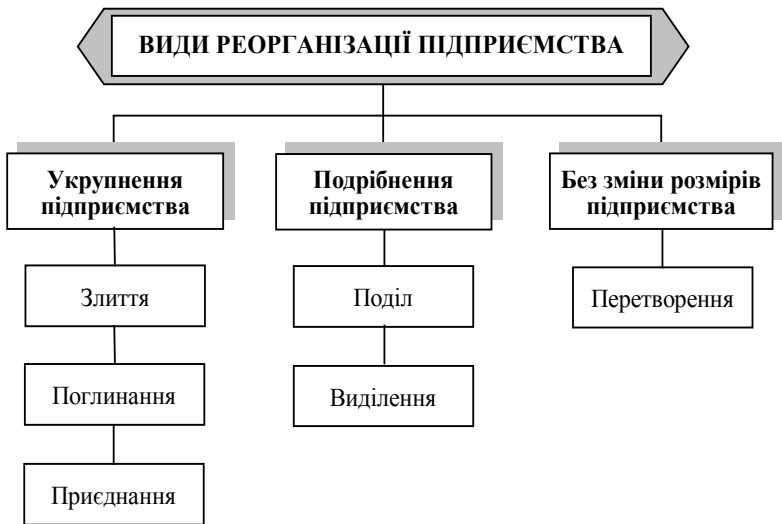


Рис. 7.1. Форми корпоративної реструктуризації підприємств

Реорганізація підприємства проводиться з дотриманням вимог антимонопольного законодавства, за рішенням власників, а у деяких випадках — за рішенням власників та за участю трудового колективу або органу, уповноваженого створювати такі підприємства, чи за рішенням суду або господарського суду.

Перед здійсненням реорганізації необхідно провести поглиблений аналіз фінансово-господарського стану підприємств, що потребують реорганізації, та оцінити їх ринкову вартість. Як правило, під час реорганізації засвідчуються приховані резерви підприємств, що реорганізуються. Це зумовлено необхідністю одержати реальну оцінку вартості таких підприємств з метою встановлення правильних пропорцій обміну корпоративних прав

підприємств, які виступають правопередниками на корпоративні права правонаступників.

Ключовим документом, який складається під час реорганізації підприємств, є передатний або роздільний баланс (передатний складається у разі злиття чи приєднання підприємств, роздільний — при поділі чи виділенні).

7.2. ЗАГАЛЬНІ ПЕРЕДУМОВИ РЕОРГАНІЗАЦІЇ

Необхідною передумовою реорганізації суб'єктів господарювання є відповідне рішення власників (чи інших уповноважених на це органів), яке приймається після детального економіко-правового обґрунтування менеджментом підприємства доцільності такої операції. Доведення до носіїв рішень переваг реорганізації здійснюється в ході *доповіді про реорганізацію*. У ній акцентується увага на основних завданнях та мотивах реорганізації, в загальних рисах змальовується реорганізаційний процес та його фінансово-правові наслідки для власників.

Основним документом, який визначає права та обов'язки сторін у ході реорганізації і має забезпечувати оперативне її проведення та безперебійну роботу підприємств, є *угода про умови проведення реорганізації (план реорганізації)*. Цей документ в обов'язковому порядку має регламентувати такі питання:

- призначення комісій (персонально) для проведення реорганізації у складі представників підприємств, що реорганізуються;
- повний перелік та обсяг активів і пасивів підприємств, що реорганізуються, які підлягають прийманню-передачі в обмін на корпоративні права правонаступника, а також строки та порядок оформлення такої передачі;
- перелік документів фінансового та інших видів обліку, незакінчених діловодством справ, бланків суворої звітності, архівів чи описів архівів, що підлягають прийманню-передачі, а також строки передачі;
- пропорції (коефіцієнти) обміну корпоративних прав реорганізованих підприємств на корпоративні права підприємств, які є їх правонаступниками, а також суми можливих доплат (чи компенсацій);
- строки обміну акцій (свідоцтв про внесення вкладу до статутного капіталу) акціонерів (учасників) підприємства, що реорганізується, на акції (свідоцтва про внесення вкладу до статутного

капіталу) акціонерів (учасників) підприємства- правонаступника, порядок продажу акцій (часток) акціонерами (учасниками) та інші організаційні питання, пов'язані з формуванням статутного капіталу;

- права, які надаватимуться підприємством- правонаступником власникам корпоративних прав, інших цінних паперів та спеціальних прав, емітованих підприємствами, що припиняють свою діяльність у результаті реорганізації;

- економіко-правові наслідки реорганізаційних заходів для працівників підприємств, що реорганізуються.

У разі реорганізації підприємства слід враховувати ряд **законодавчих передумов і вимог**, а саме:

- порядок державної реєстрації (перереєстрації) та ліквідації суб'єктів господарювання;

- вимоги антимонопольного законодавства;

- вимоги щодо захисту інтересів кредиторів підприємства, його власників, персоналу тощо;

- порядок емісії акцій (у разі реорганізації АТ);

- можливі екологічні, демографічні та інші наслідки локального масштабу.

У результаті реорганізації підприємства виникає необхідність у скасуванні державної реєстрації одних суб'єктів господарювання і реєстрації або перереєстрації інших. У разі, якщо реорганізація пов'язана зі створенням на базі підприємств, що реєструються, нових юридичних осіб, у засновницьких документах останніх слід відобразити дану обставину.

Необхідність перереєстрації підприємства виникає, якщо реорганізація підприємства призводить до змін:

- організаційно-правової форми;

- форми власності;

- назви юридичної особи.

Відповідно до Положення про державну реєстрацію суб'єктів підприємницької діяльності перереєстрація юридичних осіб здійснюється в порядку, встановленому для їх реєстрації. У місячний термін з моменту настання зазначених змін в органи державної реєстрації слід подати документи для перереєстрації з підтвердженням опублікування у друкованих засобах масової інформації оголошення про відповідні зміни.

У результаті реорганізації у підприємств, до яких здійснюється приєднання або від яких відокремлюються певні структурні підрозділи, може виникнути необхідність внесення змін і доповнень до установчих документів, які також підлягають державній

реєстрації. Внесення змін (доповнень) оформляється у вигляді окремих додатків або шляхом викладення установчих документів у новій редакції. У разі внесення до установчих документів змін, пов'язаних зі зміною складу засновників (учасників) суб'єкта підприємницької діяльності, подаються оформлені згідно з вимогами законодавства документи:

- у разі добровільного виходу юридичної особи зі складу засновників (учасників) подається копія рішення засновника, фізичної особи — нотаріально посвідчена заява;
- у разі примусового виключення засновників (учасників) подається рішення уповноваженого на це органу.

Антимонопольним законодавством України передбачено, що в окремих випадках з метою запобігання монополізації ринків такі види реорганізації, як злиття, поглинання, приєднання, можуть бути здійснені лише за умови одержання згоди на це Антимонопольного комітету України (АКУ). У зв'язку з цим, до складу робочих груп з питань реорганізації можуть входити також представники АКУ. Зазначимо, що в Україні монопольним вважається становище підприємця, частка якого на ринку певного товару перевищує 35 %.

Після прийняття загальними зборами власників підприємств рішення щодо реорганізації про це слід письмово повідомити кожного з кредиторів. У разі злиття, приєднання, виділення, поділу чи перетворення слід дотримуватися законодавчих вимог щодо *захисту інтересів кредиторів*, зокрема стосовно переведення боргу на правонаступників. Ці вимоги зводяться до такого:

- а) перевід боржником свого боргу на іншу особу допускається лише за згодою кредитора;
- б) новий боржник вправі висувати проти вимоги кредитора всі заперечення, засновані на відносинах між кредитором і первісним боржником;
- в) порука і встановлена третьою особою застава припиняються з переведенням боргу, якщо поручитель або заставаодавець не виявив згоди відповідати за нового боржника;
- г) уступка вимоги і перевід боргу, оснований на угоді, укладеній у письмовій формі, повинні бути вчинені в простій письмовій формі.

Реорганізація не може бути завершена до владнання проблематики заборгованості. При цьому кредитор може звернутися з письмовою вимогою про здійснення підприємством боржником однієї з дій: забезпечення виконання зобов'язань

шляхом укладання договорів застави чи поруки; дострокового виконання зобов'язань та відшкодування збитків, якщо інше не передбачено угодою між підприємством, що реорганізується, та боржником.

У разі, якщо у процесі реорганізації задіяне *акціонерне товариство*, то, здійснюючи цей процес, слід дотримуватися відповідних положень і рекомендацій Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, зокрема Положення про порядок реєстрації випуску акцій і інформації про їх емісію при реорганізації товариства. Дане Положення регламентує послідовність дій господарського товариства у разі реорганізації у тому випадку, якщо в реорганізації бере участь хоча б одне акціонерне товариство або хоча б одне акціонерне товариство створюється в результаті реорганізації.

Відкриті акціонерні товариства, що формуються в результаті реорганізації шляхом злиття, поділу, виділення та перетворення, а також товариства, до яких здійснюється приєднання, зобов'язані зареєструвати інформацію про емісію акцій. Для цього, окрім стандартного набору документів, який подається при звичайній емісії, слід подати такі документи:

- нотаріально посвідчену копію договору про злиття (приєднання, поділ, виділення, перетворення);
- рішення вищих органів кожного з підприємств, які беруть участь у реорганізації;
- передатний (роздільний) баланс.

Реєстрація інформації про емісію акцій АТ, які створені шляхом реорганізації, здійснюється до державної реєстрації зазначених товариств як суб'єктів підприємницької діяльності.

Приймаючи фінансові рішення в процесі реорганізації підприємств, слід враховувати **податковий аспект**. Зокрема, можливість виникнення об'єкта оподаткування в результаті засвідчення в звітності прихованих резервів. При здійсненні передачі майнових прав та обов'язків слід враховувати те, що передача активів від одного підприємства до іншого не оподатковується лише в тому випадку, якщо ця передача здійснюється як внесок одного підприємства в статутний капітал іншого для формування цілісного майнового комплексу останнього в обмін на його корпоративні права. Реорганізаційний прибуток для власників може виникнути в тому разі, якщо вартість чистих активів, що передаються правонаступнику, перевищує номінальну вартість корпоративних прав, емітованих реорганізованим підприємством.

7.3. УКРУПНЕННЯ ПІДПРИЄМСТВА

7.3.1. Сутність та основні завдання реорганізації, спрямованої на укрупнення підприємства

До основних форм реорганізації, результатом яких є укрупнення підприємств, належить злиття кількох підприємств в одне, приєднання одного або кількох підприємств до одного, вже функціонуючого підприємства, а також придбання підприємства. Порядок відображення у фінансовому обліку та звітності придбання інших підприємств, гудвілу, який виник при придбанні, злиття підприємств, а також розкриття інформації про об'єднання підприємств встановлено Положенням (стандартом) бухгалтерського обліку 19 «Об'єднання підприємств». Згідно з ним результатом об'єднання підприємств може бути:

- придбання одним підприємством частки капіталу іншого підприємства або активів в обмін на грошові кошти;
- отримання інших активів або зобов'язань;
- створення нової юридичної особи;
- отримання контрольного пакета акцій;
- передача активів об'єднаних підприємств іншому підприємству і ліквідація одного з підприємств, що об'єднуються.

Укрупнення підприємств здійснюється за наявності економічної вигоди для всіх учасників реорганізації. До основних мотивів, які можуть спонукати суб'єктів господарювання до реорганізації шляхом укрупнення, можна віднести такі:

1. **Ефект синергізму.** Синергізм — це умова, за якої загальний результат є більшим за суму часток. При реорганізації, спрямованій на використання ефекту синергізму, вартість підприємства після реорганізації перевищує сумарну вартість окремих підприємств до реорганізації. Ефект синергізму виникає завдяки дії таких чинників:

а) економія на витратах, яка проявляється при збільшенні масштабів виробництва;

б) економія фінансових ресурсів;

в) збільшення влади на ринку¹.

2. **Прагнення заволодіти ліцензіями, патентами, ноу-хау,** які є в розпорядженні іншого підприємства.

3. **Отримання надійного постачальника факторів виробництва** (наприклад, сировини чи комплектуючих).

¹ Синергізм (переклад з гр. — діючий разом) — явище посилення дії одного каталізатора додаванням іншого. Основний принцип синергізму: «до двох додати два дорівнює п'ять».

4. **Зменшення ризику** при виході на нові ринки збуту та збільшення їх кількості.

5. **Зменшення кількості конкурентів**.

6. **Податкові переваги**. Прибуткова фірма може придбати компанію, яка має від'ємний об'єкт оподаткування, і таким чином отримати економію на податкових платежах.

7. **Придбання активів** за ціною, яка нижча за вартість заміщення, передачі технологічних і управлінських знань і навичок (технологічні трансферти) тощо.

8. **Диверсифікація** активів та діяльності з метою зменшення ризиків і підвищення потенціалу прибутковості.

9. **Попередження захоплення компанії** крупними корпоративними «хижаками» та збереження контролю над підприємством.

10. **Особисті мотиви вищої ланки менеджерів**, авторитет і престиж яких підвищуються зі збільшенням розмірів компанії, якою вони керують.

В антимонопольних законодавствах більшості країн розрізняють горизонтальне злиття (приєднання, поглинання), вертикальне та діагональне. **Горизонтальне укрупнення** — це об'єднання двох або більше підприємств, які виробляють однаковий тип товару чи надають однакові послуги. **Вертикальне укрупнення** — це об'єднання одного підприємства з його постачальником сировини чи споживачем продукції. **Діагональне укрупнення** — це об'єднання суб'єктів господарювання різних галузей і видів діяльності (здійснюється здебільшого з метою диверсифікації діяльності).

Законодавчий контроль спрямовано в основному на горизонтальні укрупнення, оскільки в результаті їх здійснення підприємства одержують можливість «будувати» перешкоди для доступу на ринок, встановлювати дискримінаційні ціни, створювати дефіцит на ринку певного товару та ін., що веде до посилення концентрації на ринку та знищення конкуренції. Вертикальні та діагональні злиття на рівень конкуренції суттєво не впливають.

7.3.2. Злиття та приєднання

У ряді нормативних актів можна зустріти різні підходи до визначення понять «злиття» та «приєднання». Так, згідно з П(С)БО *під злиттям слід розуміти об'єднання підприємств (шляхом створення нової юридичної особи або приєднання підприємств до головного підприємства), у результаті якого власники (акціонери) підприємств, що об'єднуються, здійснюватимуть контроль над усіма чистими активами об'єднаних підприємств з метою*

досягнення подальшого спільного розподілу ризиків і вигід від об'єднання. При цьому жодна із сторін не може бути визначена як покупець.

За таким підходом нівелюються основні відмінності між приєднанням і, власне, злиттям, які передбачаються іншими нормативними актами, оскільки наведене визначення «злиття» містить характеристики як реорганізації шляхом злиття, так і реорганізації приєднанням.

У традиційному розумінні² злиття означає припинення діяльності двох або кількох підприємств як юридичних осіб та передачу належних їм активів і пасивів (майнових прав і зобов'язань) до правонаступника, який створюється в результаті злиття. Бухгалтерські баланси підприємств при цьому консолидуються.

Приєднання означає припинення діяльності одного підприємства як юридичної особи та передачу належних йому активів та пасивів (майнових прав та зобов'язань) до іншого підприємства (правонаступника). Таким чином, головна різниця між злиттям та приєднанням полягає в тому, що у випадку злиття всі майнові права та обов'язки кількох юридичних осіб концентруються на балансі одного підприємства, яке є наново створеним, а при приєднанні — на балансі вже функціонуючого на момент прийняття рішення про приєднання підприємства. Зазначені відмінності досить чітко простежуються на рис. 7.2.

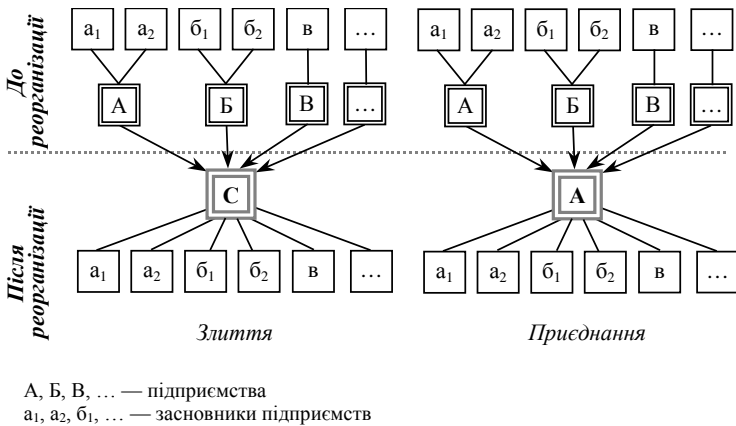


Рис. 7.2. Відмінності між злиттям та приєднанням підприємств

² Див.: Закон України «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.00.

Порядок реорганізації підприємства шляхом *злиття* наведено на рис. 7.3. *Перший етап* реорганізації полягає в прийнятті рішення вищими органами підприємств, що реорганізуються, про обраний шлях реорганізації. Одночасно з прийняттям рішення узгоджується проект реорганізаційної угоди.

Перш ніж розпочинати практичну роботу щодо реорганізації, необхідно одержати дозвіл на злиття Антимонопольного комітету (у випадках, передбачених законодавством).



Рис. 7.3. Порядок реорганізації підприємств шляхом злиття

На *другому етапі* між власниками (уповноваженими представниками) підприємств, що реорганізуються, укладається угода про умови проведення реорганізації шляхом злиття. Угода набу-

ває чинності з моменту затвердження її більшістю у дві третини голосів акціонерів (учасників) на загальних зборах кожного з підприємств, яке підлягає реорганізації.

Третій етап зводиться до перевірки фінансово-господарської діяльності підприємств аудиторською фірмою (якщо це передбачено законодавством чи реорганізаційною угодою). При цьому здійснюється оцінка вартості підприємств у цілому та окремих майнових об'єктів зокрема. У разі необхідності до процесу оцінки залучається оцінювач. Правильна оцінка майна має вирішальне значення при визначенні частки корпоративних прав підприємства- правонаступника, якими володітимуть власники кожного з реорганізованих підприємств.

Четвертий етап — проведення засновницьких зборів юридичної особи, яка виникає в результаті злиття. Після цього здійснюється підготовка установчих документів правонаступника, в яких має бути враховано, що він створюється шляхом злиття і бере на себе всі права та обов'язки реорганізованих підприємств.

На *п'ятому етапі* відбувається реєстрація емісії акцій у ДКЦПФР та публікація інформації про емісію акцій акціонерного товариства, яке створюється шляхом злиття (у разі, якщо в результаті реорганізації створюється АТ). На цьому ж етапі проводиться обмін акцій (або часток) у статутних капіталах товариств, що реорганізуються, на письмові зобов'язання про видачу відповідної кількості акцій (часток) товариства, що створюється шляхом злиття, правонаступнику. Після цього до Державної комісії цінних паперів та фондового ринку подається звіт про результати такого обміну.

Шостий етап. Збори засновників підприємства, яке створюється в результаті злиття, затверджують статут підприємства та інші засновницькі документи. Після цього здійснюється державна реєстрація підприємства. Видані раніше письмові зобов'язання обмінюються на корпоративні права новоствореного підприємства.

На *сьомому етапі* відбувається остаточне узгодження та підписання передатних балансів між підприємствами-попередниками та правонаступником.

Восьмий етап — виключення підприємств-правопередників з державного реєстру. Слід підкреслити, що лише за наявності у засновницьких документах нової зареєстрованої особи положень про правонаступництво уможливується оперативне зняття підприємств-попередників з обліку контролюючих органів та виключення їх з державного реєстру.

Звертаємо увагу на те, що, незважаючи на заснування нової юридичної особи в результаті злиття, недоцільно включати підп-

риємства-правопередники до складу засновників підприємства- правонаступника, оскільки перші припиняють свою діяльність одразу після злиття. До складу засновників варто включати осіб, які володіють корпоративними правами в майні підприємств-правопередників. Як внесок до статутного капіталу наново створеного підприємства необхідно розглядати корпоративні права (частки, акції) власників підприємств, що реорганізуються. Після підписання передатного балансу підприємству- правонаступнику надходить частка майна, яка є еквівалентом корпоративних прав реорганізованих підприємств.



Рис. 7.4. Порядок реорганізації підприємств шляхом приєднання

Етапи реорганізації підприємства шляхом *приєднання* показані на рис. 7.4. Як бачимо, порядок такої реорганізації подібний до того, який був описаний нами при розгляді етапів реорганізації в результаті злиття. Разом з тим реорганізація шляхом приєднання має ряд особливостей. Вони пов'язані з тим, що внаслідок приєднання нова юридична особа не створюється, а відбувається лише внесення змін у засновницькі документи правонаступника. Ці зміни можуть бути пов'язані зі збільшенням статутного капіталу підприємства, до якого здійснюється приєднання, зміною складу засновників чи організаційно-правової форми.

Щодо зміни організаційно-правової форми підприємства- правонаступника, то тут можливі два варіанти:

а) форма організації бізнесу залишається незмінною (робляться зміни лише в засновницьких документах в частині правонаступництва, розміру статутного капіталу та складу засновників);

б) підприємство- правонаступник змінює форму організації бізнесу (перетворення). При цьому, як правило, спочатку здійснюється приєднання одного або кількох юридичних осіб до правонаступника, а потім він реорганізується шляхом перетворення.

Договір про приєднання повинен містити відомості про порядок та умови приєднання, порядок і пропорції обміну акцій або часток у статутному капіталі підприємств, що реорганізуються шляхом приєднання, на акції або частки в статутному капіталі підприємства, до якого здійснюється приєднання, а також ряд інших стандартних положень.

Якщо при злитті (приєднанні) деякі учасники підприємств виявлять бажання вийти зі складу засновників, то даний вихід доцільно оформити до моменту підписання передатного балансу, який у даному разі складається з урахуванням змін у розмірі статутного капіталу та активів.

У разі приєднання виникає необхідність у збільшенні статутного капіталу підприємства, до якого здійснюється приєднання. Величина збільшення статутного капіталу залежить від пропорцій обміну корпоративних прав та від величини статутного капіталу приєднуваного підприємства. Фінансові аспекти реорганізації підприємства шляхом приєднання розглянемо на умовному прикладі.

Приклад 7.1

Прийнято рішення про реорганізацію акціонерного товариства «Х» шляхом приєднання його до акціонерного товариства «У». Співвідношення, з яким робиться обмін корпоративних прав при приєднанні, становить 3 : 2. Як доплата до корпоративних прав АТ «У» виплачує на

користь акціонерів АТ «Х» компенсацію в розмірі 2,5 грн за кожну акцію номінальною вартістю 50 грн. Розрахуємо суму збільшення статутного капіталу та складемо баланс АТ «У» після приєднання до нього АТ «Х», якщо баланси обох підприємств до реорганізації мали такий вигляд:

БАЛАНС АТ «Х» ДО РЕОРГАНІЗАЦІЇ, тис. грн

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	500	1. Статутний капітал	420
2. Запаси і витрати	150	2. Додатковий капітал	60
3. Дебіторська заборгованість	100	3. Резервний капітал	40
4. Грошові кошти	20	4. Зобов'язання	250
Баланс	770	Баланс	770

БАЛАНС АТ «У» ДО РЕОРГАНІЗАЦІЇ, тис. грн

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	1400	1. Статутний капітал	1200
2. Запаси і витрати	300	2. Додатковий капітал	300
3. Дебіторська заборгованість	200	3. Резервний капітал	200
4. Грошові кошти	100	4. Зобов'язання	300
Баланс	2000	Баланс	2000

Розрахунок суми збільшення статутного капіталу АТ «У»:

Співвідношення обміну корпоративних прав 3 : 2 означає, що три акції АТ «Х» обмінюються на 2 акції АТ «У». Оскільки обмін акцій здійснюється за рахунок збільшення статутного капіталу, то діє така рівність:

$$2 \text{ акції АТ «У»} : 3 \text{ акції АТ «Х»} = \\ = \text{сума збільшення капіталу АТ «У»} : \text{статутний капітал АТ «Х»},$$

або

$$2 : 3 = \text{сума збільшення статутного капіталу} : 420 \text{ тис. грн.}$$

Звідси — сума збільшення статутного капіталу АТ «У» дорівнює 280 тис. грн ($420 \cdot 2 : 3$). Таким чином, після реорганізації загальна сума статутного капіталу становитиме 1480 тис. грн ($280 + 1200$).

Загальна сума компенсаційних виплат акціонерам АТ «Х» визначається множенням кількості акцій (8400) на розмір компенсаційних доплат на одну акцію (2,5 грн.) і дорівнює 21 000 грн. Це означає, що в

результаті реорганізації активи АТ «У» збільшилися на суму активів АТ «Х» і зменшилися на загальну суму компенсаційних виплат.

Сума приросту чистої вартості АТ «У» в результаті приєднання становить 219 тис. грн. Даний показник визначається відніманням від суми власного капіталу АТ «Х» (520 тис. грн) суми компенсаційних виплат (21 тис. грн) та вартості корпоративних прав, виданих колишнім акціонерам АТ «Х». Дана різниця включається до складу додаткового капіталу АТ «У».

Сума зобов'язань АТ «У» після приєднання до нього АТ «Х» дорівнюватиме загальній сумі зобов'язань обох підприємств: 550 тис. грн (250 + 300).

Враховуючи викладені аспекти, баланс акціонерного товариства «У» після приєднання до нього АТ «Х» матиме такий вигляд, тис. грн:

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	1900	1. Статутний капітал	1480
2. Запаси і витрати	450	2. Додатковий капітал	519
3. Дебіторська заборгованість	300	3. Резервний капітал	200
4. Грошові кошти	99	4. Зобов'язання	550
Баланс	2749	Баланс	2749

Одна із найскладніших фінансових проблем, яка виникає під час злиття чи приєднання підприємств, полягає у правильному визначенні **пропорцій обміну** корпоративних прав у статутному капіталі підприємств, що реорганізуються, на акції або частки в статутному капіталі підприємства- правонаступника. За базу для визначення згаданих пропорцій береться, як правило, **вартість підприємств**, що реорганізуються. Ця вартість здебільшого розраховується:

1. *За величиною чистих активів* підприємств (балансова вартість активів за мінусом суми зобов'язань). Використання даного показника як бази для визначення пропорцій обміну має той недолік, що балансова вартість активів, як правило, суттєво відрізняється від ринкової вартості підприємства.

2. *За ринковим курсом корпоративних прав підприємств* (якщо вони мають обіг на організованому ринку). Проблематика використання даного показника зумовлена тим, що курс акцій може суттєво коливатися, в т. ч. під дією суб'єктивних факторів.

3. *На основі дохідного підходу (дисконтування майбутніх грошових потоків і розрахунок вартості капіталізованого доходу)*. Складність тут полягає у прогнозуванні майбутніх доходів суб'єк-

тів господарювання та визначенні ставки дисконтування (капіталізації)³.

У кожному конкретному випадку злиття чи приєднання вибирається найприйнятніший метод визначення пропорцій обміну, що відображається в угоді про умови реорганізації. Якщо пропорції обміну визначаються, виходячи з ринкової вартості корпоративних прав підприємства, то їх можна коригувати (або вирівнювати). Коригування ринкового курсу корпоративних прав (а отже і пропорцій обміну) можна досягти збільшенням статутного капіталу за рахунок інших позицій власного капіталу підприємства (курс зменшиться) або на основі зменшення статутного капіталу (курс збільшиться). Як було показано на прикладі 7.1, для забезпечення більшої об'єктивності процесу реорганізації під час обміну корпоративних прав може бути застосована комбінація надання акцій (часток) підприємств правонаступників та виплата грошових компенсацій власникам реорганізованих підприємств чи здійснення ними доплат.

Приклад 7.2.

На загальних зборах АТ «ХХХ» та АТ «УУУ» було прийнято рішення про реорганізацію цих підприємств шляхом їх злиття та створення нового АТ «Z». Номінальний курс акцій обох акціонерних товариств встановлено на рівні 50 грн. Ринковий курс акцій АТ «ХХХ» становить 200 %, АТ «УУУ» — 180 %. Менеджмент та власники товариств дійшли згоди, що ринковий курс корпоративних прав відображає вартість підприємства, а отже, може слугувати базою для встановлення пропорцій обміну акцій підприємств, що реорганізуються, на акції новоствореного підприємства. Баланси обох підприємств до реорганізації мали такий вигляд:

БАЛАНС АТ «ХХХ» ДО РЕОРГАНІЗАЦІЇ, тис. грн

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	15 000	1. Статутний капітал	10 000
2. Оборотні активи	25 000	2. Додатковий капітал	5000
		3. Резервний капітал	2000
		4. Нерозподілений прибуток	3000
		5. Зобов'язання	20 000
Баланс	40 000	Баланс	40 000

³ Питання оцінки вартості підприємства детальніше висвітлені в розд. 9.

БАЛАНС АТ «УУУ» ДО РЕОРГАНІЗАЦІЇ, тис. грн

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	30 000	1. Статутний капітал	15 000
2. Оборотні активи	20 000	2. Додатковий капітал	6000
		3. Резервний капітал	3000
		4. Нерозподілений прибуток	1000
		5. Зобов'язання	25 000
Баланс	50 000	Баланс	50 000

На зборах засновників АТ «Z» прийнято рішення про формування статутного капіталу в розмірі 30 000 тис. грн, шляхом емісії 600 000 акцій номіналом 50 грн. Баланс новоствореного АТ «Z» матиме такий вигляд, тис. грн:

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	45 000	1. Статутний капітал	30 000
2. Оборотні активи	45 000	2. Додатковий капітал	11 000
		3. Резервний капітал	4000
		4. Нерозподілений прибуток	—
		5. Зобов'язання	45 000
Баланс	90 000	Баланс	90 000

Визначимо, як розподілятимуться акції новоствореного акціонерного товариства між власниками корпоративних прав підприємств, що реорганізуються. Для цього розрахуємо ринкову вартість підприємств (ВПр) за таким алгоритмом:

$$\text{ВПр} = \frac{\text{Статутний капітал} \cdot \text{курс}}{100}$$

Вартість АТ «XXX» дорівнює 20 000 тис. грн (10 000 · 200/100), вартість АТ «УУУ» — 27 000 тис. грн (15 000 · 180/100).

Таким чином, співвідношення, з яким розподілятимуться акції нової емісії між власниками корпоративних прав реорганізованих підприємств, становитиме 20 000 : 27 000, тобто 42,6 % належатиме акціонерам АТ «XXX» і 57,4 % — акціонерам АТ «УУУ». Це означає, що з 600 000 акцій перші отримають 255 600 шт. (загальним номіналом 12 780 тис. грн); другі — 344 400 шт. (загальним номіналом 17 220 тис. грн).

Коефіцієнт, з яким обміноватимуться старі акції АТ «ХХХ» на нові акції АТ «Z» дорівнюватиме $1,278 (255\ 600 : 200\ 000)$: на кожну стару акцію акціонер може одержати 1,278 нової акції. Коефіцієнт обміну акцій АТ «YYY» на акції АТ «Z» становитиме $1,148 (344\ 400 / 300\ 000)$.

Необхідним елементом злиття чи приєднання є складання передатного балансу. **Передатний баланс** — це баланс підприємства, що реорганізується, на день припинення його діяльності. Цей баланс складається за правилами, передбаченими стандартами бухгалтерського обліку. Оскільки передатний баланс має силу акта приймання-передачі, він підписується директорами та головними бухгалтерами підприємства, що реорганізується, та підприємства- правонаступника.

Згідно з П(С)БО, якщо підприємство внаслідок придбання його чистих активів іншим підприємством (покупцем) ліквідується, то покупець, починаючи з дати придбання, повинен:

а) включити до звіту про фінансові результати доходи та витрати придбаного підприємства;

б) відобразити в балансі активи та зобов'язання придбаного підприємства та будь-який гудвіл, що виникає в результаті придбання.

Витрати, пов'язані із злиттям та приєднанням підприємств (реєстраційні, інформаційні, консультаційні тощо), визнаються витратами того періоду, протягом якого вони були здійснені. Підприємство- правонаступник відображає активи, зобов'язання та власний капітал об'єднаного підприємства за їх балансовою вартістю. Важливим є те, що внутрішня заборгованість та результати операцій між об'єднаними підприємствами виключаються при складанні фінансової звітності підприємства- правонаступника.

7.3.3. Поглинання (аквізиція)

Деяких завдань реорганізації підприємств (диверсифікація, вступ на ринок, одержання доступу до ресурсів, створення концернів, холдингів тощо) можна досягти не лише на основі злиття чи приєднання підприємств, а і в результаті придбання значного пакета корпоративних прав інших суб'єктів господарювання (поглинання). Такого роду операції у фінансовій літературі досить часто об'єднують під поняттям «аквізиція» (*acquisition*).

Аквізиція (від лат. *acquisitio* — придбавати, досягати) — це скупка корпоративних прав підприємства, у результаті чого покупець набуває контролю над чистими активами та діяльністю такого підприємства. Придбання може здійснюватися в обмін

на передачу активів, прийняття покупцем на себе зобов'язань. Покупцем вважають суб'єкта господарювання, до якого переходить контроль над господарською діяльністю іншого підприємства. Підкреслимо, що в результаті класичної операції аквізиції підприємство — об'єкт поглинання зберігає статус юридичної особи, існуючу правову форму організації бізнесу, однак змінюються суб'єкти контролю над ним, тобто власники, які контролюють підприємство⁴.

Досить часто операції поглинання (приєднання, злиття) здійснюються через посередників, які за відповідну винагороду відшукують на ринку відповідні об'єкти для аквізиції. В англосаксонській практиці фінансового менеджменту такі операції дістали назву *mergers&acquisitions* (M&A). Під поняттям M&A об'єднуються як операції типу *merger* (злиття), так і *acquisition* (придбання). Причому в практиці фінансової діяльності останні значно переважають. До основних мотивів M&A можна віднести такі:

- диверсифікація фінансових інвестицій;
- створення концернів, інших інтегрованих корпоративних структур;
- отримання прибутку в результаті придбання підприємств із заниженою вартістю.

Вирішальним чинником, який визначає рішення щодо придбання підприємств, є їх вартість. Неправильна оцінка вартості об'єкта поглинання зумовлює помилковість політики аквізицій. Наслідком такої політики є виникнення дефіциту *Free Cash-flow* та зниження вартості підприємства, яке здійснило придбання.

Згідно з П(С)БО у разі придбання контрольного пакета корпоративних прав іншого підприємства покупець, починаючи з дати придбання, повинен відображати придбані акції (частку в капіталі) у складі фінансових інвестицій.

Придбання відображається в обліку за вартістю, яка є сумою сплачених грошових коштів або їх еквівалентів. Якщо придбання здійснюється шляхом передачі інших активів або взяття на себе зобов'язання, то вартість дорівнює справедливій вартості (на дату придбання) активів або зобов'язань, наданих покупцем в обмін на контроль за чистими активами іншого підприємства, збільшеної на суму витрат, які безпосередньо пов'язані з придбанням.

Якщо придбання здійснюється поетапно (наприклад, шляхом послідовного придбання акцій), то кожна операція відображається окремо за справедливою вартістю придбаних ідентифікованих

⁴ Volkart R. Unternehmensbewertung und Akquisitionen. — S. 20.

активів і зобов'язань, а вартість окремих інвестицій поетапно порівнюється з часткою покупця у справедливій вартості активів і зобов'язань, які придбані на кожному етапі.

Важливе питання, що виникає при прийнятті рішень щодо здійснення аквізицій, пов'язане з фінансуванням такого роду операцій. Оптимальною є ситуація, коли у покупця є достатній обсяг *Free Cash-flow*. Однак досить часто в «аквізиційній війні» між крупними корпоративними «хижаками» бюджет аквізицій становить десятки і сотні мільйонів доларів і суттєво перевищує можливості внутрішнього фінансування. У такому разі потреба в капіталі може покриватися за рахунок залучення інвестиційних кредитів або емісії облігацій. Залучаючи позичковий капітал, слід враховувати вимоги щодо збереження необхідної структури капіталу підприємства та його фінансової незалежності. Звичайно, для мобілізації фінансових ресурсів можна вдаватися до збільшення статутного капіталу. Однак, як свідчить практика, і в США, і на підприємствах Західної Європи цей інструмент використовується дедалі менше⁵. Це не в останню чергу пов'язано з необхідністю збереження комерційної таємниці при здійсненні аквізицій, що не сумісно з вимогою надання інвесторам інформації щодо напрямів використання наданих ними коштів.

7.4. РЕОРГАНІЗАЦІЯ ПІДПРИЄМСТВА, СПРЯМОВАНА НА ЙОГО РОЗУКРУПНЕННЯ

Розукрупнення підприємства (поділ, виділення) здійснюється, як правило, в таких випадках:

1. Якщо у підприємства поряд з прибутковими секторами діяльності є значна кількість збиткових виробництв. Метою розукрупнення при цьому є виділення підрозділів, які санаційно спроможні для проведення їх фінансового оздоровлення, в т.ч. шляхом приватизації. Структурні ж підрозділи, які не підлягають санації, залишаються в організаційній структурі підприємства, яке з часом оголошується банкрутом.

2. Якщо у підприємств високий рівень диверсифікації сфер діяльності і до них (різних ділянок виробництв) виявляють інтерес кілька інвесторів. Тож, у результаті розукрупнення кожен з інвесторів може вкласти кошти в ту сферу, яка його найбільше приваблює, не обтяжуючи себе при цьому непрофільними виробничими структурами.

⁵ Volkart R. Unternehmensbewertung und Akquisitionen. — S. 124.

3. При проведенні передприватизаційної підготовки державних підприємств з метою підвищення їх інвестиційної привабливості.

4. За рішенням антимонопольних органів, якщо підприємства зловживають монопольним становищем на ринку (може бути прийнято рішення про примусовий поділ даних монопольних утворень).

5. З метою створення інтегрованих корпоративних структур (концернів, холдингів), наприклад у результаті виділення з материнської компанії дочірніх підприємств.

Даний напрям реорганізації дає можливість сконцентруватися на окремих стратегічних сферах діяльності підприємства.

Реорганізація підприємства, яке підлягає примусовому розукрупненню, здійснюється монополістом самостійно за умови ліквідації даного монопольного утворення на ринку. Примусовий поділ не застосовується у випадках:

а) неможливості організаційного або територіального відокремлення підприємств, структурних підрозділів чи структурних одиниць;

б) наявності щільного технологічного зв'язку підприємств, структурних підрозділів чи структурних одиниць (якщо частка внутрішнього обороту в загальному обсязі валової продукції підприємства становить менше 30 %).

Розрізняють дві основні форми розукрупнення — поділ та виділення. Основні відмінності між поділом та виділенням підприємств досить чітко відображені на рис. 7.5.

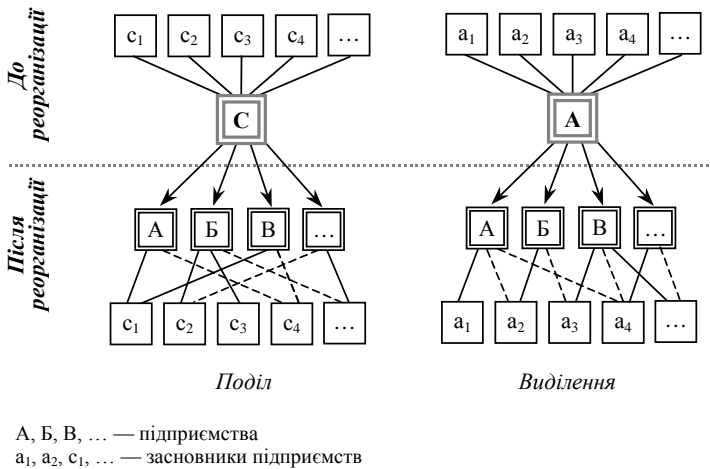


Рис. 7.5. Відмінності між поділом та виділенням підприємств

Реорганізація шляхом поділу. *Поділ* — це спосіб реорганізації, за якого одна юридична особа припиняє свою діяльність, а на її базі створюється кілька нових підприємств, оформлених у вигляді самостійних юридичних осіб.



Рис. 7.6. Порядок реорганізації підприємств шляхом поділу

У разі поділу підприємства до нових підприємств, які виникли в результаті цього поділу, переходять за роздільним актом (балансом) у відповідних частинах майнові права та обов'язки (активи і пасиви) реорганізованого підприємства. Загальна схема реорганізації шляхом поділу подана на рис. 7.6.

Реорганізація підприємства шляхом поділу характеризується такими особливостями:

- до рішення про реорганізацію обов'язково мають бути включені положення, які визначають спосіб розподілу між правонаступниками капіталу підприємства (статутного, резервного тощо);
- угода про реорганізацію укладається між групами засновників підприємств, які створюються в результаті поділу;
- при підготовці установчих документів кожного новоствореного підприємства має бути враховано, що воно створюється шляхом поділу і бере на себе у відповідній частині майнові права та обов'язки цього реорганізованого підприємства;
- підприємствами- правонаступниками та підприємством, яке реорганізується, підписується роздільний баланс.
- угода про реорганізацію шляхом поділу, окрім інших стандартних позицій, має містити:

а) повний перелік та обсяг активів і пасивів балансу, що підлягають передачі кожному правонаступнику;

б) строк складання роздільного балансу з розшифровками кожної статті цього балансу.

Якщо кількість засновників підприємства, що реорганізується, менша за кількість підприємств, що створюються в результаті поділу, то частка кожного засновника в його статутному капіталі відповідним чином розподіляється між новоствореними підприємствами. Кожен із засновників стає співзасновником кожного (або деяких) з підприємств- правонаступників. Внесками засновників до статутного капіталу таких підприємств є їх частки в статутному капіталі підприємства, що реорганізується.

На практиці можна зустріти *особливий вид поділу, який має деякі спільні риси з приєднанням*. За цього способу реорганізації активи та пасиви реорганізованого підприємства переходять не до новостворених, а до вже функціонуючих підприємств. Власники реорганізованого підприємства згідно із заздалегідь визначеними пропорціями наділяються корпоративними правами підприємств, до яких перейшли активи та пасиви.

Реорганізація виділенням. Згідно із Законом «Про підприємства в Україні» підприємство може бути створене в результаті виділення зі складу діючого підприємства одного або кількох

структурних підрозділів, а також на базі структурної одиниці діючих об'єднань за рішенням їх трудових колективів, за згоди власників або уповноваженого ними органу. При виділенні з підприємства одного або кількох нових підприємств до кожного з них переходять за роздільним актом (балансом) у відповідних частинах майнові права та обов'язки реорганізованого підприємства.

Під час реорганізації шляхом виділення частина активів і пасивів підприємства, що реорганізується, передається правонаступникові або кільком правонаступникам, які створюються внаслідок реорганізації. Підприємство, що реорганізується, продовжує свою фінансово-господарську діяльність. Воно не втрачає статусу юридичної особи, а лише вносить зміни до установчих документів згідно з чинним законодавством.

У разі виділення створення нової юридичної особи (осіб) здійснюється з використанням лише частини належного реорганізованому підприємству майна. Залишкова ж частина слугує базою для продовження господарської діяльності. Етапи реорганізації підприємства шляхом виділення в основному збігаються з тими, які були описані у разі реорганізації шляхом поділу. Виняток становить останній етап, оскільки при виділенні реорганізоване підприємство не виключається з державного реєстру.

Як *специфічний вид виділення* можна розглядати операцію передачі частини майнових прав та обов'язків підприємства, що реорганізується, не до новоствореного, а до вже функціонуючого підприємства. Власники реорганізованого підприємства стають співвласниками суб'єкта господарювання, до якого передано частину активів і пасивів.

Виокремлення власників при реорганізації юридичної особи шляхом виділення є не обов'язковим. Засновником (чи співвласником) юридичної особи, яка створюється в результаті виділення (чи до якої здійснюється приєднання виділеної частини активів та пасивів), може бути реорганізоване підприємство. При цьому юридична особа, якій передано частину майнових прав та обов'язків, може набути вигляду дочірнього підприємства, у результаті чого організовується інтегрована корпоративна структура.

Необхідним елементом розукрупнення є роздільний баланс. ***Роздільний баланс*** — це баланс підприємства, що реорганізується шляхом поділу чи виділення, на день припинення його діяльності, в якому окремими позиціями відображаються активи і пасиви, розподілені між ним і підприємствами- правонаступниками. Отже, в роздільному балансі відображається частка майна, вимог і зобов'язань, яка передається підприємствам, що утво-

рюються в результаті поділу чи виділення. У роздільному балансі показуються баланси новостворених підприємств на момент початку їх господарської діяльності. Перед складанням роздільного балансу слід провести підготовчу роботу щодо забезпечення реальності позицій, які будуть відображені в ньому. З цією метою проводиться інвентаризація всіх майнових прав і зобов'язань підприємства, що реорганізується. Особлива увага при цьому звертається на виявлення та списання майна, непридатного до використання, та безнадійної дебіторської заборгованості.

За загальним правилом складання роздільних балансів усі активи та пасиви реорганізованого підприємства розподіляються пропорційно до встановленої бази для нарахування. Як правило, такою базою є сума основних засобів, якими наділяються підприємства, що створюються в результаті поділу. Наприклад, якщо вирішено, що в результаті поділу до новоствореного підприємства відійде окремих структурний підрозділ, вартість основних засобів якого становить 25 % загальної суми першого розділу активу балансу, то це означає, що до даного підприємства у відповідній частці відійде власний капітал, зобов'язання та вимоги. Може бути встановлено й інший порядок визначення пропорцій обміну корпоративних прав, розподілу майна, формування окремих статей активу та пасиву роздільного балансу, зокрема виходячи з оціночної вартості новостворюваних підприємств. Загальні принципи, пропорції, строки та методи розподілу активів під час реорганізації підприємства шляхом поділу чи виділення визначаються в угоді про реорганізацію.

Приклад 7.3

Товариство з обмеженою відповідальністю «Альфа» займається переробкою сільськогосподарської продукції, яку потім реалізує у власному магазині. Учасниками ТОВ є фізичні особи:

А — володіє часткою в 30 %;

Б — володіє часткою в 25 %;

В — володіє часткою в 20 %;

Г — володіє часткою в 15 %;

Д — володіє часткою в 10 %.

При заснуванні підприємства внески учасників А, Г і Д в основному були спрямовані на організацію виробничого цеху, учасники Б і В спрямували свої зусилля на організацію магазину.

У результаті суперечок з питань використання прибутку та подальшого розвитку бізнесу збори учасників ТОВ прийняли рішення про реорганізацію юридичної особи шляхом її поділу на два товариства з обмеженою відповідальністю: «Цех» та «Магазин». Засновниками ТОВ «Цех» вирішили стати учасники А, Г і Д (загальна частка 55 %); ТОВ

«Магазин» — учасники Б та В (загальна частка 45 %). Першому передається виробничий цех з усією інфраструктурою, другому — магазин. Баланс ТОВ «Альфа» перед реорганізацією має такий вигляд, тис. грн:

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	10 000	1. Статутний капітал	5000
2. Оборотні активи	5000	2. Додатковий капітал	2000
		3. Резервний капітал	1000
		4. Нерозподілений прибуток	1000
		5. Зобов'язання	6000
Баланс	15 000	Баланс	15 000

Складемо роздільний баланс підприємства, якщо його оціночна ринкова вартість становить 10 000 тис. грн, в т. ч. вартість цеху — 6000 тис. грн, вартість магазину — 4000 тис. грн. Виходячи з часток власності обох груп учасників, поділ підприємства слід здійснювати у співвідношенні 55 % (на користь ТОВ «Цех») і 45 % (на користь ТОВ «Магазин»). Оскільки ринкова вартість реорганізованого підприємства в частині виробничого цеху дорівнює 60 % усієї вартості підприємства, на користь засновників ТОВ «Магазин» було вирішено здійснити компенсаційні виплати в розмірі 5 % вартості підприємства, що становить 500 тис. грн. Джерелом виплати є нерозподілений прибуток. Враховуючи співвідношення розподілу, а також те, що залишки резервного капіталу, додаткового капіталу та нерозподіленого прибутку для новостворених підприємств слід розглядати як ажіо і відносити на додатковий капітал, роздільний баланс ТОВ «Альфа» можна побудувати таким чином, тис. грн:

	ТОВ «Альфа»	ТОВ «Цех»	ТОВ «Магазин»
АКТИВ			
1. Необоротні активи	10 000	5500	4500
2. Оборотні активи	5000	2475	2025
Баланс	15 000	7975	6525
ПАСИВ			
1. Статутний капітал	5000	2750	2250
2. Додатковий капітал	2000	1925	1575
3. Резервний капітал	1000	—	—
4. Нерозподілений прибуток	1000	—	—
5. Зобов'язання	6000	3300	2700
Баланс	15 000	7975	6525

Виходячи з вищезгаданих пропорцій, частки учасників А, Г і Д у статутному капіталі ТОВ «Цех» становитимуть відповідно 54,5, 27,3 та 18,2%; частки учасників Б та В у статутному капіталі ТОВ «Магазин» — відповідно 55,5 та 45,5 %.

7.5. ПЕРЕТВОРЕННЯ ЯК ОСОБЛИВА ФОРМА РЕОРГАНІЗАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВА

З плином часу змінюються внутрішні та зовнішні умови діяльності суб'єктів господарювання. На практиці досить часто виникає ситуація, коли через певний проміжок часу з моменту запуску бізнесу змінюються параметри критеріїв, що визначають вибір форми організації бізнесу. Це може бути зумовлено зміною податкового законодавства, необхідністю розширення можливостей фінансування, у т. ч. поліпшення кредитоспроможності, залучення нових інвесторів, коригування стратегічних цілей тощо. З метою приведення у відповідність правової форми організації господарської діяльності до внутрішніх та зовнішніх умов ведення бізнесу застосовують таку форму реорганізації, як перетворення.

Перетворення — це спосіб реорганізації, який передбачає зміну форми власності або організаційно-правової форми юридичної особи без припинення господарської діяльності підприємства. При перетворенні одного підприємства в інше до підприємства, яке щойно виникло, переходять усі майнові права та обов'язки колишнього підприємства. Найпоширенішими прикладами перетворення підприємств є:

- товариство з обмеженою відповідальністю реорганізується в акціонерне товариство;
- приватне підприємство реорганізується в товариство з обмеженою відповідальністю;
- закрите акціонерне товариство перетворюється у відкрите.

Важливим є те, що розмір частки (у процентах) кожного засновника (учасника, акціонера) в статутному капіталі підприємства, що реорганізується, повинен дорівнювати розміру його частки в статутному капіталі товариства, створеного в результаті перетворення.

При перетворенні закритого акціонерного товариства у відкрите, і навпаки, номінальна вартість та кількість акцій акціонерного товариства, створеного в результаті перетворення, повинна дорівнювати номінальній вартості та кількості акцій акціонерного товариства на момент прийняття рішення про реорганізацію,

якщо рішенням про перетворення не передбачено збільшення статутного капіталу підприємства. Загальна схема реорганізації підприємства шляхом перетворення наведена на рис. 7.7.

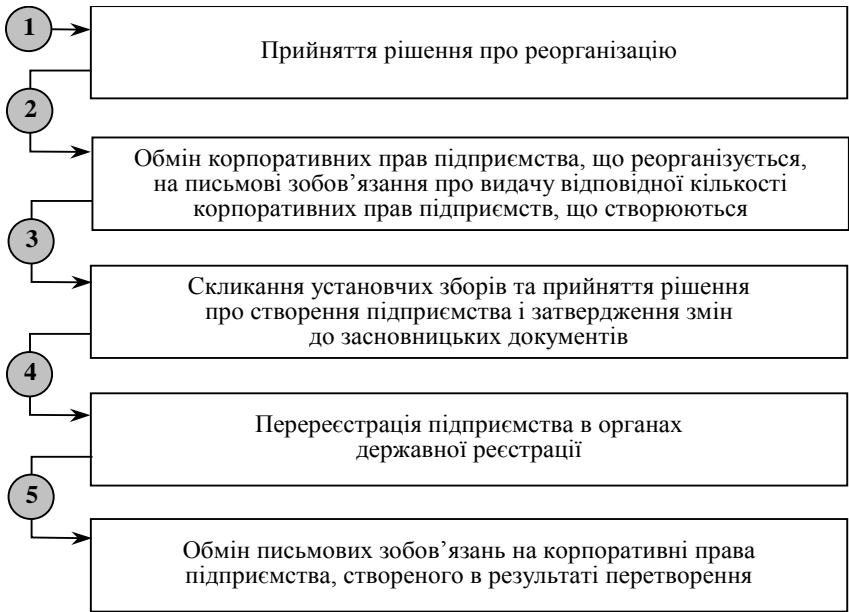


Рис. 7.7. Порядок реорганізації підприємств шляхом перетворення

Розглянемо один з типових видів даної форми реорганізації — перетворення товариства з обмеженою відповідальністю на відкрите акціонерне товариство. Реорганізація здійснюється шляхом реєстрації випуску акцій у порядку, передбаченому законодавством про цінні папери і фондову біржу, з одночасним внесенням відповідних змін до статуту підприємства.

Перший етап. Вищий орган товариства з обмеженою відповідальністю приймає рішення про перетворення, яке оформлюється протоколом. Протокол в обов'язковому порядку має містити рішення про формування статутного капіталу та випуск акцій, а також інші відомості про емітента та умови розміщення акцій. Після цього здійснюється реєстрація в ДКЦПФР інформації про відкриту підписку на акції та публікація даної інформації.

Другий етап. Обмін свідоцтв учасників про внесення вкладу до статутного капіталу підприємства—товариства з обмеженою відпо-

відальністю на тимчасові свідоцтва (письмові зобов'язання) про видачу відповідної кількості акцій акціонерного товариства, яке створюється в результаті перетворення. Після цього в ДКЦПФР поається звіт про результати обміну та підписки на акції з метою реєстрації емісії. До дня скликання установчих зборів акціонерного товариства акціонери мають внести не менше 30 % номінальної вартості акцій, що відносяться до суми збільшення статутного капіталу (якщо це передбачається умовами перетворення).

Третій етап. Скликання установчих зборів акціонерного товариства, на яких приймається рішення про створення АТ та затвердження у новій редакції засновницьких документів. Установчі збори відкритого акціонерного товариства підбивають підсумки проведеної підписки на акції і засвідчують створення відкритого акціонерного товариства, обирають виконавчий орган і ревізійну комісію. В установчих документах новоствореного внаслідок перетворення підприємства в обов'язковому порядку має бути зазначено, що воно створюється внаслідок перетворення ТОВ у ВАТ, яке бере на себе всі його майнові права та обов'язки і є його правонаступником.

Четвертий етап. Перереєстрація в державних органах реєстрації підприємства, створеного в результаті перетворення.

П'ятий етап. Обмін письмових зобов'язань і тимчасових свідоцтв на акції АТ, створеного в результаті перетворення.

Фінансовий механізм перетворення підприємств із залученням нових інвесторів розглянемо на умовному прикладі.

Приклад 7.4

З метою розширення можливостей фінансування підприємства було прийнято рішення про перетворення товариства з обмеженою відповідальністю «Х» на акціонерне товариство «У». Учасники ТОВ здійснюють обмін своїх часток на акції за номінальною вартістю. Баланс ТОВ «Х» перед реорганізацією має такий вигляд, тис. грн:

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	7000	1. Статутний капітал	4000
2. Оборотної активи	3000	2. Додатковий капітал	300
		3. Резервний капітал	700
		4. Нерозподілений прибуток	—
		5. Зобов'язання	5000
Баланс	10 000	Баланс	10 000

Одночасно з перетворенням проводиться збільшення статутного капіталу на основі додаткової емісії акцій загальною номінальною вартістю 1 млн грн. Курс емісії акцій — 120 %. Для поліпшення структури капіталу запропоновано здійснити операцію трансформації заборгованості перед одним із кредиторів у власний капітал, на що спрямовується 25 % акцій додаткової емісії. Решта акцій планується розмістити на ринку капіталів. Накладні витрати, пов'язані з перетворенням та збільшенням статутного капіталу, становлять 50 тис. грн.

Зазначені операції впливають на окремі статті балансу реорганізованого підприємства таким чином:

- статутний капітал реорганізованого підприємства буде сформовано в розмірі 5000 тис. грн, у т. ч, 4000 тис. грн — статутний капітал підприємства-правопередника та 1000 тис. грн — збільшення статутного капіталу;

- додатковий капітал формується як сума залишку за цією статтею та емісійного доходу в розмірі 200 тис. грн;

- резервний капітал можна розглядати як джерело погашення витрат, пов'язаних з реорганізацією та збільшенням статутного капіталу, отже, він зменшиться на відповідну суму;

- зобов'язання зменшаться на 300 тис. грн, оскільки ця сума спрямовується кредитором на придбання 25 % акції нової емісії за курсом емісії.

Зрозуміло, що в результаті трансформації боргу у власність активи підприємства на відповідну суму не збільшуються. З урахуванням цього, а також грошових витрат, пов'язаних з реорганізацією та збільшенням статутного капіталу, оборотні активи підприємства збільшаться на 850 тис. грн..

Враховуючи викладене, побудуємо баланс підприємства після реорганізації, тис. грн:

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	7000	1. Статутний капітал	5000
2. Оборотні активи	3850	2. Додатковий капітал	500
		3. Резервний капітал	650
		4. Нерозподілений прибуток	—
		5. Зобов'язання	4700
Баланс	10 850	Баланс	10 850

ТЕСТИ І ЗАДАЧІ

Тести

Тест 1. До основних мотивів реорганізації підприємства можна віднести такі: _____

Тест 2. Основний зміст реорганізації полягає в...

- 1) повній або частковій зміні власника статутного капіталу юридичної особи;
- 2) перереєстрації підприємства;
- 3) зміні організаційно-правової форми організації бізнесу;
- 4) зміні розміру статутного капіталу;
- 5) зміні складу засновників.

Тест 3. Які з наведених характеристик передатного балансу є правильними?

1. Це баланс підприємства, що реорганізується шляхом злиття чи приєднання, на день припинення його діяльності.
2. Це баланс підприємства, що реорганізується шляхом виділення чи поділу, на день припинення його діяльності.
3. Баланс, який складається під час операції аквізиції.
4. Баланс складається за правилами, передбаченими стандартами бухгалтерського обліку.
5. Баланс може мати силу акта приймання-передачі.

Тест 4. За базу для встановлення пропорцій обміну корпоративних прав підприємств, що реорганізуються, на акції або частки в статутному капіталі підприємства- правонаступника доцільно використовувати...

- 1) розмір статутного капіталу підприємств, що реорганізуються;
- 2) величину заборгованості підприємств, що реорганізуються;
- 3) ринковий курс корпоративних прав підприємств, що реорганізуються;
- 4) величину необоротних активів підприємств;
- 5) оціночну ринкову вартість підприємств.

Тест 5. Необхідність перереєстрації підприємства виникає, якщо реструктуризація підприємства приводить до змін...

- 1) організаційно-правової форми;
- 2) місцезнаходження підприємства;
- 3) форми власності;
- 4) розмірів статутного капіталу;
- 5) назви юридичної особи.

Тест 6. У разі реорганізації боржника шляхом злиття або приєднання його до іншого, стабільнішого підприємства...

- 1) бухгалтерські баланси обох підприємств консолідуються;
- 2) заборгованість підприємства-боржника покривається колишніми власниками його корпоративних прав;
- 3) підприємство-боржник виключається з державного реєстру та втрачає свій юридичний статус;
- 4) борги боржника визнаються безнадійними;
- 5) усі майнові права та обов'язки обох підприємств переходять до юридичної особи, яка виникла в результаті злиття (приєднання).

Тест 7. Вимоги щодо умов переведення боргу у разі реорганізації підприємства зводяться до такого:

- 1) переведення боржником свого боргу на іншу особу допускається лише за згодою кредитора;
- 2) переведення боргу на іншу особу допускається без згоди кредитора;
- 3) новий боржник вправі висувати проти вимог кредитора всі заперечення, засновані на відносинах між кредитором і первісним боржником;
- 4) порука і встановлена третьою особою застава припиняються з переведенням боргу, якщо поручитель або заставадавець не виявив згоди відповідати за нового боржника;
- 5) уступка вимоги і переведення боргу, основані на угоді, укладеній у письмовій формі, повинні бути вчинені в простій письмовій формі.

Тест 8. Які з наведених висловлювань правильні?

1. У разі злиття всі майнові права та обов'язки кількох юридичних осіб концентруються на балансі одного новоствореного підприємства.
2. При приєднанні майно обох підприємств концентрується на балансі вже функціонуючого на момент прийняття рішення про приєднання, підприємства.
3. При злитті баланси обох підприємств консолідуються без створення нової юридичної особи.
4. При приєднанні в обов'язковому порядку створюється нова юридична особа.
5. При приєднанні підприємство- правонаступник може змінювати форму організації бізнесу (перетворення).

Тест 9. Під час реорганізації шляхом виділення...

- 1) частина активів і пасивів підприємства, що реорганізується, передається правонаступникові або кільком правонаступникам, які створюються внаслідок реорганізації;
- 2) підприємство, що реорганізується, продовжує свою фінансово-господарську діяльність;

3) підприємство, що реорганізується, не втрачає статусу юридичної особи, а лише вносить зміни до установчих документів згідно з чинним законодавством;

4) підприємство, що реорганізується, продовжує свою господарську діяльність, однак втрачає юридичний статус;

5) реорганізоване підприємство повинно перереєструватися.

Тест 10. Збереження статусу юридичної особи підприємства та складу його власників і зміна організаційно-правової форми ведення бізнесу передбачаються таким способом реорганізації:

- 1) злиття;
- 2) аквізиція;
- 3) перетворення;
- 4) приєднання;
- 5) виділення.

Задачі

Задача 1

Збори учасників ТОВ «Х» прийняли рішення про його поділ на два товариства у співвідношенні 70 : 30. Баланс ТОВ «Х» до реорганізації має такий вигляд, тис. грн:

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	500	1. Статутний капітал	420
2. Запаси і витрати	150	2. Додатковий капітал	60
3. Дебіторська заборгованість	130	3. Резервний капітал	70
4. Грошові кошти	20	4. Зобов'язання	250
Баланс	800	Баланс	800

Скласти роздільний баланс підприємства за умови, що в процесі реорганізації була проведена переоцінка основних засобів на 20 %, а також була списана безнадійна дебіторська заборгованість обсягом 30 тис. грн.

Задача 2

Прийнято рішення про реорганізацію АТ «Х» шляхом приєднання його до акціонерного товариства «У». Співвідношення, з яким робиться обмін корпоративних прав при приєднанні, становить 5 : 3, тобто 5 акцій АТ «Х» обмінюються на 3 акції АТ «У». Кількість акцій АТ «Х», які перебувають у обігу, дорівнює 10 тис. шт. (номінал акцій 50 грн); АТ «У» — 16 тис. шт. (номінал 50 грн). Розрахувати суму збільшення статутного капіталу АТ «У» для того, щоб наділити корпоративними правами акціонерів АТ «Х» згідно із заданими пропорціями.

Розділ 8

ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ¹

Сутність та види фінансових інвестицій підприємств. Цілі та об'єкти фінансового інвестування. Довгострокові фінансові інвестиції. Поточні фінансові вкладення. Фінансові інвестиції в асоційовані, дочірні та спільні підприємства. Вкладення в боргові фінансові інструменти.

Оцінка доцільності фінансових інвестицій. Оцінка доцільності вкладень в інвестиції з фіксованою ставкою доходності. Моделі та методи оцінки вартості фінансових інструментів. Динамічні та статичні методи оцінки. Метод дисконтування. Метод внутрішньої норми прибутковості (IRR).

Оцінка доцільності вкладень у корпоративні права. Зміст фундаментального аналізу акцій. Показники, які використовуються у процесі фундаментального аналізу. Технічний аналіз акцій.

Методи оцінки фінансових інвестицій при відображенні їх у фінансовій звітності. Справедлива вартість фінансових інвестицій. Застосування методу ефективного ставки процента при оцінці фінансових інвестицій. Оцінка фінансових інвестицій в асоційовані та дочірні підприємства за методом участі в капіталі.

8.1. СУТНІСТЬ І КЛАСИФІКАЦІЯ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ ПІДПРИЄМСТВА

Одним з найважливіших завдань фінансових служб на підприємстві є визначення найефективніших напрямів вкладення залученого капіталу. Інформація про здійснені підприємством вкладення міститься в активі балансу. *Загалом **інвестиції** — це всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект.*

Досить часто під інвестиціями розуміють лише довгострокові вкладення підприємств з метою отримання прибутку. Хоча залучений капітал може бути інвестований як у необоротні (довгострокові), так і в оборотні (короткострокові) активи.

¹ У цьому розділі досліджується коло питань, пов'язаних із здійсненням фінансових інвестицій підприємствами, основною метою діяльності яких не є одержання доходів від фінансових інвестицій, зокрема операцій з цінними паперами. Дослідження безпосередньо не стосується фінансових посередників, банківських установ, інвестиційних фондів тощо.

Приймаючи рішення щодо вкладання коштів у той чи інший об'єкт інвестицій, потенційні інвестори повинні визначитися з такими основними питаннями:

- 1) цілі інвестування;
- 2) сума коштів, яку вони можуть інвестувати;
- 3) строки, на які кошти можуть бути заморожені в інвестиційні вкладення;
- 4) собівартість окремого об'єкта інвестицій;
- 5) сума доходів (процентів, дивідендів), на яку вони можуть розраховувати, вклавши кошти в об'єкт інвестицій;
- 6) можливі вигоди та доходи від альтернативного використання капіталу;
- 7) ризики, пов'язані з інвестуванням;
- 8) ліквідність фінансових інвестицій, тобто швидкість і спроможність їх трансформації у грошові кошти.

Інвестиції здебільшого класифікуються за такими ознаками:

- об'єктами вкладення (фінансові та реальні);
- строками інвестування (короткострокові, довгострокові);
- характером участі в інвестиційному процесі (прямі, непрямі).

Реальні інвестиції:

- придбання основних засобів;
- ремонт і модернізація основних засобів;
- вкладення в нематеріальні активи;
- приріст запасів товарно-матеріальних цінностей

ОБ'ЄКТИ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ВКЛАДЕНЬ

Фінансові інвестиції:

- інвестиції в асоційовані та дочірні підприємства;
- інвестиції у спільну діяльність без створення юридичної особи;
- придбання корпоративних прав інших підприємств;
- придбання боргових фінансових інструментів

Рис. 8.1. Класифікація інвестицій за об'єктами вкладень

Види інвестицій у розрізі об'єктів вкладень характеризує рис. 8.1. Діяльність фінансиста зосереджена переважно на управлінні фінансовими інвестиціями. *Під фінансовими інвестиціями*

розуміються активи, які утримуються підприємством з метою збільшення прибутку (процентів, дивідендів тощо), зростання вартості капіталу або інших вигід для інвестора.

Фінансові вкладення можуть бути довго- і короткостроковими. Розрізняють також вкладення у корпоративні права інших підприємств і вкладення в боргові фінансові інструменти тощо.

До основних цілей здійснення фінансових інвестицій підприємств належать:

- одержання прибутку (як правило, довгострокові фінансові інвестиції);
- поглинання чи здобуття контролю над підприємством-конкурентом, у т. ч. з метою його ліквідації;
- створення інтегрованих корпоративних структур (концернів, холдингів);
- поліпшення фінансово-господарських зв'язків з постачальниками сировини (матеріалів, комплектуючих тощо) та споживачами готової продукції;
- диверсифікація діяльності та одержання доступу до певного сегмента ринку;
- збереження ліквідних резервів (як правило, поточні фінансові інвестиції).

Доходи, отримані підприємством від здійснення фінансових інвестицій, відображаються у звіті про фінансові результати за такими позиціями:

◆ дохід від участі в капіталі — дохід, отриманий від інвестицій в асоційовані, спільні або дочірні підприємства, облік яких ведеться за методом участі в капіталі;

◆ інші фінансові доходи — дивіденди, проценти, сума збільшення балансової вартості інвестицій та інші доходи, отримані від фінансових інвестицій (крім доходів, які обліковуються за методом участі в капіталі);

◆ інші доходи — дохід від реалізації фінансових інвестицій.

Витрати та збитки від фінансових інвестицій у звіті про фінансові результати відображаються за статтями:

■ втрати від участі в капіталі — збиток, спричинений інвестиціями в асоційовані, дочірні та/або спільні підприємства (зменшення балансової вартості інвестицій);

■ інші витрати — собівартість реалізації фінансових інвестицій; втрати від уцінки інвестицій, сума зменшення балансової вартості інвестицій; втрати від зменшення корисності (вартості) вкладень відображаються з одночасним зменшенням балансової вартості фінансових інвестицій.

Для успішної реалізації підприємствами інвестиційних проектів доцільно впроваджувати так званий *інвестиційний контроль*, який включає планування інвестицій, узгодження та затвердження інвестиційних проектів, супроводження проектів і поточне рапортування про проміжні результати їх виконання, а також інвестиційний контроль.

8.2. ДОВГОСТРОКОВІ ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ

Під довгостроковими фінансовими інвестиціями розуміються фінансові інвестиції на період понад один рік, а також усі інші інвестиції, котрі не можуть бути вільно реалізовані у будь-який момент.

Отже, довгостроковими інвестиціями можуть бути також і вкладення, які спочатку планувалося здійснювати на термін менше одного року у разі, якщо, виходячи із ситуації на ринку, підприємство визнає за неможливе їх реалізацію протягом короткого періоду. Ідеться про низьколіквідні або неліквідні активи.

У довгострокові фінансові інвестиції можуть здійснюватися вкладення підприємства з метою одержання прибутку, здобуття контролю над іншими підприємствами, одержання доступу на певний сегмент ринку, створення інтегрованих корпоративних структур, диверсифікації діяльності тощо. Зазначимо, що через інструментарій довгострокових фінансових інвестицій можна опосередковано здійснювати реальні інвестиції. Наприклад, замість вкладання коштів у придбання основних засобів для розвитку нового виробництва можна придбати контрольний пакет корпоративних прав підприємства, яке володіє відповідними необоротними активами, чи заснувати дочірнє підприємство, наділивши його статутним капіталом, за рахунок якого будуть здійснені реальні інвестиції.

Об'єктами довгострокового фінансового інвестування можуть бути:

- ◆ цінні папери, які засвідчують право власності (акції);
- ◆ цінні папери, що засвідчують відносини позички (облігації, ощадні та інвестиційні сертифікати, векселі);
- ◆ облігації державних та місцевих позик;
- ◆ вкладення в статутний капітал інших підприємств, створених на території країни та за кордоном.

Довгострокові фінансові інвестиції в балансі підприємства-інвестора відображаються за такими позиціями:

- довгострокові фінансові інвестиції, котрі обліковуються за методом участі в капіталі,

- інші фінансові інвестиції.

До складу довгострокових фінансових інвестицій, що обліковуються за методом участі в капіталі, належать:

- інвестиції в **асоційовані підприємства** — підприємства, в яких інвестору належить блокувальний (понад 25 %) пакет акцій (голосів) і яке не є дочірнім або спільним підприємством інвестора;

- вкладення у **дочірні підприємства** — підприємства, що перебувають під контролем материнського (холдингового) підприємства (контроль — вирішальний вплив на фінансову, господарську і комерційну політику підприємства з метою одержання вигод від його діяльності). При з'ясуванні питання про віднесення підприємства до категорії дочірніх вирішальну роль відіграє ступінь впливу інвестора при прийнятті рішень стосовно ключових питань господарської діяльності об'єкта інвестування;

- вкладення в **спільну діяльність** — господарська діяльність зі створенням юридичної особи, яка є об'єктом спільного контролю двох або більше сторін відповідно до письмової угоди між ними.

До інших довгострокових фінансових інвестицій належать усі інші фінансові вкладення, які можуть бути об'єктами інвестування: облігації, вкладення в корпоративні права підприємств, які не належать до вище перелічених, тощо.

Порядок прийняття рішень щодо здійснення довгострокових фінансових інвестицій залежить від мети та об'єкта вкладень. Якщо головною метою інвестицій є безпосереднє отримання прибутку, то відповідні рішення приймаються після ретельного аналізу інвестиційної привабливості відповідного об'єкта, оцінки доцільності вкладень з погляду їх ризиковості та прибутковості, аналізу альтернативних можливостей використання капіталу. При цьому застосовують широкий набір інструментів і методів оцінки окремих інвестицій та інвестиційного портфеля в цілому.

У разі здійснення довгострокових фінансових вкладень під впливом інших, ніж отримання прибутку, цільових установок (наприклад, поглинання конкурентів, у т. ч. з метою їх ліквідації), слід провести аналіз витрат і вигід відповідних операцій та оцінити їх відповідність загальній стратегії розвитку підприємства.

Інвестиційні рішення можуть прийматися лише за наявності відповідних фінансових джерел. У протилежному разі інвестор може стати неплатоспроможним з усіма наслідками, які з цього випливають. Довгострокові інвестиційні вкладення доцільно здійс-

нювати за рахунок власного капіталу, довгострокових позичок чи коштів, які вивільняються в результаті дезінвестицій.

8.3. ПОТОЧНІ ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ

Під поточними фінансовими інвестиціями розуміються фінансові інвестиції на термін, що не перевищує один рік, які можуть бути вільно реалізовані в будь-який момент (крім інвестицій, котрі є еквівалентами грошових коштів).

У балансі поточні фінансові інвестиції відображаються в складі оборотних активів підприємства за статтею «Поточні фінансові інвестиції». До цього виду інвестицій належать вкладення підприємством тимчасово вільних коштів у банківські депозити, короткострокові цінні папери та інші дохідні фінансові інструменти з метою формування ліквідних резервів та одержання доходів. Поточне фінансове інвестування може здійснюватися також у рамках політики рефінансування дебіторської заборгованості.

Поточними фінансовими інвестиціями, крім того, вважаються векселі, якщо вони використовуються як цінний папір. Зокрема, за позицією «поточні фінансові інвестиції» можуть бути відображені векселі, що придбаваються нижче за номінальну вартість з метою зарахування кредиторської заборгованості в сумі номіналу вексяля.

Окрім цього, поточними можуть бути й інвестиції в асоційовані, дочірні підприємства та спільну діяльність зі створенням юридичної особи, якщо вони придбані та утримуються виключно для продажу протягом 12 місяців з дати придбання, або відповідні асоційовані чи дочірні підприємства ведуть діяльність в умовах, які обмежують їх здатність передавати кошти інвестору протягом періоду, що перевищує 12 місяців.

Оскільки поточні фінансові інвестиції розглядаються здебільшого як ліквідні резерви, для підприємства принципове значення має їх загальна ринкова вартість, тобто обсяг грошових коштів, які можна отримати в результаті реалізації портфеля поточних фінансових інвестицій.

На відміну від довгострокових фінансових інвестицій, поточне інвестування не потребує наявності відповідних фінансових джерел, зокрема прибутку, інших позицій власного капіталу чи довгострокових позичок. Основою прийняття рішень про поточні фінансові інвестиції є інформація, наведена в оперативному фінансовому плані (бюджеті ліквідності). Якщо з плану випливає,

що в окремих періодах у підприємства очікується тимчасовий надлишок грошових коштів, то слід прийняти рішення стосовно їх раціонального використання, зокрема вкладення в легколіквідні прибуткові інвестиції.

Управління поточними фінансовими вкладеннями слід узгоджувати із політикою оптимізації залишків грошових коштів на банківських рахунках та формування резервів ліквідності. Тут фінансисту у пригоді можуть стати широко відомі в світі моделі управління вільними залишками грошових коштів на поточних рахунках: *модель Баумоля*, *модель Міллера-Орра* та *модель Баранека*. Згідно з цими моделями рішення щодо обсягів та кількості операцій у рамках поточних інвестицій слід приймати, враховуючи такі чинники:

- прогнозовані доходи від поточних фінансових інвестицій;
- накладні витрати, пов'язані із здійсненням інвестицій і дезінвестицій;
- величину втрачених доходів у разі зберігання залишків коштів на рахунку в банку (за відсутності інвестицій).

8.4. ОЦІНКА ДОЦІЛЬНОСТІ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Серед численних методів і прийомів аналізу доцільності вкладень у ті чи інші об'єкти фінансових інвестицій виокремлюють дві основні групи методів. Перша призначена для оцінки інвестицій в активи з фіксованою ставкою дохідності та визначеним строком їх утримання. До таких об'єктів інвестування належать вкладення в облігації з фіксованим процентом, привілейовані акції, депозитні сертифікати, векселі тощо. Друга група методів призначена для оцінки фінансових вкладень з чітко невизначеною нормою прибутковості та строками інвестування, якими є насамперед інвестиції в акції, інші види корпоративних прав.

При прийнятті інвестиційних рішень інвестори порівнюють очікувані доходи від вкладання коштів у даний об'єкт капіталовкладень, з доходами від інших, альтернативних можливостей інвестування. При цьому розрізняють два основні підходи до оцінки інвестицій:

- *статичний аналіз*: усі показники, які характеризують об'єкт інвестування, розглядаються в короткостроковому періоді; при розрахунках використовуються величини, зафіксовані в певний проміжок часу (факт зміни вартості грошей у часі не враховується);
- *динамічний аналіз*: показники аналізуються в динаміці, з урахуванням зміни вартості грошей у часі за ряд періодів.

При оцінці фінансових інвестицій здебільшого використовують методи, які дають можливість дослідити показники, що характеризують об'єкт інвестицій у динаміці. До основних з таких методів належать: метод дисконтування майбутніх доходів та метод внутрішньої норми прибутковості.

8.4.1. Оцінка доцільності вкладень в інвестиції з фіксованою ставкою дохідності

Метод дисконтування Cash-flow

Метод дисконтування Cash-flow називають також методом розрахунку внутрішньої (потенційної) вартості інвестиції. У разі використання цього методу відповідні інвестиційні рішення приймаються на основі порівняння абсолютних величин: теперішньої вартості вхідних і вихідних грошових потоків, які є наслідком інвестиційних вкладень. При цьому ставка дисконтування, яка застосовується при розрахунках теперішньої вартості, є заданою і відповідає ставці дохідності за можливими альтернативними вкладеннями.

Доцільність фінансових інвестицій в окремі об'єкти визначається шляхом приведення до теперішньої вартості очікуваних чистих грошових потоків (*Cash-flow*) від здійснення інвестицій та зіставлення сумарної величини цих потоків із собівартістю інвестицій (грошових виплат на придбання інвестиції). Вартість інвестиції визначається за таким алгоритмом:

$$C_0 = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} - E_0, \quad (8.1)$$

де C_0 — вартість інвестиції; CF — чистий грошовий потік (*Cash-flow*) від здійснення інвестиції; E_0 — собівартість інвестиції; r — коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування ($r = p/100\%$); p — ставка дисконтування (ставка дохідності за найкращою (або середньою) з альтернативних можливостей вкладення коштів на ринку); складається з двох компонентів: фіксованої ставки за безризиковими вкладеннями та середньоринкової премії за ризик; n — період, протягом якого кошти вкладаються у фінансові інвестиції (кількість інтервалів, за які нараховуються доходи).

Якщо керуватися критерієм прибутковості, рішення щодо інвестиційних вкладень може бути прийняте, якщо вартість інвестиції є не менше нуля ($C_0 > 0$). У такому разі рентабельність фінансових інвестицій дорівнюватиме або перевищуватиме ставку рентабельності за альтернативними вкладеннями на ринку. У разі наявності багатьох альтернативних вкладень перевага віддається тому фінансовому інструменту, вартість якого є найвищою.

Приклад 8.1

Підприємство планує здійснити фінансові вкладення у державні облігації зі строком погашення 2 роки. Облігації можна придбати з дисконтом у 10 %, фіксована ставка процента за облігаціями становить 12 % річних до номіналу зі щоквартальною виплатою доходів. Обсяг фінансових інвестицій дорівнює 90 000 тис. грн; комісійна винагорода фінансового посередника за придбання та зберігання облігацій — 0,5 % їх номінальної вартості (сплачується одночасно з придбанням облігацій). Як альтернатива — підприємство може вкласти зазначену суму коштів у банківський депозит з процентною ставкою 20 % річних (або 5 % за квартал) із щоквартальним нарахуванням доходів.

Проведемо оцінку доцільності інвестиційних вкладень у згадані облігації. Враховуючи базові умови, номінальна вартість облігацій становитиме 100 000 грн; комісійна винагорода фінансового посередника — 500 грн; квартальна сума процентів — 3000 грн (3 % за кожен квартал). У таблиці наведені розрахунки теперішньої вартості майбутніх доходів від здійснення інвестицій.

Період, n (квартал)	Грошовий потік від фінансових інвестицій, CF	Процентний фактор теперішньої вартості, $1/(1+r)^n$	Теперішня вартість очікуваних доходів, $CFn/(1+r)^n$
1-й	3000	0,95238	2857
2-й	3000	0,90703	2721
3-й	3000	0,86384	2592
4-й	3000	0,82270	2468
5-й	3000	0,78363	2351
6-й	3000	0,74622	2239
7-й	3000	0,71068	2132
8-й	103 000	0,67684	69 715
Загальна теперішня вартість майбутніх грошових надходжень від здійснення інвестицій в облігації			87 075
Загальна собівартість інвестиції			90 500

Отже, розрахунки показують, що вартість інвестиції є від'ємною. Це означає, що вкладення коштів у дані облігації є менш вигідним, ніж альтернативне вкладення на депозитний рахунок.

Охарактеризований метод оцінки інвестицій є універсальним і може використовуватися як для оцінки фінансових, так і реальних інвестицій. Разом з тим його застосування є проблематичним у разі ускладнень із прогнозуванням майбутніх грошових потоків від інвестицій та у разі невизначеності строків, на які вкладаються кошти. За наявності інфляційних очікувань наведені розрахунки слід скоригувати на прогнозний рівень інфляції, зокрема номінальну ставку дохідності в плановому періоді слід привести до реальної (з урахуванням індексу інфляції).

Метод ефективної ставки процента

Розрахунок ефективної ставки процента здійснюється як при оцінці доцільності інвестицій, та і при визначенні їх вартості для відображення у фінансовому обліку. При цьому застосовують різні концепції розрахунку ефективної ставки.

Ефективна ставка процента за фінансовими інвестиціями — це реальна ставка дохідності (рентабельність) інвестиційних вкладень за визначений період. Цей показник характеризує рентабельність інвестиційних вкладень, розраховується як відношення річного процента за вкладеннями (скоригованого на середньорічну суму дисконту (+) чи премії (-) до величини вкладень (собівартості інвестицій)².

Метод ефективної ставки процента застосовується для оцінки фінансових вкладень з фіксованою ставкою дохідності (облігації, привілейовані акції, депозитні сертифікати тощо). При цьому може використовуватися як статичний, так і динамічний підхід.

За статичного підходу вигідність інвестицій визначається на основі порівняння ефективної ставки процента за кількома альтернативними об'єктами інвестування. Перевага віддається тим інвестиціям, які характеризуються вищою рентабельністю.

² Див.: Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen. — S. 181—182; Süchting J. Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung. — S. 152.

Якщо погашення інвестицій здійснюється в кінці періоду і вони придбані з дисконтом, тобто за ціною, нижчою, ніж ціна погашення, то інвесторам доцільно використати такий алгоритм розрахунку ефективної ставки процента (Re):

$$Re = \frac{i + d/n}{K_e} \cdot 100 \% , \quad (8.2)$$

де d — дисконт, виражений у процентах ($K_n - K_e$); i — фіксована процентна ставка; K_e — курс емісії (собівартість інвестицій), %; K_n — курс погашення інвестицій, %.

У разі, якщо фінансові інвестиції придбані з премією, тобто за ціною, вищою, ніж ціна їх погашення, то формула 8.2 набуде такого вигляду:

$$Re = \frac{i - g/n}{K_e} \cdot 100 \% , \quad (8.3)$$

де g — премія, з якою придбані інвестиції ($K_e - K_n$).

Звичайно, у разі необхідності у зазначених формулах можуть використовуватися не лише відносні, а й абсолютні величини. Приклади розрахунку ефективної ставки процента наведені в розд. 6 при дослідженні умов емісії та погашення облігацій. Завдяки розрахунку ефективної ставки процента можна знайти наближене значення рентабельності вкладень. Недоліком використання цього методу оцінки є те, що він не враховує чинник зміни вартості грошових потоків у часі. Усунути його можна, вдаввшись до розрахунку внутрішньої ефективної ставки процента.

Метод визначення внутрішньої норми прибутковості (*internal rate of return, IRR*) при оцінці інвестицій передбачає розрахунок відносного показника — ставки дохідності, за якої вартість інвестиції дорівнює нулю (теперішня вартість усіх грошових видатків на здійснення інвестиції дорівнює теперішній вартості всіх грошових надходжень від цієї інвестиції). Ця ставка відповідає мінімальній ставці рентабельності, за якої пріоритет може надаватися альтернативним вкладенням на ринку.

Правило прийняття інвестиційних рішень за цим методом формулюється таким чином: перевага повинна віддаватися тому об'єкту інвестицій, внутрішня норма прибутковості за яким є більшою, ніж середня ставка дохідності за альтернативними вкладеннями на ринку капіталів.

Для розрахунку внутрішньої норми прибутковості у формулу 8.1 замість Co підставимо нуль, а замість r — коефіцієнт, який

характеризує внутрішню ставку дохідності (re), оскільки саме за нульової внутрішньої вартості інвестицій їх норма дохідності дорівнює середній ставці дохідності за альтернативними вкладеннями. Методом передбачено, що шукану процентну ставку можна розрахувати на основі зіставлення вартості інвестицій за двох пробних варіантів ставок дисконтування (re_1 ; re_2), які підбираються таким чином, що в інтервалі між re_1 та re_2 вартість інвестиції змінює своє значення з «+» на «-», і навпаки. На основі перетворень у формулі 8.1 отримаємо алгоритм, який рекомендується використовувати для розрахунку внутрішньої норми прибутковості:

$$re = re_1 - Co_1 \cdot \frac{re_2 - re_1}{Co_2 - Co_1}, \quad (8.4)$$

де Co_1 ; Co_2 — внутрішня вартість інвестиції за різних варіантів ставки дисконтування.

Якщо $re > r$, то інвестиції в аналізованій об'єкт вигідні. З метою апробації цього методу розглянемо умовний приклад.

Приклад 8.2

Підприємство планує здійснити фінансові вкладення у державні облігації за тими самими умовами, що і в прикладі 8.1. Розрахуємо норму дохідності, за якої внутрішня вартість інвестиції становить нуль. Для цього виконаємо розрахунки вартості інвестицій за використання двох пробних варіантів ставки дисконтування: 20 і 16 % річних або, відповідно, 5 та 4 % квартальних: $re_1 = 5 \%$; $re_2 = 4 \%$.

Період, n (квартал)	Грошовий потік від фінансових інвестицій, CF	Процентний фактор теперішньої вартості, $re_1 = 5 \%$	Теперішня вартість очікуваних доходів, $re_1 = 5 \%$	Процентний фактор теперішньої вартості, $re_2 = 4 \%$	Теперішня вартість очікуваних доходів, $re_2 = 4 \%$
1-й	3000	0,952	2857	0,962	2886
2-й	3000	0,907	2721	0,925	2775
3-й	3000	0,864	2592	0,889	2667
4-й	3000	0,823	2468	0,855	2565
5-й	3000	0,784	2351	0,822	2466
6-й	3000	0,746	2239	0,790	2370
7-й	3000	0,711	2132	0,760	2280
8-й	103 000	0,677	69 715	0,731	75 293

Загальна теперішня вартість майбутніх грошових надходжень від здійснення інвестицій в облігації	87 075		93 302
Загальна собівартість інвестиції	90 500		90 500
Вартість інвестиції	-3425		+2802

Підставивши у формулу 8.4 відповідні значення, отримаємо шукану внутрішню норму дохідності:

$$re = 5 + 3425 \cdot \frac{4 - 5}{2802 + 3425} = 5 - 0,55 = 4,45 \% .$$

Внутрішня ставка дохідності становить 4,45 % кварталних, тобто 17,8 % річних. Це означає, якщо за альтернативними вкладеннями дохідність перевищуватиме 17,8 %, то інвестиції в облігації з наведеними у прикладі умовами є не вигідними. Якщо ж ставка дохідності за альтернативними вкладеннями є меншою, ніж розрахована внутрішня ефективна ставка, то рішення про інвестування коштів у ці облігації може бути акцептовано.

За наявності кількох альтернативних об'єктів інвестування перевага віддається тому, внутрішня ставка процента за яким є вищою.

У практиці фінансової діяльності суб'єктів господарювання у країнах з розвинутими ринковими інституціями охарактеризований метод оцінки інвестицій на сьогоднішній день є найуживанішим³.

Ризик зміни процентних ставок і дюрація

Період, на який інвестор планує вкласти кошти у цінні папери, не завжди збігається з періодом обігу цих цінних паперів. У такому разі інвестиційні вкладення реалізуються за ринковим курсом. Цей курс значною мірою залежить від процентних ставок на ринку капіталів. Якщо вони зростають, курс цінних паперів з фіксованою номінальною ставкою процента падає, і навпаки. Отже, у разі зміни процентних ставок на ринку капіталів інвестор, який здійснив фінансові вкладення в цінні папери з фіксованою ставкою дохідності, зазнає ризику курсових втрат.

Найважливішим інструментом оцінки ризику зміни процентних ставок та його нейтралізації є розрахунок показника **дюрації**. Дюрація характеризує середньозважений період, протягом якого інвестор може амортизувати собівартість інвестиції, тобто отримати початкову суму фінансових вкладень. Завдяки показнику дюрації інвестор може дістати інформацію про середній

³ Olfert O. Finanzierung. Kompendium der praktischen Betriebswirtschaft. — S. 95.

строк, протягом якого кошти будуть заморожені в тому чи іншому об'єкті інвестицій. Для розрахунку цього показника слід скористатися інформацією щодо курсової вартості інвестицій, прогнозованої величини *Cash-flow* від здійснення інвестиції в розрізі окремих періодів, середніх процентних ставок на ринку, прогнозованого періоду володіння інвестицією та періоду обігу цінних паперів. Дюрація розраховується за таким алгоритмом:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n tCF_t(1+r)^{-t}}{\sum_{t=1}^n CF_t(1+r)^{-t}}, \quad (8.5)$$

де D — показник дюрації (кількість періодів); t — порядковий номер періоду здійснення платежу ($t \Rightarrow n$); CF_t — чистий грошовий потік від інвестиції в періоді t ; r — коефіцієнт, який характеризує ринкову ставку дисконту за аналогічними фінансовими вкладеннями.

Чим ближче показник дюрації до планового періоду вкладання коштів, тим меншим є ризик зміни процентних ставок. Значення цього показника за облігації з нульовим купоном збігається зі строком їх погашення. У такому разі зміна процентних ставок на ринку фактично не впливає на ринковий курс цінних паперів.

Зрозуміло, що чим вищою є ефективна ставка процента за інвестиціями та інтенсивнішими грошові потоки від її здійснення (раніше і частіше здійснюватимуться платежі), тим нижчим буде показник дюрації, і навпаки.

Приклад 8.3

Підприємство планує здійснити фінансові вкладення у державні облігації зі строком погашення 2 роки. Облігації можна придбати за ринковим курсом 93,3%; номінальна вартість пакета облігацій — 100 тис. грн; фіксована ставка процента (купон) за облігаціями — 12% річних до номіналу зі щоквартальною виплатою доходів. Середня ставка на ринку дорівнює 16% (або 4% за квартал). У таблиці наведено розрахунок показника дюрації за згаданими облігаціями.

Період, n (квартал)	Грошовий потік від фінансових інвестицій, CF	Процентний фактор теперішньої вартості, $r = 4\%$	Теперішня вартість очікуваних доходів, $r = 4\%$	Зважена теперішня вартість (гр. 1 · гр. 4), $\sum_{t=1}^n tCF_t(1+r)^{-t}$
1	2	3	4	5

1-й	3000	0,962	2886	2886
2-й	3000	0,925	2775	5550
3-й	3000	0,889	2667	8001
4-й	3000	0,855	2565	10 260
5-й	3000	0,822	2466	12 330
6-й	3000	0,790	2370	14 220
7-й	3000	0,760	2280	15 960
8-й	103 000	0,731	75 293	602 344
Сума			93 302	671 551

Дюрація облігацій становить 7,19 кварталів (671 551 : 93 302) або 1,8 року.

Показник дюрації можна розраховувати як щодо окремих цінних паперів, так і стосовно портфеля інвестицій. Дюрація інвестиційного портфеля визначається як сума показників дюрації за окремими складовими портфеля, скоригована на питому вагу ринкової вартості окремих цінних паперів у загальній вартості інвестиційного портфеля.

Стратегія управління ризиками зміни процентних ставок повинна бути побудована таким чином, щоб загальна величина дюрації інвестиційного портфеля збігалася з плановим періодом, на який інвестор планує вкладати кошти. У такому разі ризик зміни процентних ставок нейтралізується.

При використанні показника дюрації як чинника прийняття інвестиційних рішень слід мати на увазі, що він не враховує накладні витрати, пов'язані з інвестиційними вкладеннями.

8.4.2. Оцінка доцільності фінансових інвестицій у корпоративні права

Довгострокове інвестування коштів суб'єктів господарювання у корпоративні права інших підприємств здійснюється переважно з метою поглинання цих підприємств, придбання контролю над ними, одержання доступу до певного сегмента ринку, створення інтегрованих корпоративних структур (концернів, холдингів тощо). Рідше підприємства вкладають кошти в акції, частки інших підприємств на довгостроковий період з метою отримання прибутку у вигляді дивідендів. Це зумовлено тим, що залучений підприємством капітал доцільно вкладати саме в розвиток підприємства, тобто в реальні інвестиції.

Виходячи з головного завдання поточного фінансового інвестування — прибуткове вкладання тимчасово вільних коштів і створення ліквідних резервів, короткострокове інвестування коштів у корпоративні права здійснюється переважно в акції, оскільки цей фінансовий інструмент є наймобільнішим. Проблема для фінансиста полягає в тому, щоб вибрати акції емітента, які є найбільш вигідним об'єктом інвестування з погляду ліквідності, прибутковості та накладних витрат.

Вважається, що рішення відносно придбання акцій слід приймати, провівши їх попередній технічний і фундаментальний аналіз.

Фундаментальний аналіз акцій

Рішення щодо вкладання коштів у ті чи інші корпоративні права може прийматися на основі результатів *фундаментального аналізу*. Згідно з цим прийомом оцінки фінансових інвестицій їх ринковий курс визначається внутрішньою вартістю підприємства (*Intrinsic Value*) та його корпоративних прав.

Завданням фундаментального аналізу є визначення реальної внутрішньої вартості акцій. Якщо ця вартість перевищує їх ринкову ціну, то курс акцій є заниженим, а отже, в них можна вкладати кошти. Навпаки, якщо внутрішня вартість акцій є нижче за ринкову ціну, то їх курс завищений, а отже, інвестиції в такі корпоративні права робити не варто. У розпорядженні фінансових аналітиків є численні методи оцінки вартості підприємства (див. розд. 9).

Для розрахунку внутрішньої (об'єктивної) вартості корпоративних прав (акцій), навколо якої коливається їх ринковий курс, слід проаналізувати цілий ряд кількісних та якісних чинників, які характеризують фінансово-господарську діяльність емітента. До основних *кількісних факторів*, які впливають на внутрішню вартість акцій, належать:

- нинішні та потенційні показники прибутковості;
- величина та структура затрат;
- структура капіталу;
- рівень дивідендних виплат тощо.

Серед *якісних чинників*, які визначають вартість підприємства в цілому та його корпоративних прав зокрема, виокремлюють:

- якість менеджменту;
- наявність ноу-хау;
- спроможність до інновацій;
- ситуація на ринку та перспективи продуктової програми тощо.

Так само, як і при оцінці інвестицій з фіксованою ставкою дохідності, в процесі фундаментального аналізу акцій розраховуються статичні і динамічні показники.

Серед численних *статичних фінансових показників*, які характеризують внутрішню вартість корпоративних прав, в аналізі акцій здебільшого використовують:

- ◆ балансовий курс корпоративних прав;
- ◆ чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію;
- ◆ дивіденди на одну просту акцію;
- ◆ рентабельність акції;
- ◆ відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію (*price earnings ratio, PER*);
- ◆ відношення ринкового курсу акцій до показника *Cash-flow* на одну акцію (*KCF*)⁴.

Прийняття рішень щодо доцільності інвестування коштів здійснюється на основі порівняння вказаних статичних показників за різними можливими об'єктами інвестування, а також за ряд минулих періодів. Особливо придатними для цього вважаються два останні показники: *PER* та *KCF*.

Прогнозування майбутнього курсу акції на основі *PER* уперше застосував у 1960 р. американський економіст *С. Ніколсон*⁵. Проведені в США та Західній Європі емпіричні дослідження показують, що курс акції з нижчим значенням *PER* має кращу динаміку порівняно з тими, в яких *PER* є вищим. Особливо чітко ця тенденція проявляється в короткостроковому періоді.

За додатковий критерій при оцінці внутрішньої вартості акцій досить часто використовують показник *KCF*. Чим меншим є значення цього показника, тим вищою є внутрішня вартість акцій. Вважається, що показник *KCF* дає об'єктивнішу картину потенціалу прибутковості підприємства, оскільки враховує різні методи визначення чистого прибутку та нарахування амортизації, які передбачені різними вимогами до складання фінансової звітності. Завдяки цьому він дозволяє порівнювати привабливість акцій у міжнародному вимірі. Наприклад, аналіз акцій на основі порівняння показника *PER* відносно однакових американських та японських підприємств показує суттєвий розрив між значеннями цього показника, що пояснюється застосуванням різних підходів при визначенні чистого прибутку та нарахуванні амортизації. Якщо ж для порівняння використати показник *KCF*, то розрив між

⁴ Алгоритм розрахунку цих показників наведено в розд. 3 та 5.

⁵ *Nicholson S. F. Price-Earning-Ratios // Financial Analyst Journal 16 (1960) 4.*

параметрами акцій відповідних підприємств суттєво зменшується⁶. Фінансистам слід урахувувати той факт, що інформативність показника *KCF* знижується при міжгалузевому порівнянні. Це зумовлено різним рівнем фондомісткості, а отже, інтенсивністю нарахування амортизації підприємствами різних галузей.

Оцінка акцій на основі аналізу окремих показників не потребує застосування складних фінансово-математичних розрахунків і значних витрат часу. Однак інвестиційні рішення повинні прийматися з урахуванням значення не одного, а комплексу показників. Оцінка доцільності інвестицій в акції на основі поєднання багатьох комбінованих показників здійснюється в процесі статистичного *регресійного аналізу* (див. розд. 11).

Значна кількість моделей оцінки вартості акцій, які застосовуються в процесі фундаментального аналізу, базуються на концепції *теперішньої вартості майбутніх грошових потоків* (*Net Present Value*). Методологія теперішньої вартості була вже застосована нами при оцінці доцільності вкладень в інвестиції з фіксованою процентною ставкою. Згідно з цією концепцією, яка вперше сформульована ще в 1938 р. американським економістом *Д. Вільямсом*, курс акції визначається її внутрішньою (потенційною) вартістю, яка, в свою чергу, розраховується приведенням до теперішньої вартості всіх майбутніх доходів інвестора, які можуть генеруватися цією акцією (доходи можуть бути у вигляді дивідендів, приросту курсової вартості акцій та ціни переважних прав на придбання додаткових акцій).

При вкладанні коштів в акції на визначений період їх внутрішня вартість може бути розрахована за таким алгоритмом:

$$K_0 = \frac{R_1}{1+r} + \frac{R_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+r)^n} + \frac{Kn}{(1+r)^n} =$$

$$= \sum_{t=1}^n \frac{Rt}{(1+r)^t} + \frac{Kn}{(1+r)^n}, \quad (8.6)$$

де K_0 — теперішня (внутрішня) вартість акції; Rt — чистий грошовий потік, генерований акцією в певному періоді $t \Rightarrow n$; Kn — ціна, за якою акція може бути реалізована в плановому періоді n ; r — коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування; n — період, в якому погашається фінансова інвестиція.

У разі, якщо кошти інвестуються в акції на невизначено тривалий період ($t \Rightarrow \infty$), то теперішня вартість грошових коштів, які

⁶ *Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen. — S. 224.*

можуть бути отримані в результаті продажу акції, суттєво не впливає на її внутрішню вартість. У такому разі рекомендується застосовувати такий алгоритм розрахунку внутрішньої вартості акцій:

$$K_0 = \frac{R_1}{1+r} + \frac{R_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{R_\infty}{(1+r)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Rt}{(1+r)^t}. \quad (8.7)$$

Якщо кошти вкладаються в акції на невизначений період ($t \rightarrow \infty$) і емітент проводить політику виплати стабільних доходів (дивідендів), тобто $R_1 = R_2 = \dots = Rn$, то розрахунок внутрішньої вартості акцій у рамках фундаментального аналізу здійснюють за такою формулою:

$$K_0 = R \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{R}{r}. \quad (8.8)$$

Проблематика практичного використання наведених формул полягає у точності прогнозування грошових доходів та правильності визначення ставки дисконтування.

Технічний аналіз акцій

Технічний аналіз акцій ґрунтується на вивченні тенденцій розвитку ринкового курсу цінних паперів на основі побудови графіків і таблиць, що характеризують динаміку ціноутворення акцій у попередніх періодах. Завдяки побудові кривих розвитку курсової вартості, аналізу ринкових індексів і рейтингів фінансової аналітики роблять прогнози щодо майбутнього курсу акцій і визначають найсприятливіші проміжки часу для їх купівлі-продажу з погляду можливостей отримання прибутку у вигляді курсових різниць. *Базова концепція технічного аналізу звучить таким чином: існує деякий взірєць, за яким відбувався розвиток курсу акцій у минулому, тож і майбутня динаміка курсу також буде побудована за згаданим взірцем.*

У процесі технічного аналізу фінансисти, як правило, не роблять акцент на внутрішні чинники, які впливають на курс акцій, зокрема показники внутрішньої вартості підприємства, структуру його капіталу, позиції на ринку, виробничу програму тощо⁷. Основним джерелом аналітичної інформації при цьому є інформація, що генерується ринком цінних паперів. Як уже зазначалося в розд. 3, на ринковий курс акцій, окрім інформації про фінансово-господарську діяльність підприємства, впливає цілий ряд зовні-

⁷ Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen. — S. 211—212.

шніх чинників, зокрема політичні, психологічні, спекулятивні, загальноекономічні та ін.

Розрізняють дві основні групи методів і прийомів технічного аналізу. Перша група досліджує базові тенденції на фондовому ринку чи окремому його сегменті (аналіз фондового індексу чи індексу активності в розрізі окремих галузей). Друга група призначена для аналізу тенденцій розвитку ринкового курсу акцій окремого емітента.

Духовним батьком технічного аналізу акцій вважається американський економіст *Ч. Доу*, який уперше спробував пояснити існуючі на біржі тенденції на основі побудови відповідних діаграм (*Charts*). Графічне зображення динаміки курсу окремої акції, фондового індексу окремої галузі чи ринку в цілому вважається найважливішим інструментом технічного аналізу.

У теорії і практиці можна зустріти численні види діаграм, які рекомендуються застосовувати в процесі аналізу: лінійчаті, фігурні, стовпцеві тощо. Інформативність відповідних діаграм підвищується, якщо разом з динамікою курсової вартості наводяться показники обороту по ринку в цілому чи в розрізі окремих цінних паперів. Паралельне зростання ринкового курсу і обороту свідчить про позитивні тенденції. Якщо ж курс зростає, а оборот — навпаки, то це може свідчити про певний рівень невизначеності, яка існує на ринку, і про те, що незабаром курс змінить тенденцію. У разі, якщо курс знижується, а обсяги зростають, то це може сигналізувати про майбутню зміну тенденції: з падіння на підвищення курсу.

Першим кроком у ході технічного аналізу акцій є оцінка ситуації на фондовому ринку в цілому. Інвестор повинен з'ясувати, на якій стадії перебуває ринок: зростання, падіння чи у стані нейтральної фази. На основі своєї теорії *Ч. Доу* запропонував практичний спосіб оцінки ситуації на фондовому ринку — розрахунок індексу ділової активності. Найвідомішими на сьогоднішній день є такі фондові індекси: Dow Jones Industrial Index; S&P 500; Nasdaq (усі США); Deutsche Aktienindex = DAX (Німеччина); Dow-Jones — EURO-STOXX (Європа); Nikkei (Японія); CAC 40 (Франція); SMI = Schweizer Börsenindizes (Швейцарія); FT-SE 100 (Великобританія).

Висновки щодо ситуації на ринку робляться на основі оцінки тренду (тенденції до падіння чи зростання) та циклічних коливань курсової вартості. Для цього використовують різні статистичні методи, найпоширенішим серед яких є побудова динамічного ряду ковзних середніх. Сигналом до вкладання коштів у фондові інструменти є початок фази зростання фондового індексу. Для одержання прибутку у вигляді курсових різниць слід завчасно прода-

ти акції. Саме тому важливим елементом технічного аналізу є правильне визначення строків падіння ділової активності.

Для оцінки розвитку курсової вартості окремої акції застосовують графічний трендовий аналіз, побудову лінії підтримки і опору та метод ковзної середньої⁸.

Трендовий аналіз окремої акції побудований на гіпотезі, що графічно визначений тренд зберігається протягом певного часу. Отже, упродовж цього часу курс акцій має тенденцію до руху у певному напрямку. Лінія тренду будується шляхом поєднання двох або більше мінімумів за зростаючого тренду, відповідно двох чи більше максимумів за спадаючого. У разі, якщо поточний курс акцій «прориває» лінію тренду, то це є свідченням можливої зміни тенденцій на ринку, що, в свою чергу, сигналізує про:

а) доцільність інвестування коштів у акції — якщо курс акції перетинає спадаючу лінію тренду в бік збільшення і це супроводжується зростанням обсягів торгів;

б) доцільність продажу акцій — якщо поточний курс перетинає зростаючу лінію тренду в бік зменшення, що супроводжується зростанням обороту.

На практиці можливою є ситуація, коли тривалий час курс акцій, незважаючи на суттєві коливання, не перевищує певної верхньої (так званої лінії опору) та нижньої межі (лінії підтримки). Цей феномен пояснюється психологічними мотивами учасників ринку. Курс може вийти за межі зазначених ліній у разі здійснення певних операцій біржовими спекулянтами, появи сприятливих (чи несприятливих) новин, що стосуються об'єкта інвестування.

Окрім охарактеризованих прийомів технічного аналізу, в теорії і практиці можна зустріти й інші підходи. Разом з тим фінансист повинен розуміти, що жоден метод не дає змоги із стопроцентною точністю спрогнозувати майбутній курс акцій.

З метою вироблення оптимальної стратегії в галузі фінансових вкладень в акції на практиці слід поєднувати результати фундаментального та технічного аналізу. Застосовувавши прийоми фундаментального аналізу, можна вибрати найпривабливіший об'єкт інвестування, а кваліфіковано провівши технічний аналіз, розробити рекомендації щодо проміжків часу, протягом яких кошти слід вкладати, і коли необхідно здійснювати дезінвестиції.

⁸ Для детальнішого ознайомлення з методологією визначення тренду та періоду циклічних коливань на фондовому ринку див. спеціалізовану літературу, присвячену дослідженню фінансового ринку та фінансового посередництва.

8.5. ВІДОБРАЖЕННЯ ВАРТОСТІ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ У ЗВІТНОСТІ

Методологічні засади формування в бухгалтерському обліку інформації про фінансові інвестиції та її розкриття у фінансовій звітності визначаються П(С)БО 12 «Фінансові інвестиції».

Фінансові інвестиції є таким самим активом, як і запаси або основні засоби. Тож вони відображаються в балансі за одночасної відповідності таким умовам:

- їх оцінка може бути достовірно визначена;
- очікується одержання в майбутньому економічних вигід, пов'язаних з їх використанням.

Придбані (отримані в будь-який інший спосіб) фінансові інвестиції, які не відповідають зазначеним умовам, не можуть бути відображені в балансі.

Оцінка та облік фінансових інвестицій здійснюється в розрізі їх окремих об'єктів, а не в рамках портфеля інвестицій. Стандартами бухгалтерського обліку передбачено три основні методи оцінки інвестицій для відображення їх у фінансовій звітності:

- 1) оцінка фінансових інвестицій за справедливою вартістю;
- 2) метод ефективної ставки процента при оцінці фінансових інвестицій;
- 3) метод участі в капіталі.

Фінансові інвестиції оцінюються і відображаються в бухгалтерському обліку за собівартістю, яка, в свою чергу, складається з ціни придбання інвестицій, комісійних винагород, мита, податків, зборів, обов'язкових платежів та інших витрат, безпосередньо пов'язаних з придбанням фінансової інвестиції. У разі, якщо придбання фінансових інвестицій здійснюється шляхом обміну на цінні папери власної емісії (чи інші активи підприємства), то собівартість фінансової інвестиції визначається за справедливою вартістю переданих цінних паперів (чи відповідних активів).

Справедлива вартість — це сума, за якою може бути здійснено обмін активу або оплата зобов'язання у результаті операції між поінформованими, заінтересованими і незалежними сторонами. Інакше кажучи, справедлива вартість — це реальна ринкова вартість активу.

Оцінка фінансових інвестицій за справедливою вартістю. Фінансові інвестиції (окрім тих, які утримуються підприємством до їх погашення або обліковуються за методом участі в капіталі) відображаються на дату балансу за справедливою вартістю. Цей

метод обліку фінансових інвестицій є найпростішим і застосовується передусім до поточних фінансових інвестицій та інших вкладень, справедливу вартість яких можна достовірно визначити на основі аналізу операцій з купівлі-продажу відповідних інвестицій на ринку. Справедливою вартістю цінних паперів є їх поточна ринкова вартість на фондовому ринку, а за її відсутності — експертна оцінка. Підтвердженням справедливої вартості цінних паперів може бути виписка про їх ціну за результатами торгів на біржі. Для визначення справедливої вартості може бути також використана інформація щодо котирування активів, які є предметом інвестування.

У разі, якщо справедлива вартість фінансових інвестиції на дату складання звітності перевищує їх балансову вартість, то сума збільшення відображається у складі інших фінансових доходів із відповідною переоцінкою балансової вартості інвестицій. Якщо ж справедлива вартість є меншою за балансову, то відбувається уцінка фінансових інвестицій з відображенням відповідних втрат за статтею «інші витрати» звіту про фінансові результати.

Однак не за всіма видами фінансових інвестицій можна достовірно визначити їх справедливу (ринкову) ціну. У такому разі інвестиція відображається на дату балансу за її собівартістю з урахуванням зменшення корисності інвестиції, що, в свою чергу, відбувається в результаті нарахування амортизації собівартості інвестиції.

Метод ефективної ставки процента. Як уже зазначалося, розрахунок ефективної ставки процента використовується не лише при оцінці доцільності інвестицій, а й при визначенні вартості, за якою вони відображаються у фінансовій звітності. В останньому випадку розрахунок ефективної ставки процента має свої особливості. Він здійснюється інвесторами з метою визначення амортизованої собівартості фінансових інвестицій, яка відображається у звітності. Різниця між собівартістю та вартістю погашення інвестиції (дисконт або премія при придбанні) з урахуванням нарахованих процентів поступово амортизується інвестором протягом періоду з дати придбання до дати їх погашення за методом ефективної ставки процента.

Метод ефективної ставки процента — метод нарахування амортизації дисконту або премії, за яким сума амортизації визначається як різниця між доходом за фіксованою ставкою процента і добутком ефективної ставки та амортизованої вартості на початок періоду, за який нараховується процент.

Сума амортизації дисконту або премії нараховується одночасно з нарахуванням процента (доходу від фінансових інвестицій), що підлягає отриманню, та відображається у складі інших фінансових доходів або інших фінансових витрат відповідно з одночасним збільшенням або зменшенням балансової вартості фінансових інвестицій.

Амортизована собівартість фінансової інвестиції — це собівартість фінансової інвестиції з урахуванням часткового її списання внаслідок зменшення корисності, яка збільшена (зменшена) на суму накопиченої амортизації дисконту (премії).

Вітчизняним П(С)БО 12 «Фінансові інвестиції» рекомендується спосіб розрахунку ефективної ставки процента, за якого очікувані середньорічні доходи від фінансових інвестицій слід ділити не на розмір коштів, вкладених в інвестиції (як це описувалося вище), а на середню величину собівартості інвестиції (або зобов'язання) та вартості її погашення. Згідно з П(С)БО 12 алгоритм розрахунку ефективної ставки процента за інвестиціями з дисконтом має такий вигляд:

$$Red = \frac{i + d/n}{(K_e + K_n) : 2} \cdot 100 \% . \quad (8.9)$$

Якщо кошти вкладаються з премією, то ефективну ставку процента рекомендується розраховувати за такою формулою

$$Rep = \frac{i - g/n}{(K_e + K_n) : 2} \cdot 100 \% . \quad (8.10)$$

Зрозуміло, що використання середньої величини собівартості інвестиції та вартості її погашення у наведених формулах не дає об'єктивної картини про реальну ставку дохідності інвестиційних вкладень. Завдяки цьому прийому ефективна ставка процента за інвестиціями з дисконтом дещо занижується, а за інвестиціями з премією — завищується. Результатом застосування такого механізму нарахування амортизованої собівартості інвестицій нарахована сума амортизації інвестицій є відповідно заниженою чи завищеною (див. приклади 8.4 та 8.5).

Приклад 8.4

Підприємство здійснило фінансові вкладення в довгострокові облігації іншого емітента. Облігації придбані з дисконтом в 20 000 грн; номінальна вартість — 100 000 грн; курс емісії (вартість придбання) — 80 000 грн. Фіксована ставка процента за облігаціями встановлена на рівні 10 % річних (10 000 грн). Погашення облігації відбудеться через 5 років. Виплата про-

цента здійснюється щорічно в кінці року. Розрахуємо вартість інвестиції, за якою вона відобразатиметься у фінансовій звітності підприємства.

Ефективна ставка процента, розрахована за алгоритмом 8.9, становить 15,5 %. Сума процента за ефективною ставкою визначається як добуток амортизованої собівартості інвестиції (гр. 5) на попередню дату та ефективної ставки процента.

Період	Номинальна сума процента (за фіксованою ставкою), грн	Сума процента за ефективною ставкою, грн	Сума амортизації дисконту, грн. (гр. 3 – гр. 2)	Амортизована собівартість інвестиції, грн
1	2	3	4	5
На момент здійснення інвестиції	—	—	—	80 000
За 1-й рік	10 000	12 400	2400	82 400
За 2-й рік	10 000	12 772	2772	85 172
За 3-й рік	10 000	13 202	3202	88 374
За 4-й рік	10 000	13 698	3698	92 072
За 5-й рік	10 000	14 271	4271	96 343

Як бачимо, амортизована собівартість інвестиції не досягла її номінального значення, отже, сума амортизації є дещо заниженою.

Приклад 8.5

Підприємство здійснило фінансові вкладення в довгострокові облигації іншого емітента. Облігації придбані з премією в 20 000 грн; номінальна вартість — 100 000 грн; курс емісії (вартість придбання) — 120 000 грн. Фіксована ставка процента за облигаціями встановлена на рівні 10 % річних (10 000 грн). Погашення облигації відбудеться через 5 років. Виплата процента здійснюється щорічно в кінці року. Розрахуємо вартість інвестиції, за якою вона відобразатиметься у фінансовій звітності підприємства.

Ефективна ставка процента, розрахована за алгоритмом 8.10, становить 5,5 %. У таблиці наведені розрахунки амортизованої собівартості інвестиції з премією.

Період	Номинальна сума процента (за фіксованою ставкою), грн	Сума процента за ефективною ставкою, грн	Сума амортизації премії, грн (гр. 2 – гр. 3)	Амортизована собівартість інвестиції, грн
1	2	3	4	5
На момент здійснення інвестиції	—	—	—	120 000

Період	Номинальна сума процента (за фіксованою ставкою), грн	Сума процента за ефективною ставкою, грн	Сума амортизації премії, грн (гр. 2 – гр. 3)	Амортизована собівартість інвестиції, грн
За 1-й рік	10 000	6600	3400	116 600
За 2-й рік	10 000	6413	3587	113 013
За 3-й рік	10 000	6216	3784	109 229
За 4-й рік	10 000	6008	3992	105 237
За 5-й рік	10 000	5788	4212	101 025

Охарактеризований метод застосовується здебільшого для обліку фінансових інвестицій, що утримуються підприємством до їх погашення. Як правило, це довгострокові фінансові вкладення, наприклад в облігації чи привілейовані акції інших підприємств.

Оцінка фінансових інвестицій за методом участі в капіталі.

За цим методом оцінюються фінансові інвестиції в асоційовані та дочірні підприємства, а також у спільну діяльність зі створенням юридичної особи. Облік фінансових інвестицій слід вести за методом участі в капіталі, якщо інвестор володіє часткою статутного капіталу підприємства — об'єкта інвестування, яка перевищує 25 %, та/або має суттєвий вплив при прийнятті рішень стосовно ключових питань господарської діяльності об'єкта інвестування.

Метод участі в капіталі — це метод обліку фінансових інвестицій, згідно з яким балансова вартість інвестицій відповідно підвищується або знижується на суму збільшення чи зменшення частки інвестора у власному капіталі об'єкта інвестування.

Фінансові інвестиції, що обліковуються за методом участі в капіталі, на дату балансу відображаються за вартістю, що визначається з урахуванням зміни загальної величини власного капіталу об'єкта інвестування (крім тих, що є результатом операцій між інвестором і об'єктом інвестування). Інакше кажучи, якщо підприємство, в яке здійснено фінансові вкладення, засвідчує у своєму балансі збільшення окремих позицій власного капіталу (резервний капітал, нерозподілений прибуток, статутний чи додатковий капітал), що приводить до збільшення загальної суми власного капіталу, то в інвестора балансова вартість відповідних інвестицій збільшується пропорційно до частки участі в капіталі об'єкта інвестицій.

Балансова вартість фінансових інвестицій збільшується (зменшується) на суму, що є часткою інвестора в *чистому прибутку*

(збитку) об'єкта інвестування за звітний період, із включенням цієї суми до складу доходу (втрат) від участі в капіталі. У разі нарахування дивідендів інвесторам, балансова вартість фінансових інвестицій зменшується на суму встановлених дивідендів від об'єкта інвестування.

Приклад 8.6

Підприємство «А» є власником частки в 30 % асоційованого підприємства «Б». За звітний період чистий прибуток підприємства «Б» становив 150 тис. грн, з нього 100 тис. грн спрямовано на виплату дивідендів, решта — на поповнення резервного капіталу, що відповідно збільшило власний капітал «Б». У фінансовій звітності інвестора результати діяльності асоційованого підприємства відобразяться таким чином:

- довгострокові фінансові інвестиції, які обліковуються за методом участі в капіталі, збільшаться на 15 тис. грн (30 % від 50 тис. грн);
- величина дивідендів «А» становитиме 30 тис. грн (30 % від 100 тис. грн);
- доходи підприємства «А» від участі в капіталі дорівнюватимуть 45 тис. грн (30 тис. грн + 15 тис. грн).

Балансова вартість фінансових інвестицій збільшується (зменшується) на частку інвестора в сумі зміни загальної величини власного капіталу об'єкта інвестування за звітний період. При цьому дана сума включається (виключається) до *іншого додаткового капіталу інвестора або до додаткового вкладеного капіталу*, якщо зміна величини власного капіталу об'єкта інвестування виникла внаслідок розміщення (викупу) акцій (часток), що призвело до виникнення (зменшення) емісійного доходу об'єкта інвестування. Якщо сума зменшення частки капіталу інвестора в сумі зміни загальної величини власного капіталу об'єкта інвестування (в результаті згаданих операцій) перевищує додатковий капітал інвестора, то на таку різницю зменшується нерозподілений прибуток і відповідно збільшується непокритий збиток інвестора.

Зменшення балансової вартості фінансових інвестицій відображається в бухгалтерському обліку тільки *на суму, що не призводить до від'ємного значення вартості фінансових інвестицій*. Фінансові інвестиції, які внаслідок зменшення їх балансової вартості досягають нульової вартості, відображаються в бухгалтерському обліку у складі фінансових інвестицій за нульовою вартістю.

Приклад 8.7

Підприємство АТ «Х» володіє пакетом акцій у 60 % дочірнього АТ «У». За результатами звітного року чистий прибуток АТ «У» становив

550 тис. грн, з них на виплату дивідендів спрямовано 350 тис. грн, на поповнення резервного капіталу — 150 тис. грн, залишок прибутку залишився нерозподіленим. Протягом цього ж року АТ «У» здійснило додаткову емісію акцій на суму 200 тис. грн за курсом емісії 110 %. Материнська компанія повністю скористалася своїм переважним правом на участь у збільшенні статутного капіталу АТ «У». У таблиці показано зміни у власному капіталі дочірнього підприємства, які відбулися протягом звітного року, тис. грн.

Статті власного капіталу	На початок року	На кінець року	Зміни у власному капіталі
Статутний капітал	1 000	1200	+200
Додатковий вкладений капітал	50	70	+20
Інший додатковий капітал	10	10	—
Резервний капітал	30	180	+150
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	5	55	+50
Усього власного капіталу	1095	1515	+420

Вартість зазначеної фінансової інвестиції, яка відображається в балансі АТ «Х», на початок року становить 657 тис. грн. З урахуванням змін у складі власного капіталу дочірнього підприємства та суми нарахованих дивідендів балансова вартість такої інвестиції зростає на 252 тис. грн (60 % від 420 тис. грн) і на кінець року становитиме 909 тис. грн. Приріст фінансових інвестицій є наслідком додаткових фінансових вкладень за собівартістю придбання 132 тис. грн та збільшення власного капіталу за рахунок чистого прибутку на 120 тис. грн. Величина дивідендів АТ «Х» — 210 тис. грн (60 % від 350 тис. грн); доходи материнської компанії від участі в капіталі — 330 тис. грн (120 тис. грн + 210 тис. грн).

Фінансові інвестиції, що обліковуються за методом участі в капіталі на дату балансу, відображаються за вартістю, що визначається з урахуванням усіх змін у власному капіталі об'єкта інвестування, *крім тих, що є результатом операцій між інвестором та об'єктом інвестування.*

ТЕСТИ І ЗАДАЧІ

Тести

Тест 1. До основних цілей здійснення довгострокових фінансових інвестицій підприємств належать...

- 1) одержання прибутку;
- 2) створення концернів;
- 3) ліквідація конкурента;
- 4) створення ліквідних резервів;
- 5) формування стратегічних запасів сировини.

Тест 2. До цілей поточного фінансового інвестування підприємств належать...

- 1) диверсифікація діяльності;
- 2) створення холдингів;
- 3) створення ліквідних резервів;
- 4) рефінансування дебіторської заборгованості;
- 5) формування стратегічних запасів сировини.

Тест 3. У разі оцінки доцільності фінансових інвестицій за методом дисконтування Cash-flow використовуються такі показники:

- 1) інвестиційний Cash-flow емітента;
- 2) операційний Cash-flow емітента;
- 3) чистий грошовий потік (Cash-flow) від здійснення інвестиції;
- 4) собівартість інвестиції;
- 5) ставка дисконтування.

Тест 4. Ефективна ставка процента за фінансовими інвестиціями характеризує...

- 1) реальну ставку дохідності інвестиційних вкладень за визначений період;
- 2) рентабельність підприємства-емітента;
- 3) ставку дисконтування;
- 4) виключно суму дисконту за фінансовими інвестиціями;
- 5) ринковий курс акцій.

Тест 5. До статичних фінансових показників, які можуть розраховуватися у процесі фундаментального аналізу акцій, можна віднести такі:

- 1) теперішня вартість прогнозних дивідендів;
- 2) чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію;
- 3) ставка дисконтування;
- 4) відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію;
- 5) відношення ринкового курсу акцій до показника Cash-flow на одну акцію.

Тест 6. За методом участі в капіталі доцільно оцінювати такі види фінансових інвестицій:

- 1) інвестиції, що поступово амортизуються інвестором;
- 2) фінансові інвестиції в асоційовані підприємства;
- 3) фінансові інвестиції, утримувані підприємством до їх погашення;
- 4) фінансові інвестиції в дочірні підприємства;
- 5) інвестиції, вартість яких достовірно визначити досить легко.

Тест 7. *Метод ефективної ставки процента доцільно застосовувати при оцінці таких інвестицій:*

- 1) інвестиції, що поступово амортизуються інвестором;
- 2) фінансові інвестиції в асоційовані підприємства;
- 3) фінансових інвестицій, утримуваних підприємством до їх погашення;
- 4) фінансові інвестиції в дочірні підприємства;
- 5) інвестиції, вартість яких достовірно визначити досить легко.

Тест 8. *Метод оцінки фінансових інвестицій за справедливою вартістю застосовується до таких видів інвестицій:*

- 1) інвестиції, що поступово амортизуються інвестором;
- 2) фінансові інвестиції в асоційовані підприємства;
- 3) фінансові інвестиції, утримувані підприємством до їх погашення;
- 4) фінансові інвестиції в дочірні підприємства;
- 5) інвестиції, вартість яких достовірно визначити досить легко.

Тест 9. *Фінансові інвестиції при їх придбанні оцінюються за...*

- 1) справедливою вартістю;
- 2) методом ефективної ставки процента;
- 3) методом участі в капітал;
- 4) собівартістю;
- 5) їх номінальною вартістю.

Тест 10. *Показник дюрації може використовуватися для оцінки...*

- 1) ризику зміни процентних ставок на ринку капіталів;
- 2) ризиковості вкладень в облігації з фіксованою ставкою процента;
- 3) доходності облігацій;
- 4) ефективної ставки процента;
- 5) ризику падіння курсової вартості звичайних акцій.

Задачі

Задача 1. Підприємство планує здійснити фінансові вкладення в облігації зі строком погашення 4 роки. Облігації можна придбати з дисконтом у 20 %, фіксована ставка процента за облігаціями — 16 % річних до номіналу (нарахування процентів здійснюється за кожне півріччя). Обсяг фінансових інвестицій — 90 000 тис. грн; комісійна винагорода фінансового посередника за придбання та зберігання облігацій — 1 % їх номінальної вартості (сплачується одночасно з придбанням обліга-

цій). Ринкова процентна ставка за аналогічними вкладеннями дорівнює 20 %. Провести оцінку доцільності інвестиційних вкладень у ці облігації, застосувавши при цьому всі можливі динамічні методи оцінки.

Задача 2. Підприємство *A* в січні звітного року придбало частку в 30 % у статутному капіталі підприємства *B* за розрахунковим балансовим курсом корпоративних прав. Статутний капітал підприємства *B* на момент придбання частки становив 1 млн грн, додатковий капітал — 200 тис. грн, резервний капітал — 250 тис. грн, нерозподілений прибуток — 150 тис. грн. За звітний рік власний капітал інвестованого підприємства зріс у цілому на 10 %, а статутний капітал не змінився. Використовуючи метод участі в капіталі, обчислити вартість фінансової інвестиції на початок року, наступного за звітним.

Задача 3. Підприємство придбало на фондовій біржі 1000 акцій за ринковим курсом 140 %; номінальна вартість однієї акції становить 10 грн. Витрати, пов'язані з оформленням операції (оплата реєстратору, брокеру тощо), дорівнювали 100 грн (без ПДВ). Розрахувати вартість фінансової інвестиції, яка буде відображена в балансі.

Розділ 9

ОЦІНКА ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

Економічна сутність оцінки вартості підприємства. Необхідність, завдання та принципи оцінки вартості підприємства. Вартість підприємства і середньозважена вартість капіталу (Weighted Average Cost of Capital).

Методичні підходи до оцінки вартості підприємства. Методи, засновані на оцінці потенційних грошових потоків та доходів підприємства: метод дисконтування чистих грошових потоків; метод капіталізації доходу. Ставка дисконту та ставка капіталізації. Майновий (витратний) підхід. Ринковий підхід в оцінці вартості підприємства: зіставлення мультиплікаторів і порівняння транзакцій.

Практична робота з оцінки вартості підприємства. Порядок здійснення оцінки. Звіт про оцінку вартості підприємства.

9.1. НЕОБХІДНІСТЬ, ЗАВДАННЯ І ПРИНЦИПИ ЕКСПЕРТНОЇ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Вартість бізнесу — це вартість діючого підприємства або вартість 100 % корпоративних прав у діловому підприємстві. Необхідність оцінки вартості підприємства виникає в основному у таких випадках:

- під час інвестиційного аналізу у ході прийняття рішень про доцільність інвестування коштів у те чи інше підприємство, у т. ч. при здійсненні операцій M&A (поглинання і приєднання);
- у ході реорганізації підприємства (мета оцінки — визначення бази для складання передавального чи розподільного балансу, а також для встановлення пропорцій обміну корпоративних прав);
- у разі банкрутства та ліквідації підприємства (оцінка проводиться з метою визначення вартості ліквідаційної маси);
- у разі продажу підприємства як цілісного майнового комплексу (мета оцінки — визначення реальної ціни продажу майна);
- у разі застави майна та при визначенні кредитоспроможності підприємства (мета оцінки — визначити реальну вартість кредитного забезпечення);
- у процесі санаційного аудиту при визначенні санаційної спроможності (оцінка вартості майна проводиться з метою розрахунку ефективності санації);
- під час приватизації державних підприємств (метою оцінки є визначення початкової ціни продажу об'єкта приватизації).

Оцінка вартості підприємства, його майна належить до найскладніших питань фінансів підприємств. Особливо відзначаються оцінка вартості підприємства як цілісного майнового комплексу та оцінка корпоративних прав суб'єкта господарювання, якщо дані права не котируються на біржі. Хоча вартість підприємства інколи може дорівнювати ринковій вартості його активів, слід розуміти, що ці поняття є різними. У першому випадку йдеться насамперед про вартість, що може бути створена в результаті функціонування бізнесу. Оцінка підприємства здійснюється, як правило, на базі ринкової вартості — ймовірної суми грошей, за яку можливі купівля-продаж об'єкта оцінки на ринку.

Організаційне, методичне та практичне забезпечення проведення оцінки вартості підприємств здійснюють особи, що займаються професійною оцінною діяльністю — *оцінювачі та суб'єкти оцінної діяльності*.

З метою вироблення уніфікованих підходів до методології та порядку проведення оцінювання в 1981 р. був створений Міжнародний комітет зі стандартів оцінки вартості майна. Ним було розроблено ряд стандартів оцінювання:

- МСО 1 «Ринкова вартість як база оцінки»;
- МСО 2 «Бази оцінки, відмінні від ринкової вартості»;
- МСО 3 «Оцінка з метою фінансової звітності та суміжної документації»;
- МСО 4 «Оцінка забезпечення позики, застави і боргових зобов'язань»;
- Правило № 1 «Концепція оцінки діючого підприємства»;
- Правило № 2 «Врахування шкідливих і токсичних речовин під час оцінки»;
- Правило № 3 «Оцінка основних виробничих засобів, машин та устаткування»;
- Правило № 4 «Оцінка бізнесу».

Вітчизняним законодавством при оцінці вартості майна та підприємства в цілому рекомендовано керуватися Законом України «Про оцінку майна, майнових прав і професійну оціночну діяльність в Україні», методикою оцінки вартості майна під час приватизації, положеннями (національними стандартами) експертної оцінки, нормативними актами Фонду державного майна.

У літературних джерелах, нормативних актах наводяться численні принципи, яких слід дотримуватися при здійсненні оцінки вартості підприємства. До основних з них слід віднести такі:

- **принцип заміщення** — полягає в тому, що покупець не заплатить за об'єкт більше, ніж існуюча мінімальна ціна за майно з аналогічною корисністю;
- **принцип корисності** — зводиться до того, що об'єкт має вартість лише тоді, коли він є корисним для потенційного власника (корисність може бути пов'язана з очікуванням майбутніх доходів чи інших вигід);
- **принцип очікування** — інвестор, плануючи вкладати кошти в об'єкт сьогодні, очікує отримати грошові доходи від об'єкта в майбутньому;
- **принцип зміни вартості** — говорить про те, що вартість об'єкта оцінки постійно змінюється в результаті зміни внутрішнього стану та дії зовнішніх факторів;
- **принцип ефективного використання** — полягає в тому, що з усіх можливих варіантів експлуатації об'єкта обирається той, що забезпечує найефективніше використання його функціональних характеристик, а отже, приносить найбільшу вартість;
- **принцип розумної обережності оцінок** — зводиться до того, що під час оцінки оцінювач повинен критично (із розумним упередженням) ставитися до всієї інформації, що стає йому відомою від адміністрації об'єкта оцінки, і, по можливості, перевіряти цю інформацію, звертаючись до незалежних джерел;
- **принцип альтернативності оцінок** — полягає у необхідності використання різних методів оцінки та порівняння показників вартості, отриманих у результаті застосування альтернативних методів.

9.2. ВАРТІСТЬ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Важливим елементом оцінки вартості підприємства є визначення вартості капіталу, який є в його розпорядженні. Це поняття характеризує ціну залучення підприємством фінансових ресурсів. Інакше кажучи, це винагорода, за яку капіталодавці погоджуються вкладати кошти в дане підприємство. Згідно із сучасними тенденціями в теорії і практиці фінансової діяльності вартість капіталу підприємства рекомендується розраховувати на основі використання так званої моделі *середньозваженої вартості капіталу* (*Weighted Average Cost of Capital = WACC*):

$$WACC = K_{вк} \frac{ВК}{К} + K_{пк} \frac{ВК}{К}, \quad (9.1)$$

де $K_{вк}$ — очікувана ставка вартості власного капіталу; $K_{пк}$ — очікувана ставка вартості позичкового капіталу; $К$ — сума капі-

талу підприємства; ВК — сума власного капіталу; ПК — сума позичкового капіталу.

Середньозважена вартість капіталу показує середню дохідність, якої очікують (вимагають) капіталодавці (власники та кредитори), вкладаючи кошти в підприємство. Вона залежить від структури капіталу, а також ціни залучення капіталу від власників і кредиторів. Зазначену модель можна деталізувати, виокремивши власний і позичковий капітал. Зокрема, вартість власного капіталу можна розраховувати в розрізі капіталу, залученого в результаті емісії простих і привілейованих акцій, реінвестованого прибутку тощо. Позичковий капітал можна поділити на короткострокові та довгострокові банківські позички, комерційні позички, облігаційні позички та ін.

Приклад 9.1

Розрахуємо середньозважену вартість капіталу підприємства, скориставшись даними про структуру капіталу і вартість окремих його складових:

Форми капіталу \ Параметри	Частка в структурі капіталу, %	Ціна залучення, %	Вартість капіталу, %, ((гр. 2) · (гр. 3)/100)
1	2	3	4
Статутний капітал	20	20	4,00
Нерозподілений прибуток	15	19	2,85
Банківські позики	25	15	3,75
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	40	25	10,00
WACC	20,6		

Очікувана **ставка вартості позичкового капіталу** визначається на основі аналізу фінансових відносин підприємства з його кредиторами і включає всі витрати, пов'язані із залученням позичкового капіталу, в т. ч. процентні платежі, дизажіо, різного роду збори тощо. Ця ставка може відповідати кредитній ставці, за якою підприємство залучає (чи може залучити) кредити. За наявності відповідних розрахункових даних ставка вартості позичкового капіталу може обчислюватися за методом внутрішньої норми прибутковості (IRR) (див. розд. 8).

Перед фінансистами досить часто постає питання, як розрахувати вартість позичкового капіталу в частині забезпечення насту-

пних витрат і платежів, поточних зобов'язань за розрахунками тощо, на які *не нараховуються проценти* (та інші платежі) за їх користування. Можливі два варіанти вирішення цієї проблеми:

- згадані складові позичкового капіталу не враховуються при визначенні WACC, тобто в процесі розрахунків загальна сума капіталу зменшується на ці позиції;

- урахування зазначених позицій на рівні з іншими фінансовими зобов'язаннями, при цьому застосовується нульова ставка залучення цієї частини капіталу.

Заслужовує на увагу той факт, що в англосаксонській практиці фінансової діяльності домінує перший підхід, тобто при розрахунку середньозваженої вартості капіталу здебільшого враховуються власний капітал та фінансова заборгованість¹. На практиці при розрахунку вартості залучення позичкового капіталу слід враховувати *податковий фактор*. Якщо S — податковий мультиплікатор (коефіцієнт, який характеризує ставку податку на прибуток), а проценти за користування позичками відносяться на валові витрати підприємства, то модель визначення середньозваженої вартості капіталу можна уявити в такому вигляді:

$$WACC_S = K_{вк} \frac{ВК}{К} + (1 - S) K_{пк} \frac{ПК}{К}, \quad (9.2)$$

де ПК — сума позичкового капіталу.

Головна проблема, з якою стикаються фінансисти при застосуванні моделі WACC, полягає у визначенні *ціни залучення власного капіталу*, зокрема значення очікуваної ставки вартості власного капіталу. Це питання досі не знайшло свого повного вирішення ні в теорії, ні в практиці. Серед можливих способів розрахунку очікуваної ставки вартості власного капіталу можна розглядати такі:

- модель оцінки капітальних активів (CAPM), за якої слід скористатися інформацією щодо значення β -коефіцієнта, безризикової процентної ставки та середньої дохідності на ринку (див. розд. 1);

- суб'єктивна оцінка: проценти за довгостроковими облігаціями або депозитними вкладками плюс надбавка за специфічні ризики, характерні для даного підприємства (галузі);

- використання показника, оберненого до відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію (*price earnings ratio, PER*) (наприклад, якщо $PER = 5/1$, то $K_{вк} = 1/PER = 1/5 = 0,2$, або 20 %);

¹ Volkart R. Unternehmensbewertung und Akquisitionen. — S. 62.

• модель приросту дивідендів (модель Гордона), згідно з якою ціна залучення власного капіталу визначається як відношення прогнозованої суми дивідендів на наступний рік (D_1) до курсу акцій (КА), скоригованого на величину приросту дивідендів (g): $K_{вк} = D_1/КА + g$.

У процесі оцінки вартості власного капіталу слід чітко виокремлювати очікувану ціну, за яку інвестори будуть згодні вкласти кошти в підприємство, та очікувану рентабельність власного капіталу. Різниця полягає в тому, що останній показник розраховується з використанням балансової вартості власного капіталу. Натомість ціна залучення власного капіталу визначається на основі ринкових оцінок вартості капіталу підприємства та його доходів.

Наголосимо, що в контексті оцінки вартості підприємства особливе значення показника середньозваженої вартості капіталу (WACC) полягає в тому, що він може використовуватися як ставка дисконтування для приведення майбутніх доходів до теперішньої вартості.

9.3. МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

У літературі, присвяченій питанням оцінки вартості підприємств, згадується значна кількість методів і способів такої оцінки. Окремі методи мають ряд модифікацій і різновидів, що створює додаткові складності при їх ідентифікації та використанні. Звідси — необхідність чіткої класифікації методів оцінки вартості майна підприємств.

У зарубіжній та вітчизняній практиці оцінки вартості майна найбільшого поширення дістали три методичні підходи до оцінки вартості підприємства:

- заснований на оцінці потенційних доходів підприємства;
- майновий (витратний);
- ринковий.

У рамках цих підходів розрізняють окремі методи оцінки. Причому жоден з підходів чи методів не має принципових переваг перед іншими. Досить часто в практичній роботі з оцінки вартості підприємства оцінювач застосовує кілька методичних підходів, що найповніше відповідають конкретним умовам, об'єктам та меті оцінки, наявності й достовірності інформаційних джерел для її проведення.

Для розуміння сутності методичних підходів до оцінки вартості підприємства та оптимізації їх застосування звернемося до класичної схеми *A. Рappapорта*, яка характеризує структурно-логічні взаємозв'язки між окремими компонентами вартості (рис. 9.1).

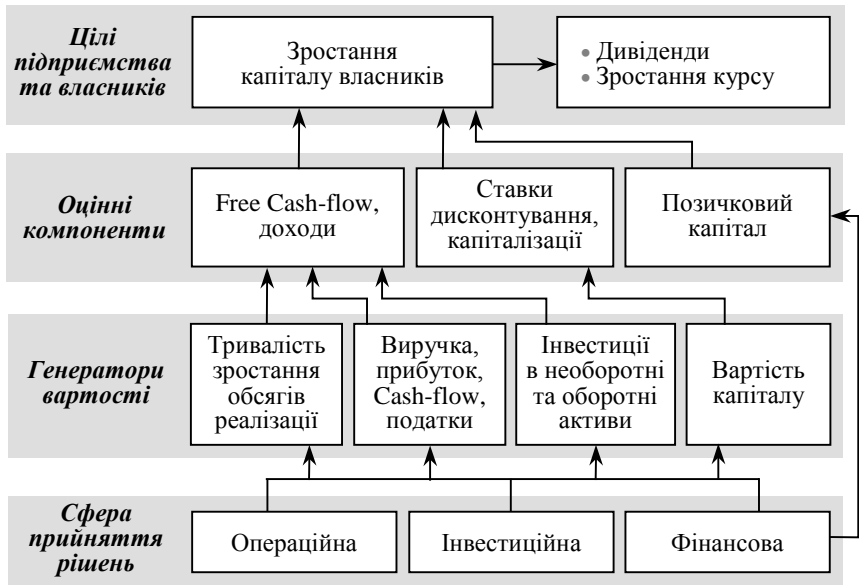


Рис. 9.1. Механізм генерування вартості підприємства
(За: *Rappaport A. Creating Shareholder Value, The New Standard for Business Performance.* — New York, 1986. — P. 76)

9.3.1. Дохідний підхід в оцінці вартості підприємства

Оцінка вартості підприємства з використанням дохідного підходу ґрунтується на визначенні теперішньої вартості очікуваних вигід (доходів, грошових потоків) від володіння корпоративними правами підприємства. В основі підходу лежить теза, що метою вкладання капіталу інвестором у купівлю підприємства передусім є отримання стабільних доходів. У рамках цього підходу виокремлюють два основні методи:

- дисконтування грошових потоків (дисконтування *Cash-flow*);
- визначення капіталізованої вартості доходів.

При оцінці вартості підприємства цими методами дані про вартість, склад і структуру активів безпосередньо не впливають на оцінку, а використовується лише інформація про здатність активів генерувати доходи. Такий методологічний підхід за своєю природою є однотипним з методологією оцінки доцільності інвестицій на базі концепції зміни вартості грошей у часі.

Метод дисконтування грошових потоків (Discounted Cash-flow = DCF)

Цей метод побудований на концепції теперішньої вартості майбутнього *Cash-flow* оцінюваного підприємства в розрізі окремих періодів. За своїм економічним змістом він схожий з методикою дисконтування *Cash-flow* у рамках оцінки доцільності інвестицій (див. розд. 8).

Згідно з методом дисконтування грошових потоків вартість об'єкта оцінки порівнюється до сумарної теперішньої вартості майбутніх чистих грошових потоків (Cash-flow) або дивідендів, які можна отримати в результаті володіння підприємством, зменшеної на величину зобов'язань підприємства та збільшеної на вартість надлишкових активів.

Надлишкові активи — це активи підприємства, що в даний час не використовуються ним для отримання фінансового результату та застосування яких на даному підприємстві у зазначений спосіб і належним чином є фізично неможливим або економічно неефективним. Такого роду активи оцінюються, виходячи з найкращого альтернативного варіанта їх використання.

Дискусійним є питання врахування при визначенні вартості підприємства його зобов'язань. При цьому виокремлюють два підходи: *Entity* (брутто-вартість — на базі сукупного капіталу) та *Equity* (нетто-вартість — на базі власного капіталу). Здебільшого, якщо структура капіталу підприємства є задовільною і воно не перевантажене боргами, використовують брутто-підхід. Якщо ж баланс підприємства переобтяжено боргами, то об'єктивність оцінки забезпечується використанням *Equity-підходу*. Отже, застосувавши ставку дисконтування до прогнозної суми чистого грошового потоку (чи дивідендів) за окремі періоди, отримуємо вартість підприємства (брутто). Різниця між цією вартістю та сумою позичкового капіталу відповідає чистій вартості підприємства (нетто) або загальній сумі власного капіталу за ринковою вартістю. Ринкова ж вартість власного капіталу дорівнює ринковій ціні корпоративних прав оцінюваного підприємства, тобто ціні, за яку його можна продати.

Порядок визначення вартості підприємства методом DCF наведено в табл. 9.1. Для здійснення розрахунків цим методом слід визначитися з чотирма базовими величинами:

1. Часовий горизонт, на який поширюватимуться розрахунки (прогнозний період).

2. Обсяг очікуваного *Cash-flow* (або дивідендів) у розрізі окремих прогнозних періодів.

3. Ставка дисконтування, яку слід використовувати для приведення майбутніх грошових потоків до теперішньої вартості.

4. Залишкова вартість підприємства.

Алгоритм розрахунку вартості підприємства (нетто) методом DCF можна уявити в такому вигляді:

$$\text{ВПн} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{ЗВП}}{(1+r)^t} + \text{НА} - \text{ПК}, \quad (9.3)$$

де ВПн — чиста (нетто) вартість підприємства на дату оцінки; FCF_t — сумарна величина операційного та інвестиційного *Cash-flow* в періоді t ; ЗВП — залишкова вартість підприємства в періоді n ; НА — надлишкові активи; r — коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування ($r = WACC_s/100$).

Вибір *прогнозного горизонту*, який враховується при оцінці вартості підприємства, значною мірою залежить від цілей оцінки. З теоретичного погляду цей період може бути безкінечним, однак на практиці виходять з періоду корисної експлуатації об'єкта. Якщо оцінка здійснюється в рамках прийняття рішення про тимчасове вкладення капіталу в підприємство (довгострокові позички чи інвестування коштів у корпоративні права), то прогнозний період збігатиметься зі строками, на які кошти планується вкласти у підприємство. Якщо ж строк інвестування є невизначеним, то прогнозний горизонт поширюватиметься до моменту повної стабілізації діяльності та доходів підприємства.

Для оцінки вартості підприємства на базі DCF найдоцільніше є використання показника *Free Cash-flow*, який характеризує сумарну величину чистих грошових потоків підприємства в результаті операційної та інвестиційної діяльності (див. розд. 4). Зрозуміло, що прогнозні показники FCF повинні ґрунтуватися на прогнозних звітах про фінансові результати та прогнозних показниках балансу (табл. 9.1). Очікувані доходи слід обчислювати з урахуванням особливостей діяльності підприємства, перспектив його розвитку, галузевої специфіки та ряду інших економічних факторів (див. розд. 12).

Таблиця 9.1

**ОЦІНКА ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА
ЗА МЕТОДОМ ДИСКОНТУВАННЯ CASH-FLOW**

Показники \ Прогнозний період (роки)	Факт	1	2	3	4	5	5+
Планування фінансових результатів, тис. грн							
Чистий дохід (виручка від реалізації)	1000	1200	1500	1600	1550	1525	1525
Умовно-змінні витрати	550	700	875	930	900	885	885
Сума покриття	450	500	625	670	650	640	640
Умовно-постійні витрати	400	400	550	500	500	500	500
Фінансові результати від операційної діяльності	50	100	75	170	150	140	140
Витрати на сплату процентів за кредит	5	20	15	15	15	15	15
Податок на прибуток	14	24	15	46	40	35	35
Чистий операційний прибуток	31	56	45	109	95	90	90
Фінансові доходи (+)/витрати (-)	+10	+30	+10	+10	+10	+10	+10
Чистий прибуток підприємства	41	86	55	119	105	100	100
Планування показників балансу, тис. грн							
Необоротні активи	530	665	595	535	485	455	455
Дезінвестиції	—	50	—	—	—	—	—
Амортизація необоротних активів	40	60	90	80	70	50	50
Зростання необоротних активів у результаті інвестицій	—	245	20	20	20	20	20
Оборотні активи	590	700	720	714	694	689	689
Збільшення (зменшення) операційних оборотних активів (крім грошових коштів, їх еквівалентів)	+10	+70	+5	-10	-15	-5	-5
Власний капітал	620	780	785	794	749	709	709
Позичковий капітал	460	585	530	455	430	435	435
Збільшення (зменшення) поточних зобов'язань (крім статей, не пов'язаних із операційною діяльністю)	—	+5	-10	-40	-5	+10	+10
Збільшення (зменшення) забезпечень	—	+10	+5	+5	-10	+5	+5
Валюта балансу	1120	1365	1315	1249	1179	1144	1144

Закінчення табл. 9.1

Показники	Прогнозний період (роки)						
	Факт	1	2	3	4	5	5+
Планування Cash-flow, тис. грн							
Операційний Cash-flow	+61	+61	125	164	165	160	160
Інвестиційний Cash-flow	+10	-165	-10	-10	-10	-10	-10
Free Cash-flow	+71	-104	115	154	155	150	150
Фінансовий Cash-flow, у т. ч. виплата дивідендів (-)	-40 -40	+144 -36	-100 -50	-150 -110	-160 -100	-150 -100	-150 -100
Чистий рух коштів по підприємству	+31	+40	+15	+4	-5	0	0
Залишкова вартість підприємства							1000
Ставка дисконтування (WACC), %		15	15	15	15	15	15
Коефіцієнт дисконтування*		0,87	0,75	0,66	0,57	0,49	0,49
Теперішня вартість FCF (1—5 років) та залишкової вартості підприємства		—	86,3	101,6	88,4	73,5	490
Сумарна теперішня вартість грошових потоків (<i>Entity</i>)							839,8
(+) Надлишкові активи							20,0
(-) Сума зобов'язань на дату оцінки							460
Оцінна ринкова вартість підприємства за методом DCF (<i>Equity</i>)							399,8

* Дисконтні множники для розрахунків теперішньої вартості грошових потоків містяться у спеціальних таблицях для фінансових розрахунків (див. додаток до посібника).

Окремими вітчизняними методиками рекомендується помилковий, на нашу думку, підхід, згідно з яким за базу для дисконтування пропонується брати чистий *Cash-flow* по підприємству від усіх видів діяльності — операційної, інвестиційної та фінансової. Саме останній показник зумовлює хибність розрахунків, оскільки фінансовий *Cash-flow* визначається з урахуванням виплати дивідендів, повернення внесків інвесторів тощо. Для дисконтування ж слід приймати саме величину грошового потоку, на яку можуть претендувати капіталодавці, що й характеризується показником FCF.

Слід враховувати, що чим ширшим є горизонт планування, тим вищим є рівень ризику неправильної оцінки майбутнього грошового потоку. Для спрощення розрахунків фактор ризику, як правило, відображається не в прогнозних показниках FCF, а в *ставці дисконтування*.

Ставка дисконту характеризує норму прибутку, за якою майбутні грошові надходження приводяться до теперішньої вартості на момент оцінки. Вона враховує премію за ризик інвестування коштів в оцінюване підприємство: чим більшим є ризик, тим ставка дисконтування буде вищою. Ставку дисконтування для цілей оцінки вартості підприємства рекомендується розраховувати на основі використання моделі *середньозваженої вартості капіталу (WACC)*².

Рядом методик пропонується також розрахунок ставки дисконту як суми двох її основних компонентів:

1) *процентної ставки з мінімальним ризиком (чи безризикової)*: рекомендується розраховувати, виходячи з середньої по ринку дохідності за депозитними вкладеннями; можуть братися ставки за гривневими депозитами, скориговані на середньорічні темпи інфляції, які закладаються в них, або ставки за валютними депозитами;

2) *кумулятивної надбавки за ризик*, яка включає різні надбавки за ризик вкладень у конкретне підприємство, зокрема можуть передбачатися надбавки за:

- неточність прогнозування очікуваних грошових потоків (1—3 %);
- ризик структури капіталу (0—2 %);
- високий рівень поточної заборгованості (0—2 %);
- ризик помилкових рішень менеджменту, ризик погіршення ситуації підприємства на ринку факторів виробництва та збуту продукції (2—4 %);
- інфляційні ризики (залежно від прогнозних темпів інфляції).

Слід звернути увагу на необхідність узгодження розрахунку ставки дисконтування з типом очікуваних вигід, які приводяться до теперішньої вартості: якщо майбутні доходи чи грошові потоки розраховуються з урахуванням сплати податків, то ставку дисконту також слід скоригувати на вплив податкового фактора (наприклад, WACCs). Навпаки, вигоди до оподаткування слід дисконтувати за ставкою, розрахованою без урахування ставки оподаткування.

Для об'єктивного прогнозування всіх майбутніх грошових доходів, які можна одержати, вкладаючи кошти в підприємство, слід визначити його *залщишкову вартість* у постпрогнозний період (вартість реверсії). Йдеться про розрахунок величини чисто-го грошового потоку, який можна отримати в результаті ліквіда-

² Volkart R. Unternehmensbewertung und Akquisitionen. — S. 66—67.

ції підприємства чи продажу його корпоративних прав. Зрозуміло, що цей грошовий потік суттєво впливає на теперішню вартість підприємства. До найвідоміших способів розрахунку залишкової вартості належать:

- на основі визначення *ліквідаційної вартості* підприємства (вірогідної ціни, за яку може бути проданий на ринку цілісний майновий комплекс підприємства або сукупність його майнових активів, включених у ліквідаційну масу);

- шляхом визначення *чистих активів* на кінець останнього прогнозного періоду, який береться до розрахунків;

- за логікою *моделі Гордона*, згідно з якою залишкова вартість підприємства (загальна ринкова вартість його корпоративних прав = KA) може бути розрахована як відношення чистого FCF_p у постпрогнозний період (квартал, рік) до різниці між ставкою дисконту ($WACC$) і темпами приросту $FCF(g)$: $KA = FCF_p / WACC - g$;

- з використанням *треступінчастої моделі* розрахунку, за якою період ділової активності підприємства умовно поділяється на три фази: протягом першої (наприклад, від 1 до 5 років) рентабельність інвестицій у підприємство набагато перевищує ставку дисконту; протягом другої (6—10 років) спред між $WACC$ та ROI зменшується; починаючи з 10—20 року темпи приросту підприємства є мінімальними і ставка дисконту наближена до рентабельності активів³. Відповідно до цього підходу, який на сьогодні є найпоширенішим в європейській практиці оцінки вартості підприємств, прогнозна залишкова вартість підприємства може розраховуватися як відношення FCF у постпрогнозний період (у табл. 9.1 — період 5+) до ставки дисконту.

Метод капіталізації доходів

Цей метод досить часто застосовується з метою перевірки достовірності оцінки, проведеної за методом DCF. Капіталізація передбачає трансформацію доходів у вартість. Для визначення вартості підприємства цим методом характерний для підприємства рівень доходів переводиться у вартість шляхом його ділення на ставку капіталізації. Метод доцільно використовувати для оцінки вартості підприємств зі стабільними доходами чи стабільними темпами їх зміни. У разі стабільних доходів, для оцінки рекомендується використовувати формулу так званої довічної ренти:

³ Volkart R. Unternehmensbewertung und Akquisitionen. — S. 66—67.

$$\text{ВПК} = \frac{\text{П}}{\text{Квк}}, \quad (9.4)$$

де ВПК — вартість підприємства за методом капіталізації доходу; П — очікувані доходи підприємства, які підлягають капіталізації; Квк — ставка капіталізації (дорівнює ставці вартості власного капіталу).

У контексті капіталізації доходів під поняттям «*доходи*» розуміють грошові доходи, які можуть отримати власники, що планують інвестувати кошти в підприємство. Залежно від цілей оцінки за доходи для розрахунків можуть братися такі показники: прибуток до оподаткування, чистий прибуток (після оподаткування) або FCF.

Ставка капіталізації — дільник (як правило, у формі процента), який використовується для переведення доходу у вартість. Природа і методика визначення ставки капіталізації в цілому є тією самою, що й ставки дисконтування. Однак для цілей капіталізації, як правило, береться ставка дисконту в частині вартості залучення власного капіталу: очікувана інвесторами ставка доходності за вкладеннями у корпоративні права підприємства (див. підрозділ 9.2). Таким чином, для одного й того ж підприємства ставки капіталізації та дисконтування можуть бути різними.

Аналогічно до DCF методом капіталізації доходів передбачено використання бруто- та нетто-підходів. За *нетто-підходу* вартість підприємства визначається як відношення чистого прибутку до ставки капіталізації (формула 9.4). За *бруто-підходу* вартість підприємства встановлюється як різниця частки від ділення прибутку до сплати процентів на середньозважену вартість капіталу та суми позичкового капіталу.

Приклад 9.2

Визначимо вартість підприємства методом капіталізації його доходів, якщо:

- фактична та прогнозна структура капіталу підприємства становить 3 : 7;
- власний капітал — 300 тис. грн;
- позичковий капітал — 700 тис. грн;
- стабільний прогнозований обсяг чистого прибутку — 57 тис. грн;
- плата за користування позичковим капіталом — 15 % річних = 105 тис. грн;
- інвестор готовий вкладати кошти в корпоративні права підприємства за мінімальної ставки доходності в 19 %.

Якщо абстрагуватись від впливу податкового фактора, то середньозважена вартість капіталу підприємства (WACC) знаходиться на рівні 16,2 % (за формулою 9.1).

Вартість підприємства за методом розрахунку капіталізованого доходу складатиме близько 300 тис. грн (57 000 / 0,19).

Для перевірки використаємо брутто-підхід: $\frac{162\,000}{16,2} - 700 = 300$. Та-

ким чином, у цьому прикладі вартість підприємства відповідає величині його власного капіталу.

За використання методу DCF прогнозне зростання вартості знаходить свій вираз у зростанні майбутніх грошових потоків. На відміну від цього в методі капіталізації доходів очікуване зростання доходів відображається в поправці до ставки капіталізації. У разі, якщо передбачаються стабільні темпи приросту (g) доходів підприємства, то суму капіталізації рекомендується розраховувати за такою формулою:

$$\text{ВПК} = \frac{\Pi}{K_{\text{вк}} - g}. \quad (9.5)$$

У разі використання методу капіталізації доходів залишкова (ліквідаційна) вартість підприємства не враховується. Вважається, що в нескінченному періоді чи через значну кількість років ця вартість повністю списується і фактично дорівнює нулю.

При застосуванні методів DCF та капіталізації доходів у звіті про експертну оцінку вартості підприємства, окрім стандартних характеристик підприємства, слід відобразити такі позиції:

- короткий опис застосовуваної методики;
- обґрунтування прогнозного періоду;
- обґрунтування величини залишкової вартості підприємства;
- прогнозні розрахунки майбутніх доходів (відповідно FCF);
- обґрунтування коефіцієнта дисконтування (ставки капіталізації).

Оцінювач при складанні будь-яких прогнозів прибутку, чистих грошових потоків тощо, а також у процесі інтерпретації (узгодження) результатів повинен дотримуватися принципу розумної обережності оцінок.

9.3.2. Майновий (витратний) підхід

Згідно з *майновим підходом* вартість підприємства розраховується як сума вартостей усіх активів (основних засобів, запасів, вимог, нематеріальних активів тощо), що складають цілісний майновий комплекс, за мінусом зобов'язань. Основним джерелом інформації за даного підходу є баланс підприємства.

Оцінка вартості підприємства на базі активів заснована на так званому принципі субституції, згідно з яким вартість активу не повинна перевищувати ціни заміщення всіх його складових. У рамках цього підходу розрізняють такі основні методи:

- оцінка за відновною вартістю активів (витратний підхід);
- метод розрахунку чистих активів;
- розрахунок ліквідаційної вартості.

Зупинимося детальніше на характеристиці витратного підходу. В його основу покладено принципи корисності і заміщення. Він ґрунтується на тезі, що потенційний покупець не заплатить за об'єкт більшу ціну, ніж його можливі сукупні витрати на відновлення об'єкта в поточному стані та в діючих цінах, що забезпечуватиме його власникові подібну корисність. У рамках витратного підходу основним методом оцінки вважається метод відтворення (*оцінка за відновною вартістю активів*). Відновна вартість розраховується з використанням інформації про вартість відтворення майна в існуючому вигляді в ринкових цінах на момент оцінки. Метод базується на показниках первісної вартості активів, величини їх зносу та індексації.

Первісна вартість активів — це вартість окремих об'єктів активів, за якою вони були зараховані на баланс підприємства; включає суму витрат, пов'язаних з виготовленням, придбанням, доставкою, спорудженням, встановленням, страхуванням під час транспортування, державною реєстрацією, реконструкцією, модернізацією та іншим поліпшенням активів.

Відновна вартість — це вартість відтворення об'єкта оцінки на дату оцінки. Вона визначається шляхом множення первісної вартості активів на коефіцієнт індексації. Враховуючи те, що з часом активи поступово втрачають споживчу вартість, на їх оцінку суттєво впливає рівень фізичного та морального зносу. У разі індексації первісної вартості активів відбувається також індексація величини зносу. Реальна вартість матеріальних і нематеріальних активів характеризується їх залишковою вартістю, що визначається як різниця між їх відновною (первісною) вартістю та проіндексованою сумою зносу. *Вартість підприємства дорівнюватиме різниці між реальною вартістю його активів та ринковою ціною зобов'язань.*

Метод оцінки за відновною вартістю досить часто використовується в ході оцінки майна під час приватизації державних підприємств. Підкреслимо, що використання даного методу є виправданим, якщо балансова та ринкова вартість активів істотно не відрізняються між собою.

До основних недоліків методу слід віднести те, що на практиці балансова вартість активів майже ніколи не відповідає їх ринковій вартості. Достовірність оцінки підвищується, якщо отриману вартість скоригувати на приховані прибутки чи збитки підприємства.

При оцінці вартості підприємства за цим підходом визначальним є те, що дана вартість не дорівнює арифметичній сумі вартостей окремих майнових об'єктів підприємства. Цю вартість слід скоригувати на вартість гудвілу. *Гудвіл* — вартість фірми, її ділової репутації, нематеріальний актив, вартість якого визначається як різниця між балансовою вартістю активів підприємства та його ринковою вартістю, що виникає внаслідок кращих управлінських якостей, домінуючої позиції на ринку, нових технологій тощо.

З метою врахування вартості гудвілу в процесі оцінки вартості підприємства на практиці рекомендується застосовувати комбінацію методу оцінки активів та методу капіталізації доходів (так званий *швейцарський метод середньої оцінки*). Згідно з даним підходом для оцінки вартості підприємства пропонується такий алгоритм⁴:

$$ВПс = \frac{2ВПк + ВПа}{3}, \quad (9.6)$$

де ВПс — вартість підприємства, розрахована за методом середньої оцінки; ВПа — вартість підприємства, розрахована на базі оцінки активів.

Слід зауважити, що, на думку багатьох фахівців, використання методу середньої оцінки для оцінки вартості підприємства його покупцями є недоцільним⁵. Особливо це стосується випадків, коли вартість підприємства, розрахована методом капіталізації доходів, суттєво відрізняється від показника вартості, розрахованого на основі майнового підходу. Досить часто саме в розбіжностях між оцінками значеннями вартості підприємства за цими методами криються причини ризиковості вкладень в об'єкт оцінки.

9.3.3. Оцінка вартості підприємства на основі ринкового підходу

Ринковий підхід передбачає розрахунок вартості підприємства на основі результатів його зіставлення з іншими бізнес-аналогами. Головним тут є наявність прийнятної бази для порівняння та

⁴ Helbling C. Bilanz- und Erfolgsanalyse. — 8., ueberarb. Aufl. — Verlag Paul Haupt: Bern-Stuttgart-Wien, 1992. — S. 282.

⁵ Volkart R. Unternehmensbewertung und Akquisitionen. — S. 81.

підприємств-аналогів. Подібний бізнес повинен вестися в тій же галузі, що і об'єкт оцінки, або в галузі, що є чутливою до тих самих економічних чинників⁶. Для з'ясування цього питання слід провести порівняльний аналіз кількісних та якісних подібностей та відмінностей між аналогічними підприємствами та об'єктом оцінки. В рамках ринкового підходу найуживанішими методами вважаються методи:

- зіставлення мультиплікаторів;
- порівняння продажів (транзакцій).

Основними джерелами інформації при застосуванні цього підходу є фондові біржі та позабіржові торговельні системи, на яких мають обіг права власності на подібний бізнес, дані фінансової звітності підприємств-аналогів, а також інформація про попередні транзакції з корпоративними правами на той бізнес, який оцінюється.

Найкращим інструментом оцінки корпоративних прав, а отже, і вартості підприємства, є ефективний ринок капіталів, оскільки він у цілому володіє інформацією, яка відсутня в окремих учасників ринку⁷. Саме тому в країнах з розвинутою ринковою економікою під час оцінки вартості підприємств за ринковим підходом як базу для порівняння досить часто використовують інформацію про ринковий (біржовий) курс корпоративних прав.

Метод зіставлення мультиплікаторів дає змогу оцінити вартість підприємств на основі зіставлення значень окремих показників аналогічних підприємств. Метод ґрунтується на тезі про рівність окремих мультиплікаторів, розрахованих для підприємств-аналогів. Алгоритм розрахунку ринкової вартості підприємства за цим методом є таким:

$$\text{ВПМ} = \text{По} \cdot \text{М}, \quad (9.7)$$

де ВПМ — вартість підприємства, розрахована на основі зіставлення мультиплікаторів; По — значення показника, що порівнюється (чиста виручка, прибуток, CF тощо), на оцінюваному підприємстві; М — мультиплікатор (розраховується з використанням даних підприємства-аналога).

Як мультиплікатори здебільшого використовують такі показники:

- відношення ціни (корпоративних прав чи підприємства) до чистої виручки від реалізації;

⁶ Правило № 4 МСО «Оцінка бізнесу».

⁷ Schneider D. Investition, Finanzierung und Besteuerung. 7., vollst. Überarb. u. erw. Aufl., Studentenausg. — Wiesbaden: Gabler, 1992. — S. 520.

- відношення ціни підприємства до операційного *Cash-flow*;
- відношення ціни до чистого прибутку;
- відношення ринкового курсу корпоративних прав до балансового.

Принциповим є використання повністю ідентичних методик розрахунку значень мультиплікаторів на оцінюваному підприємстві та об'єкті порівняння. При оцінці одного підприємства можуть бути використані кілька мультиплікаторів. Вартість підприємства при цьому обчислюється як середньоарифметична вартість, розрахована за кожним мультиплікатором.

Приклад 9.3

Перед фінансистом стоїть завдання оцінити ринкову вартість підприємства, корпоративні права якого не мають обігу на ринку. На основі проведеного аналізу статистичної та ринкової інформації вдалося з'ясувати, що на фондовій біржі здійснюється торгівля корпоративними правами підприємства, за основними якісними та кількісними характеристиками схожого на об'єкт оцінки. В результаті вивчення опублікованої в ЗМІ звітності підприємства-аналога та інформації, одержаної за результатами біржових торгів, вдалося підібрати такі показники для зіставлення об'єкта оцінки та порівнюваного підприємства:

Показники	Об'єкт оцінки	Порівнюване підприємство
1. Ринковий курс акцій	—	120 % до номіналу
2. Статутний капітал, тис. грн	3000	5000
3. Власний капітал, тис. грн	4500	8000
4. Балансовий курс акцій, %	150	160
5. Коефіцієнт заборгованості	2,7	2,85
6. Чистий прибуток, тис. грн	1200	2000
7. Операційний <i>Cash-flow</i> , тис. грн	1400	2200
8. Чиста виручка від реалізації, тис. грн	15 000	28 000

Для оцінки вартості підприємства розрахуємо значення окремих мультиплікаторів по підприємству-аналогу:

- відношення ринкового курсу до балансового = 0,75;
- відношення ринкового курсу до операційного *Cash-flow* = 2,72;
- відношення ринкового курсу до чистого прибутку = 3;
- відношення ринкового курсу до чистої виручки від реалізації = 0,214.

Використовуючи дані оцінюваного підприємства, знайдемо загальну ринкову вартість його корпоративних прав (яка дорівнюватиме оціночній вартості підприємства) в розрізі окремих мультиплікаторів:

- мультиплікатор відношення ринкового курсу до балансового: 112,5 % (0,75 · 150 %) або 3375 тис. грн (112,5 % від 3000 тис. грн);

- мультиплікатор відношення ринкового курсу до операційного Cash-flow: 3808 тис. грн (2,72 · 1400);

- мультиплікатор відношення ринкового курсу до чистого прибутку: 3600 тис. грн (3 · 1200);

- мультиплікатор відношення ринкового курсу до чистої виручки від реалізації: 3210 тис. грн (0,214 · 15 000).

Кінцеву оціночну вартість можна знайти як середню арифметичну по окремих мультиплікаторах: $(3375 + 3808 + 3600 + 3210) / 4 = 3498$ тис. грн.

Метод порівняння продажів (транзакцій) базується на оцінці вартості підприємства, виходячи з ціни продажу аналогічних об'єктів. Він передбачає, що суб'єкти ринку здійснюють операції купівлі-продажу майна за цінами, які були встановлені при купівлі-продажу аналогічних об'єктів. Оскільки абсолютних аналогів практично не існує, ціни продажу порівнюваних підприємств коригуються на спеціально обчислені поправочні коефіцієнти, які характеризують рівень відмінності об'єкта оцінки та його аналогу.

Приклад 9.3

Використовуючи дані попереднього прикладу в частині оцінюваного підприємства, знайдемо його вартість методом порівняння продажів, якщо підприємство-аналог з обсягом чистої виручки від реалізації 20 000 тис. грн, чистим прибутком 1550 тис. грн та операційним Cash-flow 1850 тис. грн було реалізоване за 4500 тис. грн.

З метою оцінки вартості підприємства знайдемо поправочні коефіцієнти:

- чистої виручки від реалізації: 1,33 (20 000/15 000);

- чистого прибутку: 1,29 (1550/1200);

- операційного Cash-flow: 1,32 (1850/1400).

Середнє арифметичне значення поправочного коефіцієнта становить 1,31. Шукана ринкова вартість підприємства дорівнює 3435 тис. грн (4500/1,31).

З метою забезпечення об'єктивності оцінки знайдена в рамках ринкового підходу порівняльна вартість коригується на відповідні поправки, що характеризують ризиковість об'єкта оцінки, відмінності в правах власності на нього, рівень мобільності корпоративних прав тощо.

До переваг методів порівняння та зіставлення мультиплікаторів слід віднести те, що вони дають можливість одержати реальну ринкову вартість оцінюваного майна. Недоліки методів оцінки за ринковим підходом зумовлені тим, що вони не враховують вартість потенційних прибутків, які можна отримати, експлуатуючи об'єкт оцінки. Саме тому в деяких випадках результати оцінки підприємства за згаданими методами доцільно зіставляти з вартістю підприємства, розрахованою за методом капіталізованої вартості чи дисконтування грошових потоків.

Проблематика використання методів оцінки в рамках ринкового підходу зумовлена тим, що в Україні реальні ціни купівлі-продажу підприємств в офіційній статистиці відображаються досить рідко, а фондовий ринок не досить розвинутий.

9.4. ПРАКТИЧНА РОБОТА З ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

З метою правильної організації роботи щодо оцінки вартості майна необхідно дотримуватися певної послідовності дій та вибрати найоптимальнішу для конкретного об'єкта методику оцінки. В загальному вигляді оцінка вартості підприємства включає такі етапи:

1. Укладання договору на проведення оцінки вартості підприємства. Оцінка виконується на підставі договору між суб'єктом оціночної діяльності (оцінювачем) і замовником оцінки або на підставі відповідної ухвали суду. Замовником оцінки вартості підприємства можуть бути його власники, керівництво, органи державної влади. Перед укладанням угоди (чи перед поданням заявки на тендер щодо участі в оцінці) оцінювач повинен ідентифікувати об'єкт оцінки, мету, ознайомитись із загальною інформацією про підприємство й, у разі необхідності, особисто оглянути об'єкт оцінки.

2. Збір вихідної інформації про об'єкт оцінки. Замовники оцінки повинні забезпечити доступ оцінювача до об'єкта оцінки, отримання ним необхідної та достовірної інформації про підприємство. Під час збору вихідних даних оцінювач повинен зібрати та проаналізувати всі суттєві відомості про об'єкт оцінки, зокрема дані про його правовий стан, техніко-економічні характеристики, інформацію про стан ринку об'єкта оцінки та продукції, яку реалізує підприємство.

3. Вибір та обґрунтування методології оцінки. Обираючи той чи інший методологічний підхід, оцінювач повинен виходити з на-

явної інформаційної бази, можливостей прогнозування майбутніх грошових потоків (доходів) та розрахунку ставки дисконтування (капіталізації), врахування фактора ризику, наявності банку даних здійснених транзакцій з купівлі-продажу аналогічних підприємств тощо. У практиці оцінювання вартості підприємства найуживанішим вважається метод дисконтування *Cash-flow*, найменше використовується оцінка на базі балансової вартості активів.

4. Застосування методичних підходів, методів та оцінних процедур.

5. Проведення аудиторської перевірки та інвентаризації майна (якщо це передбачено законодавством чи обраним методологічним підходом). За допомогою інвентаризації виявляється фактична наявність основних засобів, нематеріальних активів, товарно-матеріальних цінностей, цінних паперів, грошових засобів, інших активів у натурі і перевіряється їх відповідність даним бухгалтерського обліку. Результати інвентаризації та аудиторської перевірки беруться оцінювачем до відома, однак вони не обов'язкові при складанні остаточних висновків щодо вартості підприємства.

6. Узгодження результатів оцінки, отриманих із застосуванням різних методичних підходів і методів оцінки. Узгодження відбувається на основі аналізу впливу інформаційних джерел та найістотніших процедур оцінки на достовірність отриманих результатів.

7. Складання звіту про оцінку підприємства та висновку про вартість об'єкта оцінки на дату оцінки. Звіт про оцінку є документом, що містить висновки щодо його вартості та підтверджує виконані оцінювачем процедури з оцінки підприємства. Вимоги до змісту звіту, порядку його оформлення та рецензування встановлюються положеннями (національними стандартами) оцінки майна.

Звіт про оцінку повинен містити такі основні позиції:

- опис об'єкта оцінки;
- відомості про мету оцінки та обґрунтування відповідної бази оцінки;
- перелік обмежень щодо застосування результатів оцінки;
- викладення всіх припущень, у межах яких проводилася оцінка;
- опис та аналіз зібраних і використаних вихідних даних під час виконання оцінки;
- висновки щодо найефективнішого використання об'єкта оцінки;

- викладення змісту використаних методичних підходів, методів та оцінних процедур;
- розрахунки, на основі яких зроблено висновок про вартість об'єкта оцінки;
- висновок про вартість об'єкта оцінки;
- додатки, що включають копії всіх необхідних документів, а також інші інформаційні джерела, які роз'яснюють та підтверджують припущення і проведені розрахунки;
- терміни дії звіту та висновку про вартість об'єкта оцінки.

Висновок про вартість об'єкта оцінки повинен містити інформацію про замовника оцінки та виконання звіту про оцінку; назву об'єкта оцінки, його коротку характеристику; зазначення мети та дати оцінки; вказівку про вид вартості та її величину; посилання на використані методичні підходи.

Звіт та висновок підписуються оцінювачами, які безпосередньо проводили оцінку, і скріплюється печаткою та підписом керівника суб'єкта оцінної діяльності.

8. Затвердження результатів оцінки. Звіт про експертну оцінку та висновки щодо вартості підприємства затверджують особи, які є замовниками оцінки.

9. Рецензування звіту про оцінку. З метою контролю за якістю оцінки вартості підприємства та на вимогу особи, яка використовує оцінку та її результати для прийняття фінансово-господарських рішень, а також інших заінтересованих осіб, законодавством передбачена можливість рецензування звіту. Воно полягає в неупередженому та об'єктивному розгляді оцінки вартості підприємства рецензентом, який не має особистої зацікавленості в результатах оцінки і здатен діяти об'єктивно і незалежно від будь-яких осіб, у т. ч. замовників та оцінювачів.

ТЕСТИ ТА АНАЛІТИЧНІ СИТУАЦІЇ

Тести

Тест 1. Які з наведених принципів належать до принципів оцінки вартості підприємства?

1. Принцип корисності.
2. Принцип централізації.
3. Принцип очікування.
4. Принцип декомпозиції.
5. Принцип ефективного використання.

Тест 2. Згідно з концепцією WACC на середньозважену вартість капіталу безпосередньо впливають такі чинники:

- 1) структура капіталу;
- 2) ставка податку на прибуток підприємства;
- 3) величина необоротних активів;
- 4) показник абсолютної ліквідності;
- 5) Cash-flow від фінансової діяльності підприємства.

Тест 3. У рамках дохідного підходу до оцінки вартості підприємства розрізняють такі методи:

- 1) метод дисконтування грошових потоків;
- 2) метод порівняння транзакцій;
- 3) оцінка бізнесу за ринковою ціною акцій;
- 4) метод капіталізації доходів;
- 5) метод витрат.

Тест 4. При оцінці вартості підприємства за методом дисконтування грошових потоків враховуються такі основні позиції:

- 1) структура активів підприємства;
- 2) середньозважена вартість капіталу;
- 3) залишкова вартість підприємства у постпрогнозний період;
- 4) балансова вартість майнових активів;
- 5) ставка капіталізації.

Тест 5. Метод середньої оцінки вартості підприємства доцільно використовувати, якщо...

- 1) доходи та чистий грошовий потік підприємства є приблизно однаковими;
- 2) доходи та чистий грошовий потік підприємства змінюються із стабільними темпами;
- 3) ставка капіталізації та ставка дисконту однакові;
- 4) вартість підприємства, розрахована методом капіталізації доходів, несуттєво відрізняється від показника вартості, розрахованого на основі майнового підходу;
- 5) вартість підприємства, розрахована методом капіталізації доходів, значною мірою відрізняється від показника вартості, розрахованого на основі майнового підходу.

Тест 6. Відновна вартість майна — це...

- 1) вартість окремих об'єктів основних засобів, за якою вони були зараховані на баланс підприємства;
- 2) вартість відтворення основних засобів на дату оцінки з урахуванням індексації та затрат, пов'язаних з їх поліпшенням;
- 3) вартість, яка визначається множенням первісної вартості активів на коефіцієнт індексації;
- 4) різниця між первісною вартістю майна та сумою зносу;
- 5) балансова вартість майна.

Тест 7. Метод порівняння продажів (транзакцій) ґрунтується на...

- 1) ринковій вартості підприємства;
- 2) балансовій вартості;
- 3) залишковій вартості;
- 4) капіталізованій вартості;
- 5) відновній вартості.

Тест 8. Які з наведених висловлювань, що стосуються методу капіталізації доходів, правильні?

1. Метод використовується при оцінці вартості підприємства як цілісного майнового комплексу та корпоративних прав підприємства.
2. Метод доцільно застосовувати за стабільних доходів підприємства чи за стабільних темпів їх зміни.
3. Метод базується на даних про залишкову вартість активів.
4. За методу капіталізованої вартості дані про вартість, склад і структуру активів безпосередньо не впливають на оцінку.
5. Капіталізована вартість доходів — це те саме, що і теперішня вартість Cash-flow.

Тест 9. Оцінка вартості корпоративних прав здійснюється в таких основних випадках:

- 1) при оцінці вартості довгострокових фінансових вкладень підприємства, майно якого оцінюється;
- 2) при оцінці вартості нематеріальних активів, які підлягають зносу;
- 3) при оцінці вартості підприємства в цілому;
- 4) у разі реорганізації при визначенні вартості майна, що пропонується як внесок до статутного капіталу новоствореного підприємства;
- 5) у разі видачі кредиту під заставу корпоративних прав.

Тест 10. Як мультиплікатори зіставлення при оцінці вартості підприємства можуть використовуватися такі показники:

- 1) відношення необоротних та оборотних активів;
- 2) відношення ціни (корпоративних прав чи підприємства) до чистої виручки від реалізації;
- 3) відношення ціни підприємства до операційного Cash-flow;
- 4) відношення ціни до залишків коштів на розрахунковому рахунку;
- 5) відношення ринкового курсу корпоративних прав до балансового.

Аналітичні ситуації

Ситуація 1

Оцінити вартість підприємства методом дисконтування Cash-flow, якщо ставка очікуваних доходів інвесторів за вкладення коштів у власний капітал становить 20 %, а кредитори готові надавати позички в середньому за ставкою 18 %. Ставка податку на прибуток — 30 %. Як

зміниться вартість підприємства, якщо WACC зросте на 1 %? Для розрахунків використати інформацію, наведену в таблиці, тис. грн:

Показники	Прогнозний період (роки)						
	Факт	1	2	3	4	5	5+
Власний капітал	400						
Позичковий капітал	500						
Операційний Cash-flow	100	105	110	120	115	110	110
Інвестиційний Cash-flow	+10	-15	-10	+50	-20	+10	+10
Free Cash-flow							
Залишкова вартість підприємства							
Теперішня вартість FCF (1—5 років) та залишкова вартість підприємства							
Сумарна теперішня вартість грошових потоків (Entity)							
Оцінна ринкова вартість підприємства за методом DCF (Equity)							

Ситуація 2

Перед фінансистом стоїть завдання всіма можливими методами оцінити ринкову вартість підприємства А, корпоративні права якого не мають обігу на ринку. В результаті вивчення опублікованої в ЗМІ інформації вдалося з'ясувати, що в минулому місяці на ринку було продано подібне за якісними і кількісними параметрами підприємство Б за 3 млн грн, яке веде свою діяльність у тому самому секторі ринку. Вибірка показників фінансової звітності обох підприємств наведена в таблиці.

Показники	Підприємство А	Підприємство Б
1. Статутний капітал, тис. грн	3000	2500
2. Власний капітал, тис. грн	4500	4000
3. Коефіцієнт заборгованості	2,7	2,85
4. Чистий прибуток, тис. грн	1200	1000
5. Операційний Cash-flow, тис. грн	1400	1200
6. Чиста виручка від реалізації, тис. грн	15 000	12 000
7. Відновна вартість активів, тис. грн	16 000	12 000
8. Капіталізована вартість доходів, тис. грн	4800	4000

Розділ 10

ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ ПІДПРИЄМСТВ У СФЕРІ ЗОВНІШНЬОЕКОНОМІЧНИХ ВІДНОСИН

Компетенції фінансових служб у сфері зовнішньоекономічної діяльності підприємств. Види зовнішньоекономічних операцій. Правила ІНКОТЕРМС. Зовнішньоекономічні ризики.

Регулювання розподілу виручки від зовнішньоекономічної діяльності в іноземній валюті.

Розрахунки при здійсненні зовнішньоекономічних операцій. Правила здійснення розрахунків у сфері зовнішньоекономічної діяльності. Типові платіжні умови зовнішньоекономічних договорів (контрактів). Форфейтинг як спосіб кредитування зовнішньоекономічних операцій.

Митне оформлення та оподаткування зовнішньоторговельних операцій. Основа нарахування податків і платежів, які сплачуються у процесі митного оформлення вантажів.

10.1. КОМПЕТЕНЦІЇ ФІНАНСОВИХ СЛУЖБ У СФЕРІ ЗОВНІШНЬОЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Одним з важливих напрямів діяльності фінансових служб є оптимізація фінансових відносин підприємства при здійсненні зовнішньоекономічних операцій. **Зовнішньоекономічна діяльність** — діяльність господарюючих суб'єктів України та іноземних суб'єктів господарської діяльності, побудована на взаємовідносинах між ними, що має місце як на території України, так і за її межами. Таким чином, зовнішньоекономічні відносини охоплюють усі операції, пов'язані з оборотом товарів, робіт, послуг, капіталів. Ця діяльність може бути фінансовою, інвестиційною чи операційною.

Зовнішньоекономічні операції в рамках фінансової та інвестиційної діяльності розглядалися в попередніх підрозділах, зокрема був висвітлений порядок залучення внесків іноземних інвесторів у статутний капітал, умови одержання позичок в іноземній валюті, механізм репатріації прибутку тощо. У пропонуваному розділі увага акцентується на фінансовому забезпе-

ченні зовнішньоекономічних відносин у рамках операційної діяльності підприємств, пов'язаних насамперед із зовнішньою торгівлею (експорт, імпорт), виробничою кооперацією, лізингом тощо.

До **експортних операцій** підприємств належать продаж товарів іноземним суб'єктам господарської діяльності з вивезенням або без вивезення цих товарів через митний кордон України, включаючи реекспорт товарів. *Реекспорт товарів* означає продаж іноземним суб'єктам господарської діяльності та вивезення за межі України товарів, що були раніше імпортовані на територію України.

Імпорт товарів — це купівля (у т. ч. з оплатою в негрошовій формі) українськими суб'єктами зовнішньоекономічної діяльності в іноземних суб'єктах господарської діяльності товарів із ввезенням або без ввезення цих товарів на територію України, включаючи купівлю товарів, призначених для власного споживання установами та організаціями України, розташованими за її межами.

Зовнішньоекономічна діяльність може бути побудована на формах зустрічної торгівлі між резидентами та нерезидентами: бартерні операції, кліринг, паралельні угоди, попередні та зворотні закупки, промислова кооперація.

Найпоширенішою формою зустрічної торгівлі є **товарообмінні (бартерні) операції**. Вони оформлюються бартерним договором або договором зі змішаною формою оплати, яким часткова оплата експортних (імпортних) поставок передбачена в натуральній формі, між резидентом України та іноземним суб'єктом господарської діяльності, що передбачає збалансований за вартістю обмін товарами, роботами, послугами у будь-якому поєднанні, не опосередкований рухом коштів у готівковій або безготівковій формі.

Операції резидентів, які здійснюються в рамках виконання договорів **виробничої кооперації**, включають значні за обсягами операції з поставки сировини, матеріалів, вузлів, деталей, запасних частин, заготовок напівфабрикатів, комплектуючих та інших виробів галузевого і міжгалузевого призначення, що технологічно взаємозв'язані і необхідні для спільного виготовлення кінцевої продукції, а також операції з виконання послуг з проектних і ремонтних робіт, технічного обслуговування та здійснення технологічних операцій.

До операцій резидентів, які здійснюються під час виконання договорів **консигнації**, належать операції з реалізації товарів, ві-

дповідно до яких одна сторона (консигнатор) зобов'язується за дорученням іншої сторони (консигнанта) протягом визначеного часу (терміну угоди консигнації) за обумовлену винагороду продати з консигнаційного складу від свого імені товари, які належать консигнанту. При цьому до моменту передачі товарів третій особі їх власником залишається консигнант.

До основних завдань фінансиста в процесі здійснення підприємством зовнішньоекономічних операцій належать:

- вибір найприйнятнішої форми розрахунків та їх організація;

- здійснення операцій з придбання та продажу валюти на валютних аукціонах, валютних біржах та міжбанківському валютному ринку;

- оптимізація фінансових відносин з посередниками (брокерами, агентами, консигнаторами тощо), страховиками та транспортно-експедиційними організаціями при здійсненні зовнішньоекономічних операцій;

- фінансове забезпечення імпорتنих та експортних операцій;

- визначення умов здійснення товарообмінних операцій, іншої діяльності, побудованої на формах зустрічної торгівлі між підприємством та іноземними суб'єктами господарської діяльності;

- податкове планування при здійсненні зовнішньоекономічних операцій;

- оптимізація фінансових відносин з державними органами, відповідальними за регулювання та контроль зовнішньоекономічних операцій;

- управління ризиками у сфері зовнішньоекономічних відносин.

Особлива увага фінансових служб повинна концентруватися на оцінці та нейтралізації зовнішньоекономічних ризиків. Ці ризики можна класифікувати таким чином:

- ◆ транспортні та складські ризики (ризик втрати чи ушкодження товару під час його транспортування);

- ◆ ризик зміни курсів валют, в яких здійснюються розрахунки (ризик виникнення збитків у вигляді курсових різниць);

- ◆ платіжні ризики;

- ◆ політичні ризики (заборона конвертації та переказу валюти з країни; мораторій чи заборона на виконання боргових зобов'язань суб'єктами господарювання; ризик ембарго; ризик антидемпінгових розслідувань тощо).

У розпорядженні фінансистів є широкий арсенал інструментів щодо нейтралізації зазначених ризиків. До основних із таких інструментів належать страхування ризиків за допомогою страхових компаній (транспортні та складські ризики); хеджування валютних ризиків; валютні кредити; використання спеціальних форм розрахунків, валютно-цінові застереження.

Рівень ризиків суттєво знижується за правильно складеного зовнішньоекономічного контракту. Вітчизняним суб'єктам господарювання рекомендується дотримуватися вимог, установлених Положенням про форму зовнішньоекономічних договорів (контрактів), затвердженим наказом МЗЕЗторгу України від 05.10.95.

При укладанні суб'єктами підприємницької діяльності України всіх форм власності зовнішньоекономічних договорів (контрактів), предметом яких є товари, застосовуються **Міжнародні правила інтерпретації комерційних термінів**, підготовлені Міжнародною торговою палатою у 1953 р. (Правила ІНКОТЕРМС)¹. Сьогодні діють правила ІНКОТЕРМС у редакції 1990 р., якими передбачено 13 умов поставки, що умовно розбиті на чотири групи (E, F, C, D).

У систематизованому вигляді параметри окремих груп умов поставки можна охарактеризувати таким чином:

- *група E*: витрати і ризики переходять до покупця відразу після передачі продавцем товару в розпорядження покупця на своєму підприємстві (складі);
- *група F*: витрати і ризики переходять до покупця після передачі товарів перевізнику чи в порту відвантаження (покупець несе витрати з перевезення);
- *група C*: продавець несе витрати до пункту призначення, однак ризики переходять до покупця після передачі товару перевізнику;
- *група D*: продавець повинен нести всі витрати та ризики доти, доки товар не буде доставлено в країну чи узгоджене місце призначення.

Узгодження умов поставки є важливою складовою управління ризиками при здійсненні зовнішньоекономічних операцій.

¹ Див.: Указ Президента України «Про застосування Міжнародних правил інтерпретації комерційних термінів» від 04.10.94 № 567/94.

ПРАВИЛА

Умови поставки	Параметри	Місце поставки	Перехід ризиків
Група Е			
EXW Франко-завод (місце зазначено)	Підприємство продавця	Підприємство продавця	
Група F			
FCA Франко-перевізник	Місце передачі перевізнику	Місце передачі перевізнику	
FAS Франко вздовж борту судна (порт доставки зазначено)	Вздовж борту судна (у зазначеному порту)	Вздовж борту судна (у зазначеному порту)	
FOB Франко-борт (порт відвантажен- ня зазначено)	Судно в узгодженому порту	Поручні судна в погодженому порту	
Група С			
CFR Вартість і фрахт (порт призначення зазначено)	Судно в узгодженому порту	Поручні судна в погодженому порту	
CIF Вартість, страхування і фрахт (...порт призначення зазначено)	Судно в узгодженому порту	Поручні судна в погодженому порту	
CPT Перевезення оплачено до (...місце призначення зазначено)	Місце передачі товару на зберігання перевізнику	Момент передачі товару на зберігання перевізнику	
CIP Перевезення і страхування опла- чені до (...місце призначення зазначе- но)	Місце передачі товару на зберігання перевізнику	Момент передачі товару на зберігання перевізнику	
Група D			
DAF Поставка до кордону (...місце зазначено)	Узгоджений пункт і місце на кордоні	Узгоджений пункт і місце на кордоні	
DES Доставлено франко-строп судно (...порт призначення зазначено)	Судно в порту призначення	Судно в порту призначення	
DEQ Доставлено франко-набережна (мито сплачене, порт призначення за- значено)	Набережна (товарна пристань) у погодженому порту призначення	Набережна (товарна пристань) у погодженому порту призначення	
DDU Доставлено, мито не сплачене	Погоджене місце призначення	Погоджене місце призначення	
DDP Доставлено, мито сплачене	Погоджене місце призначення	Погоджене місце призначення	

Таблиця 10.1

ІНКОТЕРМС

Перехід витрат	Договір перевезення	Митна очистка (експорт)	Митна очистка (імпорт)
Група Е			
Підприємство продавця	Покупець	Покупець	Покупець
Група F			
Місце передачі перевізнику	Покупець	Продавець	Покупець
Вздовж борту судна (у зазначеному порту)	Покупець	Покупець	Покупець
Поручні судна в погодженому порту	Покупець	Продавець	Покупець
Група С			
Порт призначення	Продавець	Продавець	Покупець
Порт призначення, морське страхування за рахунок продавця	Продавець	Продавець	Покупець
Місце призначення	Продавець	Продавець	Покупець
Місце призначення, страхування перевезення за рахунок продавця	Продавець	Продавець	Покупець
Група D			
Узгоджений пункт і місце на кордоні	Продавець	Продавець	Покупець
Судно в порту призначення	Продавець	Продавець	Покупець
Набережна (товарна пристань) у погодженому порту призначення	Продавець	Продавець	Продавець
Погоджене місце призначення	Продавець	Продавець	Покупець
Погоджене місце призначення	Продавець	Продавець	Продавець

10.2. РЕГУЛЮВАННЯ РОЗПОДІЛУ ВИРУЧКИ ВІД ЗОВНІШНЬОЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В ІНОЗЕМНІЙ ВАЛЮТІ

У процесі організації зовнішньоекономічної діяльності, складання фінансових планів фінансові служби підприємств повинні враховувати той факт, що на території України запроваджено *обов'язковий розподіл виручки в іноземній валюті* від зовнішньоекономічної діяльності між підприємством та Державним валютним фондом України і місцевими валютними фондами. Обов'язковому розподілу підлягає виручка в іноземній валюті від зовнішньоекономічної діяльності всіх суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності, які мають постійне місцезнаходження на території України.

Суб'єкти зовнішньоекономічної діяльності зобов'язані продавати на користь держави частину від загальної суми виручки в іноземній валюті, одержаної ними в результаті зовнішньоекономічної діяльності, за *стабільними нормативами*, що встановлюються Верховною Радою України. Обов'язковий розподіл виручки в іноземній валюті здійснюється банківськими установами протягом, як правило, кількох наступних днів з моменту надходження коштів.

На середину 2002 р. діяв порядок, згідно з яким 50 % надходжень в іноземній валюті першої групи Класифікатора іноземних валют Національного банку України на користь резидентів — юридичних осіб підлягають обов'язковому продажу через уповноважені банки та кредитно-фінансові установи на міжбанківському валютному ринку України.

Обов'язковому продажу *не підлягають* кошти в іноземній валюті першої групи Класифікатора іноземних валют НБУ:

а) що надходять у вигляді кредитів (позичок, фінансової допомоги) від уповноважених банків та кредитно-фінансових установ, нерезидентів, міжнародних фінансових організацій, а також кошти, переуступлені НБУ уповноваженим банкам за грантом Кредитної установи для відбудови (KfW, Німеччина); суми надходжень в іноземній валюті, які повністю направляються резидентами на погашення заборгованості за цими кредитами, позичками, фінансовою допомогою та зобов'язаннями за договорами міжнародного лізингу. Кошти за залученими від нерезидентів кредитами, позичками, поворотною фінансовою допомогою не підлягають обов'язковому продажу, якщо на проведення таких операцій відповідно до чинного законодавства України отримано

гарантію Кабінету Міністрів України, індивідуальну ліцензію або реєстраційне свідоцтво Національного банку України;

б) що перераховуються на територію України з метою здійснення інвестицій;

в) що придбані на міжбанківському валютному ринку України через уповноважені банки та кредитно-фінансові установи протягом строку, встановленого валютним законодавством України для розрахунків з нерезидентами;

г) що були перераховані на користь нерезидента і повернулися у зв'язку з тим, що взаємні зобов'язання повністю або частково не виконані, за умови, що ці кошти не були куплені на міжбанківському валютному ринку України;

г) що надійшли на користь резидентів-посередників за договорами комісії, доручення, консигнації або за агентськими угодами і які підлягають перерахуванню резидентам і нерезидентам (резиденти-посередники здійснюють обов'язковий продаж лише отриманої від нерезидентів комісійної винагороди);

д) що належать уповноваженим банкам та кредитно-фінансовим установам;

е) депозити, що розміщені резидентами в уповноважених банках та кредитно-фінансових установах (включаючи проценти, нараховані за ними), а також інвестиції, здійснені резидентами за межі України, у разі їх повернення власнику;

є) що надходять транспортним організаціям (авіаційним, судноплавним, залізничним, автомобільним) та підприємствам зв'язку від експорту власних послуг та направляються ними на експлуатаційні витрати, пов'язані з обслуговуванням їх транспортних засобів (надання послуг зв'язку) за межами України, а також що надходять риболовецьким суднам та направляються ними на експлуатаційні витрати, пов'язані з обслуговуванням цих суден за межами України;

ж) що надходять безкоштовно у вигляді добровільних пожертвувань;

з) проценти, нараховані на залишки коштів в іноземній валюті на рахунках резидентів — юридичних осіб.

10.3. РОЗРАХУНКИ ПРИ ЗДІЙСНЕННІ ЗОВНІШНЬОЕКОНОМІЧНИХ ОПЕРАЦІЙ

10.3.1. Правила щодо здійснення розрахунків у сфері зовнішньоекономічної діяльності

Законодавством України визначено, що у розрахунках між резидентами і нерезидентами в межах торговельного обороту як засіб платежу використовується *іноземна валюта* (1 група Класифікатора іноземних валют НБУ), яка перераховується лише через уповноважені банки.

Здійснення розрахунків між резидентами і нерезидентами в межах торговельного обороту *без участі уповноваженого банку або у валюті України* без одержання індивідуальної ліцензії НБУ тягне за собою накладання *штрафу на резидента в розмірі, еквівалентному сумі валютних цінностей, що використовувалися при розрахунках*, перерахованій у валюту України за обмінним курсом НБУ на день здійснення таких операцій (при розрахунках у валюті України — на суму таких розрахунків).

Якщо нерезиденти мають на території України представництва, яким відкрито рахунки типу «Н» або «П»² у валюті України, то здійснення розрахунків у валюті України через ці рахунки між резидентами і нерезидентами в межах торговельного обороту не потребує індивідуальної ліцензії НБУ. Використання іноземної валюти в зазначених розрахунках за участю таких представництв є використанням іноземної валюти як засобу платежу на території України і потребує індивідуальної ліцензії НБУ.

У разі відсутності іноземної валюти на рахунках підприємств та необхідності фінансового забезпечення зовнішньоекономічних операцій підприємства можуть доручити банку придбати на їх користь відповідний обсяг валюти. Необхідна умова придбання валюти підприємством — наявність стандартного пакета документів, зокрема заявки на купівлю валюти; контракту (чи кредитного договору); довідки з ДПІ; інших документів, визначених НБУ, ДПІ чи відповідним банком.

Резиденти, які *купують іноземну валюту* через уповноважені банки для забезпечення виконання зобов'язань перед нерезидентами, повинні здійснювати перерахування таких сум протягом 5 робочих днів з моменту зарахування цих сум на валютні рахунки резидентів. У разі порушення згаданих термінів перерахування коштів придбана валюта продається уповноваженими банками

² Рахунок типу «П» відкривається уповноваженим банком постійним представництвом іноземних компаній, фірм, міжнародних організацій, створеним у будь-якій організаційній формі без статусу юридичної особи, через які повністю або частково здійснюється підприємницька діяльність нерезидента на території України.

Рахунок типу «Н» відкривається представництвом нерезидентів (у т. ч. іноземних банків), установам, які представляють інтереси нерезидентів в Україні і не займаються підприємницькою діяльністю на території України, а також тим, які залучаються до здійснення програм або проектів міжнародної допомоги чи міжнародної технічної допомоги.

протягом 5 робочих днів на міжбанківському валютному ринку України. При цьому позитивна курсова різниця, що може виникнути за такою операцією, щоквартально направляється до Державного бюджету України, а негативна курсова різниця відноситься на результати господарської діяльності резидента.

Виручка резидентів в іноземній валюті підлягає зарахуванню на їх валютні рахунки в уповноважених банках у терміни виплати заборгованостей, зазначені в контрактах, але *не пізніше 90 календарних днів з дати митного оформлення (виписки вивізної вантажної митної декларації)* продукції, що експортується, а в разі експорту робіт (послуг), прав інтелектуальної власності — з моменту підписання акта або іншого документа, що засвідчує виконання робіт, надання послуг, експорт прав інтелектуальної власності. Перевищення зазначеного терміну потребує індивідуальної ліцензії НБУ.

Імпортні операції резидентів, які здійснюються на умовах відстрочення поставки, в разі, коли таке відстрочення перевищує 90 календарних днів з моменту здійснення авансового платежу або виставлення векселя на користь постачальника продукції (робіт, послуг), що імпортується, потребують індивідуальної ліцензії НБУ.

При застосуванні розрахунків в імпортних операціях резидентів у формі документарного акредитива терміни щодо надходження товарів діють з моменту здійснення уповноваженим банком платежу на користь нерезидента.

Товари, що імпортуються за бартерним договором, підлягають ввезенню на митну територію України у строки, зазначені в такому договорі, але не пізніше 90 календарних днів з дати митного оформлення (дати оформлення вантажної митної декларації на експорт) товарів, що фактично експортовані за бартерним договором, а в разі експорту за бартерним договором робіт і послуг — з дати підписання акта або іншого документа, що засвідчує виконання робіт, надання послуг.

Порушення згаданих термінів розрахунків тягне за собою стягнення пені за кожний день прострочення у розмірі 0,3 % від суми неоподаткованої виручки (митної вартості недопоставленої продукції) в іноземній валюті, перерахованій у грошову одиницю України за валютним курсом НБУ на день виникнення заборгованості.

У разі прийняття судом, Міжнародним комерційним арбітражним судом чи Морською арбітражною комісією при Торгово-промисловій палаті України позовної заяви резидента про стягнення з нерезидента заборгованості, яка виникла внаслідок недотримання нерезидентом строків, передбачених експортно-імпорт-

ними контрактами, відповідні терміни зупиняються і пеня за їх порушення в цей період не сплачується.

У разі прийняття судом рішення про відмову в позові повністю або частково або припинення (закриття) провадження у справі чи залишення позову без розгляду відповідні строки поновлюються і пеня за їх порушення сплачується за кожний день прострочення, включаючи період, на який ці терміни було зупинено.

У разі прийняття судом рішення про задоволення позову пеня за порушення термінів розрахунків не сплачується з дати прийняття позову до розгляду судом або арбітражним судом.

Зазначена пеня стягується на користь державного бюджету України за результатами проведених Державними податковими інспекціями документальних перевірок.

У разі перевищення термінів розрахунків за експортно-імпортними операціями, виконання резидентами договорів виробничої кооперації, консигнації, комплексного будівництва, оперативного і фінансового лізингу, поставки складних технічних виробів і товарів спеціального призначення Національний банк України може надавати індивідуальні ліцензії.

Для отримання ліцензії Нацбанку України на подовження термінів розрахунків за експортно-імпортними операціями резидентів суб'єкт звертається до відповідного міністерства чи іншого центрального органу виконавчої влади за висновком щодо віднесення експортно-імпортної операції до договорів виробничої кооперації, консигнації, комплексного будівництва, оперативного та фінансового лізингу, поставки складних технічних виробів або товарів спеціального призначення, який надається у десятиденний термін з моменту подання документів для розгляду. У разі надання позитивного висновку міністерство або інший центральний орган виконавчої влади подає зазначений висновок з обґрунтуванням періоду можливого перевищення терміну розрахунків до ДПА України, яка у п'ятнадцятиденний термін подає до Нацбанку України остаточний висновок щодо можливого подовження цього терміну. На підставі зазначеного висновку Нацбанк України приймає остаточне рішення стосовно видачі ліцензії.

Зазначимо, що порушенням валютного законодавства є невиконання резидентами вимог щодо порядку та термінів декларування валютних цінностей та іншого майна, яке перебуває за межами України, і тягне за собою штраф у сумі, що встановлюється Нацбанком України.

Несвоєчасне подання, приховування або переказування встановленої Нацбанком України звітності про валютні операції тяг-

не за собою накладання штрафу в розмірі 20 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян. Рішення про застосування санкцій приймає начальник (заступник начальника) відповідної податкової інспекції.

10.3.2. Типові платіжні умови зовнішньоекономічних договорів (контрактів)

Платіжні ризики — це основна група ризиків при здійсненні зовнішньоекономічних операцій. До неї належать численні ризики, пов'язані з виникненням безнадійної чи простроченої дебіторської заборгованості як в експортера, так й імпортера, з чого випливає ризик сплати пені за порушення строків розрахунків в іноземній валюті. Для мінімізації цих ризиків слід оптимізувати платіжні умови зовнішньоекономічних контрактів, які включають:

- строки здійснення розрахунків;
- місце виконання платежу;
- спосіб забезпечення платежу для експортера;
- спосіб забезпечення поставки товарів для імпортера.

У практиці фінансової діяльності використовують такі основні способи здійснення розрахунків у рамках зовнішньоекономічних операцій:

- ◆ передоплата (авансовий платіж);
- ◆ документарний акредитив;
- ◆ документарне інкасо;
- ◆ платіж по відкритому рахунку.

Розрахунки з використанням акредитиву чи інкасо вважаються документарними (забезпеченими), решта — бездокументарні (незабезпечені). В останньому випадку для здійснення платежу не потрібно пред'являти особливі документи.

Зазначимо, що при виборі способу розрахунків виникає конфлікт інтересів між імпортером та експортером (покупцем і продавцем), який зумовлений різним рівнем вигідності одного й того ж способу для різних сторін. Для забезпечення балансу інтересів банки пропонують набір платіжних інструментів. Так, для **експортера**, зважаючи на їх вигідність, рекомендуються такі форми розрахунків:

- 1) авансовий платіж;
- 2) безвідзивний документарний акредитив;
- 3) документарне інкасо (з гарантією).

Для **імпортера**, зважаючи на їх вигідність, рекомендуються такі форми розрахунків:

- 1) платіж після отримання товарів (робіт, послуг);

- 2) документарне інкасо;
- 3) документарний акредитив.

А разі, якщо домовленості щодо авансових розрахунків досягти не вдалося, максимальне забезпечення платежів для експортера досягається при відкритті покупцем **безвідзивного документарного акредитива**. У зовнішньоекономічному контракті при цьому повинні бути відображені такі позиції:

1. Вказівка на те, що платежі за товари, поставлені в рахунок контракту, мають бути здійснені з безвідзивного документарного акредитива, відкритого за дорученням покупця на користь продавця банком — кореспондентом уповноваженого банку та авізованого останнім.

2. Вказівка, що акредитив відкривається відповідно до Уніфікованих правил і звичаїв для документарних акредитивів у редакції 1993 р.

3. Строки відкриття акредитива після дати повідомлення продавцем про те, що товар підготовлено до відвантаження.

4. Порядок відмови у відвантаженні товару у разі затримки з вини покупця або його банку відкриття акредитива.

5. Перелік документів, проти яких здійснюватимуться платежі за акредитивом в уповноваженому банку, зокрема:

- комерційний рахунок;
- комплект чистих бортових коносаментів або дублікат міжнародної авіаційної, автомобільної (CMR), залізничної накладної або поштової квитанції, що містить найменування одержувача вантажу, позначку про сплату фрахту і позначку перевізника про відправлення вантажу;
- страховий поліс чи сертифікат;
- інші документи.

6. Строки подання відповідних документів продавцем до уповноваженого банку.

7. Вказівка на те, яка сторона сплачує витрати, пов'язані з відкриттям, авізуванням, підтвердженням, подовженням терміну, зміною умов та виконанням акредитива.

З погляду імпортера **акредитив** є вимушеною формою розрахунків, що зумовлено дією таких чинників:

- у разі розрахунків за допомогою акредитивної форми в імпортера виникають додаткові банківські витрати;
- акредитив не дає стопроцентної гарантії, що поставка товарів (послуг) буде здійснена повністю відповідно до договору;
- імпортер повинен відволікати кошти з обороту на період резервування коштів у рамках відкриття акредитива.

Під час укладання договору (контракту) в інтересах покупця не слід допускати включення до договору умови про підтвердження закордонним банком акредитива, що відкривається українським банком. Окрім цього, по можливості рекомендується вимагати сплати продавцем усіх банківських витрат, включаючи витрати на території імпортера.

Якщо на ринку товарів є продавець (експортер), який погоджується здійснювати поставку з відстроченням платежу чи на основі використання документарного інкасо, то за інших рівних умов перевага віддається саме цьому постачальникові порівняно з тим, який вимагає відкриття акредитива.

За **документарного інкасо** банк бере на себе зобов'язання з одержання належної експортеру суми проти передачі документів, згідно із заздалегідь узгодженим переліком. На відміну від акредитивної форми розрахунків у разі використання документарного інкасо продавець відвантажує товар на користь покупця без здійснення ним попереднього резервування коштів на окремому рахунку. Одночасно продавець направляє всі необхідні для одержання товару документи разом з інкасовим дорученням своєму банку, який передає їх інкасуєчому (уповноваженому) банку.

У разі, якщо сторони досягли домовленості про розрахунки з використанням документарного інкасо, то у відповідному контракті слід відобразити такі позиції:

1. Перелік документів, проти яких здійснюватимуться платежі шляхом інкасо в уповноваженому банку, зокрема:

- комерційні рахунки;
- комплект чистих бортових коносаментів або дублікат міжнародної авіаційної, автомобільної (CMR), залізничної накладної або поштової квитанції, що містить найменування одержувача вантажу, позначку про сплату фрахту і позначку перевізника про відправлення вантажу;

- страхові поліси, сертифікати;

- інші документи.

2. Вказівка на те, що розрахунки за інкасо здійснюються в порядку, передбаченому Уніфікованими правилами з інкасо в редакції 1978 р., опублікованими Міжнародною торговельною палатою.

3. Сума платежу має бути переказана покупцем у повній відповідності з платіжними інструкціями, викладеними в інкасовому дорученні.

4. Вказівка на те, яка сторона сплачуватиме банківські витрати, пов'язані з виставленням та сплатою інкасо.

5. Санкції у разі затримки платежу за інкасо з боку покупця.

Покупець не може одержати відповідні документи на товари (а отже, і товар), не сплативши суму, зазначену в інкасовому дорученні, чи не акцептувавши вексель. Якщо імпортер не має у своєму розпорядженні валютних коштів для здійснення необхідних розрахунків, то документи можуть вручатися проти депонування відповідної еквівалентної суми у національній валюті. Під час розрахунків у формі документарного інкасо за товари, що поставляються на умовах короткотермінового комерційного кредиту, умовою забезпечення платежу можуть бути *банківські платіжні гарантії*.

На відміну від експортера, для **імпортера** (покупця) розрахунки з використанням документарного інкасо є прийнятнішими, ніж акредитивна форма. Імпортер під час укладання договору (контракту) повинен добиватися здійснення розрахунків у формі інкасо з платежем у конкретний термін (із зазначенням фіксованої кількості днів) після одержання документів уповноваженим банком або вручення документів проти акцептування векселя. В останньому випадку імпортер одержує товар до здійснення платежів: необхідні для розрахунків фінансові ресурси він може отримати оперативно, реалізуючи імпортований товар. Однак в експортера виникає додатковий ризик неплатежу, для зменшення якого він може вимагати, щоб відповідний вексель був авальований інкасуєчим або іншим першокласним банком. Завдяки цьому підвищується гарантія здійснення платежів та виникає можливість вдатися до форфейтингу.

Окрім того, вартість розрахунків за допомогою інкасо є меншою, ніж у разі відкриття акредитива.

10.3.3. Форфейтинг

Форфейтинг — це спосіб фінансування (кредитування) зовнішньоекономічних операцій, який полягає в купівлі в експортера експортних вимог форфейтером (комерційним банком чи спеціалізованою компанією) з виключенням права регресу (зворотної вимоги). Експортеру виплачується залишкова сума експортної вимоги за мінусом суми дисконту. Форфейтинг має багато спільного з «експортним факторингом». Однак факторинг вважається короткостроковим інструментом фінансування, а строк форфетування становить здебільшого від 180 днів до 5 років, тобто фор-

фейтинг можна трактувати як середньо- та довгостроковий спосіб кредитування зовнішньоекономічних операцій³.

На практиці форфейтинг як вид кредитування зовнішньоекономічних операцій може здійснюватися у формі викупу в *експортера векселів та інших боргових вимог, акцептованих імпортером*. Форфейтинг, як правило, здійснюється за участю банківської установи і розглядається як одна з форм трансформації комерційного кредиту в банківський. Схема здійснення операції форфейтингу може мати такий вигляд:

1. Укладення зовнішньоекономічного контракту, яким передбачено надання комерційного кредиту.

2. Поставка товарів.

3. В експортера виникає дебіторська заборгованість за експортним контрактом, яка може бути забезпечена авальованим векселем, банківською гарантією тощо.

4. Укладання договору форфейтингу, яким передбачено продаж (уступку) вимог форфейтеру.

5. Імпортер (боржник) і гарант підтверджують свою згоду сплатити борг на користь форфейтера.

6. Переоформлення дебіторської заборгованості на користь форфейтера з одночасною виплатою суми боргу (за мінусом суми дисконту) на користь експортера.

7. З настанням строків розрахунків імпортер сплачує суму боргу на користь форфейтера.

Продавцем вимог при форфейтингу може бути підприємство, яке виконало зобов'язання за контрактом і прагне рефінансувати дебіторську заборгованість. Предметом форфейтингу є здебільшого «першокласні» (забезпечені) вимоги, боржниками за якими є імпортери, що знаходяться в країнах з високим кредитним рейтингом. Як забезпечення виконання зазначених вимог можуть використовуватися банківські чи державні гарантії.

Договори форфейтування укладаються переважно в доларах США, євро, швейцарських франках. Враховуючи обмеження щодо строків розрахунків в іноземній валюті, які діють в Україні, обмежуються і можливості стимулювання експорту на основі надання комерційних позичок, а отже, звужуються рамки використання форфейтингу.

До основних переваг форфейтингу для експортера можна віднести такі:

³ *Pellengahr Ch.* Die Forfaitierung in der Praxis. — München: DG-Verlag, Wiesbaden / Bayerischer Raiffeisen- und Volksbanken-Verlag GmbH, 1995. — S. 13.

- зменшення кредитного ризику;
- мінімізація валютних ризиків;
- мінімізація ризику зміни процентних ставок;
- поліпшення ліквідності (платоспроможності).

На відміну від операції факторингу, вартість якої визначається за методикою контокорентного кредитування, вартість форфейтування включає комісійну винагороду та дисконт. Причому метод дисконтування застосовується не лише щодо вимог, оформлених векселем, а й стосовно інших боргів. Ставка дисконтування залежить від багатьох факторів: кредитоспроможності боржника, наявного кредитного забезпечення, строків погашення боргових зобов'язань, попиту та пропозиції на ринку форфейтингових послуг, середніх ставок на кредитному ринку.

Для визначення доцільності форфейтингу слід порівняти його вартість з вартістю альтернативних інструментів фінансування. При цьому здебільшого використовують метод ефективної ставки процента. За грамотної організації фінансової роботи на підприємстві фінансисти завчасно прогнозують можливість розрахунків за допомогою форфейтингу, оцінюють вартість певних послуг і включають відповідні затрати в ціну експортованих товарів.

10.4. МИТНЕ ОФОРМЛЕННЯ ТА ОПОДАТКУВАННЯ ЗОВНІШНЬОТОРГОВЕЛЬНИХ ОПЕРАЦІЙ

Митне регулювання — це регулювання питань, пов'язаних з установами мита і митних зборів, процедурами митного контролю зовнішньоекономічної діяльності та організацією діяльності органів митного контролю України. Митні правила, які включають порядок декларування товарів, сплати мит і митних зборів, надання митних пільг та інші умови проходження митного контролю, встановлюються законами України про митне регулювання, Єдиним митним тарифом України та міжнародними договорами.

Єдиний митний тариф України — це систематизований звід ставок мита, яким обкладаються товари та інші предмети, що ввозяться на митну територію України, вивозяться за межі цієї території або переміщуються транзитом. Ставки Єдиного митного тарифу є однаковими для всіх суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності незалежно від форм власності, організації господарської діяльності і територіального розташування, за винятком випадків, передбачених законами України та міжнародними дого-

ворами. Єдиним митним тарифом передбачено застосування таких видів мита:

- адвалерне, що нараховується у процентах до митної вартості товарів та інших предметів, які обкладаються митом;
- специфічне, що нараховується у встановленому грошовому розмірі на одиницю товарів та інших предметів, які обкладаються митом;
- комбіноване, що поєднує обидва ці види митного обкладення.

Переміщення через митний кордон України товарів та інших предметів підлягає *митному оформленню*. Суб'єкт зовнішньоекономічної діяльності у разі необхідності здійснювати митне оформлення будь-яких вантажів до моменту здійснення такого оформлення повинен звернутись до митного органу (вантажного відділу або митного поста) за місцем своєї державної реєстрації і *стати на облік*. Відсутність облікової картки суб'єкта зовнішньоекономічної діяльності є підставою для відмови у митному оформленні вантажів.

Порядок митного оформлення товарів працівниками митних органів такий:

1. Перевіряється наявність усіх документів, необхідних для митного оформлення товарів.

2. Перевіряється відповідність заповнення декларації вимогам, передбаченим у чинних нормативних актах, що регулюють порядок заповнення вантажної митної декларації.

3. Перевіряється правильність нарахування і сплати митних платежів і податків.

4. При перевірці правильності заповнення декларації використовуються відомості, що містяться в супровідних, транспортних, комерційних та інших документах, а також результати митного огляду.

5. По закінченні митного оформлення митний орган реєструє декларацію та додаткові аркуші і присвоює їй відповідний номер, який проставляється в декларації.

6. За результатами митного оформлення працівник митного органу проставляє штамп у декларації і засвідчує її особистою номерною печаткою.

Митне оформлення відбувається після декларування товарів і майна та їх пред'явлення декларантом або транспортною організацією до митного оформлення. Декларування товарів підприємствами здійснюється самостійно або на договірній основі через організації, визнані митницями як декларанти. Для митного оформлення товарів необхідні такі документи:

- декларація;
- належним чином посвідчені копії ліцензій;

- дозволи інших державних органів, якщо товари підлягають контролю цих органів;
- зовнішньоекономічні контракти;
- документи, що підтверджують внесення відповідних митних платежів;
- супровідні документи (транспортні накладні, рахунки-фактури тощо);
- інші документи, зазначені в декларації.

Основним документом, на підставі якого здійснюється митне оформлення експортно-імпортних операцій, є вантажна митна декларація (ВМД). **Вантажна митна декларація** — це заява, що містить відомості про товари та інші предмети і транспортні засоби та мету їх переміщення через митний кордон України або про зміну митного режиму щодо цих товарів, а також інформацію, необхідну для здійснення митного контролю, митного оформлення, митної статистики, нарахування митних платежів.

Випуск товарів і майна здійснюється митними органами після сплати сум усіх належних податків і митних платежів. До таких податків та платежів належать:

- плата за проведення митних процедур (митне оформлення товарів, які переміщуються через митний кордон України, а також за перебування їх під митним контролем);
- мито (відповідно до Єдиного митного тарифу України);
- акцизний збір (у випадках, передбачених чинним законодавством);
- податок на додану вартість (у випадках, передбачених чинним законодавством).

Основою нарахування податків і платежів, які сплачуються в процесі митного оформлення вантажів, є:

- ◆ при нарахуванні митних зборів — загальна митна вартість товару;
- ◆ при нарахуванні мита — митна вартість товару чи кількість товару (залежно від виду основи для нарахування мита);
- ◆ при нарахуванні акцизного збору — митна вартість товару з урахуванням сум митних зборів і мита або кількості товару (залежно від методу нарахування акцизного збору);
- ◆ при нарахуванні податку на додану вартість — митна вартість товару з урахуванням сум митних зборів, мита та акцизного збору.

Плата за проведення митних процедур при ввезенні в Україну або вивезенні з України товарів справляється в розмірі 0,15 % загальної вартості цих товарів, визначеної відповідно до Інструкції

про заповнення вантажної митної декларації. Документом, який є підставою для внесення плати за проведення митних процедур, є вантажна митна декларація або її копія.

За заявою декларанта та у разі наявності гарантії банку митниця має право надати відстрочення або розстрочення сплати митних зборів на строк, що не перевищує одного місяця. При несплаті рахунку в термін, зазначений митним органом, сума митних платежів стягується у безспірному порядку.

Нарахування митних зборів, мита на товари та інші предмети, що підлягають митному обкладенню, провадиться на базі їх *митної вартості*, тобто ціни, яка фактично сплачена або підлягає сплаті за них на момент перетину митного кордону України. При визначенні митної вартості до неї включаються ціна товару, зазначена в рахунку-фактурі, а також фактичні витрати, якщо їх не включено до рахунку-фактури:

- на транспортування, навантаження, розвантаження, перевантаження та страхування до пункту перетину митного кордону України;
- комісійні та брокерські;
- плата за використання об'єктів інтелектуальної власності, що належить до даних товарів та інших предметів і яка повинна бути оплачена імпортером (експортером) прямо чи опосередковано як умова їх ввезення (вивезення).

При ввезенні товарів на митну територію України їх митна вартість визначається за фактурною вартістю до бази цін CIF-український порт, CIP-пункт призначення на кордоні України, CPT-пункт призначення на кордоні України чи DAF-кордон України. Для випадків, коли умовами поставки передбачено пункт призначення, який знаходиться на митній території України (наприклад, CIP-Київ, DDP-Львів), з фактурної вартості відраховуються витрати, які матимуть місце з моменту перетину митного кордону України.

При вивезенні товарів з митної території України їх митна вартість приводиться за фактурною вартістю до бази цін FOB-український порт, DAF-кордон України (пункт призначення на митному кордоні України) або CIP-пункт призначення на митному кордоні України. Для випадків, коли умовами поставки передбачено пункт поставки (призначення), який розташований за межами митної території України (наприклад, CIF-Лондон, DAF-польсько-німецький кордон), з фактурної вартості відраховуються витрати, які матимуть місце з моменту перетину митного кордону України.

ТЕСТИ

Тест 1. До основних форм зустрічної торгівлі між резидентами та нерезидентами можна віднести:

- 1) бартерні операції;
- 2) інкасо;
- 3) промислова кооперація;
- 4) консигнація;
- 5) форфейтинг.

Тест 2. Основні ризики при здійсненні підприємствами зовнішньоекономічних операцій можна класифікувати таким чином:

- 1)
- 2)
- 3)
- 4)
- 5)

Тест 3. Правила ІНКОТЕРМС характеризують:

- 1) правила здійснення розрахунків у сфері зовнішньоекономічної діяльності;
- 2) міжнародні правила інтерпретації комерційних термінів;
- 3) основні ризики у сфері зовнішньоекономічної діяльності;
- 4) правила митного оформлення товарів;
- 5) правила заповнення митної декларації.

Тест 4. Санкції за несвоєчасне повернення валютної виручки за відсутності відповідної ліцензії застосовуються, якщо підприємство не одержало виручку протягом...

- 1) 30 днів з дня відвантаження товару та оформлення вивізної митної декларації;
- 2) 50 днів;
- 3) 60 днів;
- 4) 90 днів;
- 5) 100 днів.

Тест 5. У практиці фінансової діяльності підприємств використовують такі основні способи здійснення розрахунків у рамках зовнішньоекономічних операцій:

- 1) факторинг;
- 2) документарний акредитив;
- 3) пластикові картки;
- 4) документарне інкасо;
- 5) кредитні картки.

Розділ 11

ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛІНГ

Сутність, необхідність та основні завдання фінансового контролінгу. Зміст та функції фінансового контролінгу. Стратегічний та оперативний фінансовий контролінг. Монетарні та немонетарні фінансові цілі.

Координація як центральна функція контролінгу. Внутрішній аудит, консалтинг та методологічне забезпечення в системі функцій контролінгу.

Система раннього попередження та реагування: основні завдання та порядок організації. Дискримінантний аналіз: однофакторний і багатфакторний.

Методи контролінгу. Вартісний аналіз. Портфельний аналіз та сфера його застосування. Бенчмаркінг та його зміст. АВС-аналіз і порядок його використання. Аналіз сильних і слабких місць. Аналіз точки безбитковості. Метод директ-костінг.

Методи фінансового прогнозування. Суб'єктивні (експертні) методи визначення прогнозних показників. Каузальне прогнозування. Методи екстраполяції.

11.1. СУТНІСТЬ, НЕОБХІДНІСТЬ ТА ОСНОВНІ ЗАВДАННЯ ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛІНГУ

Однією з причин виникнення кризової ситуації на багатьох українських підприємствах є низький рівень менеджменту. Саме некваліфіковані та помилкові дії керівництва привели велику кількість суб'єктів господарювання на межу банкрутства. *Істотним фактором, який зумовлює прийняття неправильних управлінських рішень, є відсутність на вітчизняних підприємствах ефективної системи контролінгу.*

Поняття «контролінг» походить від англійського «to control», яке в економічному розумінні означає управління, спостереження, контроль.

У деяких літературних джерелах під поняттям «контролінг» розуміють виключно контроль або управлінський облік (*managerial accounting*). Таке тлумачення контролінгу є неповним, оскільки і контроль, і управлінський облік є лише окремими функціями контролінгу.

Контролінг як система підтримки управлінських рішень був уперше запроваджений на підприємствах у США наприкінці ХІХ — на початку ХХ століття. Спочатку контролінг був сконцентрований переважно на фінансових питаннях (фінансовий контролінг) і розг-

лядався виключно як функціональний блок фінансового менеджменту. З часом сфера компетенцій контролера поступово поширювалася на маркетинг, постачання, виробництво. У континентальній Європі контролінг активно почав впроваджуватися починаючи з 70-х років ХХ ст. Сьогодні служби контролінгу функціонують практично на всіх великих та на більшості середніх підприємств.

Більшість фахівців з управління підприємством під контролінгом розуміють функціональну систему планування, контролю, аналізу відхилень, координації, внутрішнього консалтингу та загальної інформаційного забезпечення керівництва підприємством. *Інакше кажучи, **контролінг** — це спеціальна саморегулююча система методів та інструментів, яка спрямована на функціональну підтримку менеджменту підприємства і включає інформаційне забезпечення, планування, координацію, контроль і внутрішній консалтинг.*

Підкреслимо, що служби контролінгу безпосередньо не приймають рішення, а здійснюють їх підготовку, функціональну та інформаційну підтримку і контроль за реалізацією. Інформаційне забезпечення менеджменту повинно здійснюватись у зрозумілій для користувачів формі. З цією метою відповідна інформація спочатку обробляється, узагальнюється, аналізується і подається користувачам у формі рапортів, звітів, доповідних записок, резюме, рекомендацій, прогнозів тощо.

На практиці розрізняють різні напрями (сектори) контролінгу: фінансовий контролінг, контролінг збуту, дивізіональний контролінг, контролінг виробництва та закупівель тощо. В цьому розділі висвітлюються основні питання, пов'язані з організацією та функціонуванням ***фінансового контролінгу***, хоча більшість методів та інструментів, які будуть охарактеризовані, є універсальними і можуть бути використані в інших секторах контролінгу.

Існує кілька підходів до визначення місця контролінгу в організаційній структурі підприємства. Головна різниця між ними полягає в характері підпорядкованості служби контролінгу: безпосередньо директору підприємства чи фінансовому директору. Враховуючи коло функцій і завдань, які виконує контролінг, на нашу думку, відділ контролінгу повинен бути включений у структуру фінансово-економічних служб підприємства, які підпорядковуються фінансовому директору¹. В Європі до-

¹ Існують варіанти організації контролінгу, за якими фінансист відповідає за управління фінансовими ресурсами, а контролер забезпечує бухгалтерський облік і фінансове планування. При цьому контролер повинен займатися середньо- і довгостроковим фінансовим плануванням і плануванням ліквідності, а казначей (*treasurer*) — короткостроковим плануванням ліквідності в межах управління грошовими потоками, а також забезпеченням підприємства капіталом, а в певних випадках — фінансуванням договорів.

силь часто керівник фінансово-економічного відділу, в компетенції якого перебувають фінанси, бухгалтерія, виробничий облік і калькулювання, виконує одночасно функції контролера і фінансиста. На американських же фірмах ці функції, як правило, розділені².

Фінансовий контролінг зорієнтований на функціональну підтримку фінансового менеджменту, що визначає його зміст та основні завдання. Провідною метою фінансового контролінгу є орієнтація управлінського процесу на максимізацію прибутку та вартості капіталу власників при мінімізації ризику і збереженні ліквідності та платоспроможності підприємства. Для досягнення цієї мети фінансовий контролінг (контролер) вирішує цілий ряд функціональних завдань. Каталог цих завдань наведено у табл. 11.1.

У класичному розумінні головним завданням діяльності контролера на американських підприємствах є управління прибутком за допомогою бюджетування³.

Для розуміння сутності контролінгу та його місця в організації ефективного фінансового управління підприємством наведемо витяг з річного звіту одного з крупних підприємств Німеччини VEBA AG за 1995 р.

Система контролінгу, орієнтована на максимізацію вартості на VEBA AG. *З метою приведення у відповідність організації менеджменту підприємства до вимог ринку капіталів на підприємстві, починаючи з 1993 р., була впроваджена вартісно орієнтована система контролінгу, яка постійно вдосконалюється. Система контролінгу підсилює вартісні орієнтири керівництва підприємством через:*

- 1) *чітку сегментацію сфер діяльності підприємства (центрів прибутковості та затрат);*
- 2) *систематичний аналіз конкурентоспроможності та ринкової інформації;*
- 3) *завершений цикл планування, який включає річне бюджетування, інвестиційне, середньострокове та стратегічне планування;*
- 4) *стандартизовану систему звітності, в т. ч. в розрізі окремих структурних підрозділів;*
- 5) *розрахунок та аналіз вартісних показників.*

² Дайле А. Практика контроллинга: Пер. с нем. / Под ред. М. Л. Лукашевича, Е. Н. Тихоненковой. — М.: Финансы и статистика, 2001. — С. 271.

³ Horvath P. Controlling. — München: Vahlen, 1979. — S. 447.

КАТАЛОГ ФУНКЦІЙ І ЗАВДАНЬ ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛЕРА

Функції	Завдання
1. Координація	<ul style="list-style-type: none"> • Регулювання інформаційних потоків • Координація процесу планування
2. Фінансова стратегія	<ul style="list-style-type: none"> • Активна участь у розробці фінансової стратегії підприємства та координація роботи з планування фінансово-господарської діяльності • «Продаж» цілей і планів • Вироблення пропозицій щодо адаптації організаційної структури підприємства до обраної стратегії розвитку
3. Планування та бюджетування	<ul style="list-style-type: none"> • Розробка та постійне вдосконалення внутрішньої методики прогнозування та бюджетування • Забезпечення процесу бюджетування • Участь у розробці інвестиційних та інших бюджетів
4. Бюджетний контроль	<ul style="list-style-type: none"> • Внутрішній (управлінський) облік = <i>managerial accounting</i> • Участь у складанні річних, квартальних і місячних звітів • Аналіз відхилень фактичних показників діяльності від запланованих • Забезпечення постійного аналізу та контролю ризиків у фінансово-господарській діяльності, а також розробка заходів щодо їх нейтралізації • Виявлення та ліквідація вузьких місць на підприємстві • Своєчасне реагування на появу нових можливостей (виявлення та розвиток сильних сторін) • Підготовка звіту про виконання бюджетів і розробка пропозицій щодо коригування планів і діяльності (рапортування)
5. Внутрішній консалтинг та методологічне забезпечення	<ul style="list-style-type: none"> • Розробка методичного забезпечення діяльності окремих структурних підрозділів • Надання консультацій і рекомендацій керівництву підприємства та структурним підрозділам у процесі розробки фінансової стратегії, планування, розробки і впровадження нових продуктів, процесів, систем
6. Внутрішній аудит та ревізія	<ul style="list-style-type: none"> • Забезпечення постійного контролю за дотриманням співробітниками встановленого документообороту, процедур проведення операцій, функцій і повноважень згідно з покладеними на них обов'язками • Проведення внутрішнього аудиту та координація власної діяльності з діями незалежних аудиторських фірм при проведенні зовнішнього аудиту підприємства • Забезпечення збереження майна підприємства

Найважливішими цільовими показниками концепції контролінгу є рентабельність капіталу (ROI) та Cash-flow. У рамках системи контролінгу починаючи з 1995 р. на підприємстві в розрізі окремих полів діяльності розраховується вартість капіталу (власного та позикового). Порівняння вартості капіталу із рентабельністю окремих полів бізнесу показує, які з них отримали додаткову вартість, а які зменшили. Центри прибутковості, що є санаційно неспроможними, недоцільно підтримувати⁴.

Реалізація покладених на фінансовий контролінг завдань досягається в ході виконання службами контролінгу своїх функцій та використання специфічних методів. Залежно від виконуваних функцій і методологічної підтримки фінансовий контролінг поділяють на стратегічний та оперативний. У наступних параграфах розкривається зміст різних видів контролінгу, основних його функцій і методів.

11.2. СТРАТЕГІЧНИЙ ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛІНГ

Фінансові проблеми, які виникають у суб'єктів господарювання, досить часто зумовлені відсутністю у керівництва чітких стратегічних цілей розвитку, довгострокових фінансових планів та нерозумінням місії суб'єкта господарювання. Як наслідок, у підприємства виникають складнощі з визначенням потреби в капіталі та інших видах ресурсів, потужності незавантаженої, кошти заморожуються в неліквідних запасах, дебіторській заборгованості, окремі сектори діяльності виявляються збитковими тощо. Для уникнення (чи нейтралізації) проблем стратегічного характеру на підприємстві слід запровадити механізми стратегічного контролінгу.

Під стратегічним фінансовим контролінгом розуміють комплекс функціональних завдань, інструментів і методів довгострокового (три і більше років) управління фінансами, вартістю та ризиками⁵. Вважається, що часовий горизонт стратегічного контролінгу необмежений.

У рамках стратегічного фінансового контролінгу зусилля фінансових служб підприємств концентруються на виконанні таких основних завдань:

- визначення стратегічних напрямів діяльності підприємства;
- визначення стратегічних факторів успіху;

⁴ Finanz-Controlling: Finanzplanung und- Kontrolle, Controlling zur finanziellen Unternehmensführung / Von G. Mensch. — München; Wien: Oldenburg, 2001.

⁵ Volkart R. Strategische Finanzpolitik. — S. 40.

- визначення стратегічних цілей і розробка фінансової стратегії підприємства;
- впровадження дійової системи раннього попередження та реагування (перманентний аналіз шансів і ризиків, сильних та слабких сторін);
- визначення горизонтів планування;
- довгострокове фінансове планування: планування прибутків та збитків, *Cash-flow*, балансу, основних фінансових показників;
- довгострокове управління вартістю підприємства та прибутками його власників;
- забезпечення інтеграції довгострокових стратегічних цілей та оперативних завдань, які ставляться перед окремими працівниками та структурними підрозділами.

Найважливішим завданням стратегічного контролінгу є забезпечення життєздатності підприємства в довгостроковому періоді на основі управління існуючим потенціалом та створення додаткових факторів успіху. Наявний у підприємства потенціал розвитку визначається такими основними факторами:

- фінансове забезпечення та можливості залучення додаткового капіталу;
- наявність кваліфікованого персоналу;
- наявність надійних і дешевих джерел постачання сировини та матеріалів;
- наявність ринків збуту продукції;
- виробничий потенціал;
- ефективна організаційна структура;
- висока якість менеджменту.

До основних інструментів стратегічного контролінгу належать аналіз сильних і слабких сторін, побудова стратегічного балансу, портфельний аналіз, організаційний аналіз, функціонально-вартісний аналіз, модель життєвого циклу, система раннього попередження та реагування, дискримінантний аналіз, аналіз *shareholder-value*, *Balanced-Scorecard*, бенчмаркінг та ряд інших.

Практика показує, що успішна фінансово-господарська діяльність підприємства залежить приблизно на 70 % від стратегічної спрямованості, майже на 20 % — від ефективності оперативного управління і майже на 10 % від якості виконання поточних завдань. У цілому **стратегія** — це визначення основних довгострокових цілей та завдань підприємства, прийняття

курсу дій і розподілу ресурсів, необхідних для досягнення поставлених цілей⁶. Ефективність стратегії визначається величиною розриву між стратегічними цілями та реальними можливостями підприємства.

Найважливішою формою прояву стратегічного фінансового контролінгу є система стратегічного (довгострокового) планування. Стратегічний план повинен враховувати результати аналізу сильних і слабких сторін підприємства, вимоги партнерів по ринку та інтереси власників. Підкреслимо, що розробка стратегічного плану є результатом спільних дискусій керівництва і провідних менеджерів підприємства. Контролер при цьому відіграє активізуючу роль і виступає модератором та синтезатором процесу.

У плані фіксуються цілі, яких підприємство прагне досягти в довгостроковому періоді. Ці цілі можуть мати немонетарний (якісні цілі) або монетарний вигляд. Класифікація фінансових цілей підприємства з погляду німецьких фінансистів наведена на рис. 11.1⁷. Як бачимо, діяльність підприємства може бути зорієнтована на максимізацію прибутковості та рентабельності, досягнення певного рівня показників Cash-flow, забезпечення стабільної ліквідності та платоспроможності. В останні роки як у США, так і Західній Європі, під впливом концепції *Shareholder-Value* А. Раппапорта значною мірою змінюються пріоритети діяльності менеджменту підприємств. Це зумовлено тим, що дедалі частіше власники підприємств не згодні бути сторонніми спостерігачами в процесі управління їх власністю. Вони вимагають від керівництва насамперед приросту вартості, яка їм належить. Саме тому поряд з традиційними цільовими орієнтирами стратегічного фінансового контролінгу (зростання обсягів реалізації, прибутків, підвищення рентабельності) сьогодні власники вимагають планування показників, які характеризують зростання вартості підприємства, а отже, корпоративних прав, які їм належать.

У разі неможливості точного прогнозування монетарних показників у планах можна фіксувати прогнозовані їх межі, наприклад планова рентабельність власного капіталу в межах від 12 до 14 %.

⁶ Finanz-Controlling: Finanzplanung und- Kontrolle, Controlling zur finanziellen Unternehmensführung / Von G. Mensch. — München; Wien: Oldenburg, 2001. — S. 379.

⁷ За: Eilenberg G. Betriebliche Finanzwirtschaft: Einfuehrung in Investition und Finanzierung, Finanzpolitik und Finanzmanagement von Unternehmungen. 6. Aufl. — München, Wien: Oldenburg, 1997. — S. 42.

- Підвищення кредитоспроможності та інвестиційної привабливості підприємства;
- Вдосконалення системи фінансових відносин підприємства: з банками, постачальниками, споживачами, податковими органами тощо;
- Поліпшення репутації підприємства як надійного фінансового партнера;
- Дотримання правил фінансування підприємства

Немонетарні цілі

**ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНІ ЦІЛІ
ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА**

Монетарні цілі

Орієнтовані на прибуток і рентабельність

- досягнення визначених темпів зростання прибутку;
- досягнення певного рівня реалізації;
- досягнення певного рівня рентабельності активів;
- досягнення певного рівня рентабельності власного капіталу;
- досягнення певного рівня чистого прибутку;
- досягнення певного рівня рентабельності продажу

Орієнтовані на Cash-flow

- досягнення певного рівня операційного *Cash-flow*;
- забезпечення необхідного в окремих періодах FCF;
- забезпечення певного співвідношення *Cash-flow* та власного капіталу;
- досягнення визначеного рівня чистої *Cash-flow* маржі;
- забезпечення певного рівня *Cash-flow*, приведенного до теперішньої вартості

Орієнтовані на ліквідність

- дотримання критеріїв фінансової рівноваги;
- досягнення певного рівня робочого капіталу та показника покриття;
- забезпечення стабільної платоспроможності;
- формування певного стабільного обсягу ліквідних резервів

Орієнтовані на зростання вартості підприємства та корпоративних прав

- досягнення певного рівня балансової вартості активів підприємства;
- досягнення певного рівня власного капіталу;
- забезпечення визначеного обсягу прихованих резервів;
- забезпечення певного рівня ринкової вартості корпоративних прав;
- забезпечення певного рівня дивідендів

Рис. 11.1. Приклад класифікації фінансово-економічних цілей підприємства

Багато підприємств стикаються з проблемою відсутності логічного поєднання стратегічних цілей та оперативних завдань, які виконуються окремими працівниками і структурними підрозділами. Довгострокове стратегічне планування та короткострокове річне бюджетування досить часто розглядаються як два паралельні, навіть дещо автономні процеси. Під час контролю головна увага зосереджується на дотриманні бюджетних показників без прив'язки їх до стратегічних цілей, що ставить під загрозу їх досягнення. З іншого боку, виявляється, що для реалізації певних оперативних завдань відсутні необхідні ресурси або їх бюджет надто дефіцитний. Особливо розбалансованим є досягнення немонетарних цілей. Для подолання такого роду слабких місць в сучасному контролінгу рекомендується впроваджувати в конкретні оперативні заходи спеціальний *інструментарій забезпечення трансформації стратегічних цілей, який прийнято позначати як Balanced-Scorecard*. Взаємоузгодженість окремих цільових показників стратегічного та оперативного контролінгу досягається в результаті побудови інтегрованої системи довгострокового та оперативного планування. Структурно-логічна схема планування в рамках системи контролінгу наведена на рис. 11.2.

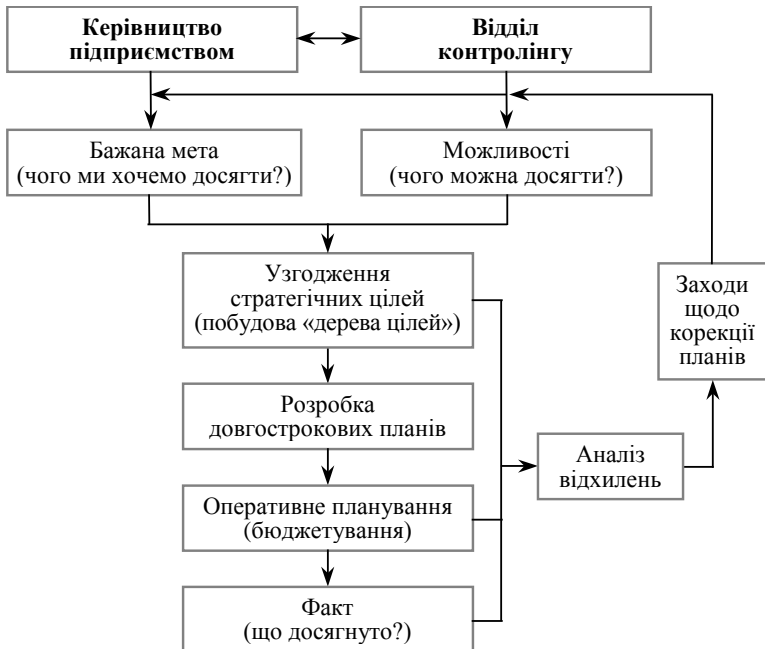


Рис. 11.2. Порядок планування в рамках системи контролінгу

Необхідною передумовою успішного стратегічного контролінгу є висококласний бухгалтерський, фінансовий та управлінський облік. До основних сфер контролю та аналізу відхилень у контексті стратегічного контролінгу належать:

- стратегічні цілі (як монетарні, так і немонетарні);
- зовнішні чинники, покладені в основу довгострокового планування;
- внутрішні вузькі місця стратегічного характеру.

Система стратегічного планування може бути побудована не лише на рівні окремого підприємства, а й на консолідованій основі — на рівні концерну. На великих підприємствах завдання, які належать до компетенції стратегічного контролінгу, досить часто вирішує спеціально створений відділ стратегічного планування. Поряд із стратегічним плануванням вирішальне значення для організації ефективного стратегічного контролінгу має система раннього попередження та реагування, про що йтиметься далі.

11.3. ОПЕРАТИВНИЙ ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛІНГ

Базовими складовими оперативного фінансового контролінгу є система річних бюджетів і бюджетний контроль. У разі необхідності бюджети можуть складатися з розбивкою по кварталах, місяцях, декадах і навіть днях.

Головною метою оперативного фінансового контролінгу є організація системи управління досягненням поточних (короткострокових) фінансових цілей підприємства. Такі цілі можуть знаходити свій вираз у показниках виручки від реалізації, прибутку, постійних і змінних витрат, рентабельності капіталу тощо. Цільові показники оперативного контролінгу повинні корелювати з монетарними та немонетарними цілями, визначеними в рамках стратегічного контролінгу. Приклад системи інтегрованих цільових показників монетарного характеру, які розраховуються в рамках оперативного фінансового контролінгу провідними західноєвропейськими підприємствами, наведено в табл. 11.2.

Цілком зрозуміло, що планування без дійового контролю за ходом виконання планів не має сенсу. З іншого боку, контроль без планування теж неможливий. Контроль — це невід’ємна складова та умова планування. Без синтезу планування і контролю існує велика ймовірність неправильної оцінки можливих фінансових ризиків і, як наслідок — помилкові, запізнілі або нескоординовані управлінські рішення і дії. *Взаємозв’язок бюджетування та*

Таблиця 11.2

**БЮДЖЕТ ОСНОВНИХ ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНИХ
ПОКАЗНИКІВ МОНЕТАРНОГО ХАРАКТЕРУ**

Показники	Квартал			
	I	II	III	IV
Обсяг реалізації, шт.				
Залишок готової продукції на складі на початок періоду				
Обсяг виробництва (виробнича собівартість)				
Залишок готової продукції на складі на кінець періоду				
Кількість зайнятих працівників, осіб				
Чиста виручка від реалізації, тис. грн				
Змінні витрати, тис. грн				
Сума покриття, тис. грн у % до чистої виручки				
Постійні витрати, тис. грн				
Інші операційні витрати, тис. грн				
Фінансові результати від операційної діяльності, тис. грн у % до чистої виручки				
Фінансові доходи (збитки), тис. грн				
Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування, тис. грн у % до чистої виручки				
Чистий прибуток, тис. грн у % до чистої виручки				
Cash-flow від операційної діяльності, тис. грн				
Cash-flow від інвестиційної діяльності, тис. грн				
Free Cash-flow, тис. грн				
Cash-flow від фінансової діяльності, тис. грн				
Залишок грошових коштів на кінець періоду, тис. грн				
Виробничі запаси, тис. грн				
Дебіторська заборгованість, тис. грн				
Частка власного капіталу, %				
Показник покриття (<i>Current Ratio</i>)				
ROI % (відношення чистого прибутку до інвестовано- го капіталу)				
ROE % (відношення чистого прибутку до власного капіталу)				

бюджетного контролю характеризує основний зміст оперативного контролінгу, який, власне, полягає в систематичному порівнянні фактичних показників діяльності підприємства із запланованими та подальшому аналізі відхилень.

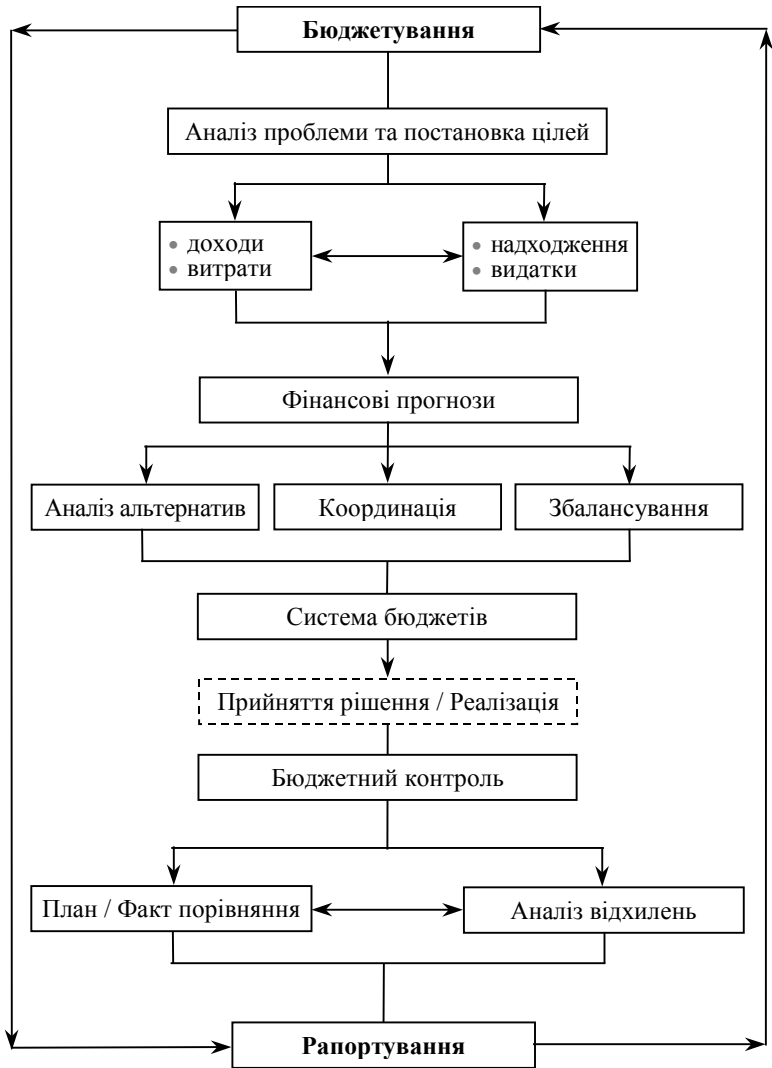


Рис. 11.3. Бюджетування, рапортування і контроль у системі оперативного контролінгу

Коло завдань, які належать до компетенцій бюджетного контролю, включає управлінський облік, аналіз відхилень, а також рапортування. В оперативних звітах (рапортах) інтерпретуються результати виконання бюджетів, наводиться оцінка основних фінансових показників, а також формулюються пропозиції, які випливають з аналізу відхилень. Взаємозв'язок бюджетування, бюджетного контролю та рапортування у рамках оперативного фінансового контролінгу наведено на рис. 11.3.

Контроль складає базу для виявлення причин відхилень і визначення слабких місць на підприємстві.

Завдяки рапортуванню забезпечується зворотний інформаційний зв'язок (*Feed-Back-Information*) між контролінгом і відповідними носіями рішень. За нормальної господарської діяльності рапорти про результати бюджетного контролю подаються керівництву щомісяця. На основі вивчення отриманих рапортів менеджмент вживає оперативних заходів щодо коригування цільових і бюджетних показників, а також підвищення ефективності виконання діяльності. Важливим завданням контролінгу в цьому зв'язку є розробка системи мотиваційних стимулів для досягнення поточних цілей. Детальніше система бюджетування та бюджетного контролю на підприємстві описується в розд. 12.

Оперативний фінансовий контролінг (на відміну від стратегічного) спирається переважно на внутрішні джерела інформації, зокрема дані рахунків прибутків і збитків, руху грошових коштів тощо. Основна увага при цьому концентрується на дослідженні таких співвідношень, як «доходи—затрати» та «грошові надходження—грошові видатки», у той час як стратегічний контролінг зорієнтований на аналіз шансів і ризиків, сильних і слабких сторін.

Важливим елементом оперативного контролінгу є *внутрішній консалтинг* та методологічне забезпечення. Фінансового контролера досить часто називають також *радником топ-менеджменту з фінансово-економічних питань та його інформаційним партнером*. При виконанні цієї функції служби контролінгу здійснюють консультування менеджменту підприємства, керівників структурних підрозділів, окремих стратегічних одиниць з питань оптимізації досягнення поставлених цілей та вирішення поточних проблем. *Консультаційні послуги можуть надаватися також під час проведення внутрішнього аудиту або у разі виявлення певних недоліків чи резервів*. У рамках даного функціонального блоку контролінг займається розробкою внутрішніх інструкцій, методик, рекомендацій на замовлення менеджменту та окремих структурних підрозділів.

11.4. КООРДИНАЦІЯ ЯК ЦЕНТРАЛЬНА ФУНКЦІЯ КОНТРОЛІНГУ

Багато економістів головне завдання контролінгу вбачають у координації різних функціональних блоків на підприємстві, зокрема окремих ланок системи управління. Необхідність функції координації впливає з розділення системи управління на складові: організація, система планування та контролю, інформаційна система, система управління персоналом, система цілей і принципів управління.

Проблематика дефіциту координації досить часто проявляється за децентралізованого прийняття фінансових рішень і у разі якщо ці рішення є взаємозалежними, що означає: результати діяльності (досягнення поставлених цілей) одного носія рішень залежать від інших децентралізованих носіїв рішень, і навпаки.

Виконуючи функцію координації, контролінг сприяє побудові «дерева цілей», які ставляться перед підприємством. *«Дерево цілей»* — це графічне зображення підпорядкованості та взаємозв'язку цілей, що демонструє розподіл (декомпозицію) генеральної мети на підцілі та окремі завдання⁸. Розрізняють вертикальну та горизонтальну координацію цілей: горизонтальна спрямована на узгодження різних видів діяльності, якими займається підприємство; вертикальна — на координацію діяльності різних підрозділів, які забезпечують виробництво одного виду продукції (товарів, робіт, послуг).

Особливого прояву функція координації набуває в процесі планування фінансово-господарської діяльності підприємства. Йдеться про необхідність:

- а) узгодження дерева цілей з наявними у підприємства ресурсами;
- б) узгодження довгострокових планів з визначеними цілями і стратегією розвитку підприємства;
- в) приведення у відповідність оперативного планування з довгостроковими планами;
- г) координації окремих планів підприємства і зведення їх в єдиний план;
- г) координації функції контролю та планування;
- д) координації системи забезпечення інформації з інформаційними потребами підприємства, які виникають у ході аналізу та планування;

⁸ Шериньова З. Є., Оборська С. В. Стратегічне управління. — К.: КНЕУ, 1999. — С. 108.

е) узгодження організаційної структури підприємства з виробничими потребами;

е) координація фінансових і виробничих потужностей підприємства.

Отже, координація забезпечує організацію ефективнішого використання всіх видів ресурсів (фінансових, трудових, виробничих), якими володіє підприємство. Найважливішими інструментами тут виступають стратегічне, довгострокове планування та бюджетування.

11.5. ВНУТРІШНІЙ АУДИТ (РЕВІЗІЯ) В СИСТЕМІ ФУНКЦІЙ КОНТРОЛІНГУ

До сфери функціональних компетенцій контролінгу, як правило, належить внутрішній аудит (ревізія)⁹ — сукупність процедур щодо перевірки відповідності фактичного стану об'єкта аудиту нормативному (тому, що повинен бути). Служба внутрішнього аудиту є органом оперативного контролю виконавчих органів підприємства.

До основних завдань внутрішнього аудиту (ревізії) належать:

- встановлення ефективності виконання цільових установок керівництва підприємства;
- виявлення недоліків у системі інформаційного забезпечення менеджменту;
- своєчасне виявлення порушень і недоліків у діяльності структурних підрозділів (стратегічних бізнес-одиниць), опрацювання оптимальних рішень щодо ліквідації та усунення причин виникнення цих недоліків;
- перевірка якості виконання функціональних обов'язків персоналу, дотримання внутрішніх і зовнішніх інструкцій при здійсненні фінансово-господарської діяльності;
- перевірка відповідності фактичного стану майна (в натуральному та вартісному виразі) даним бухгалтерського обліку;
- встановлення відповідності фактичних затрат їх нормативним значенням;
- перевірка виконання вимог з ефективного управління ризиками;

⁹ Щодо включення внутрішньої ревізії до компетенцій контролінгу серед економістів немає однозначності. На сьогоднішній день згідно з американською концепцією контролінгу внутрішня ревізія є невід'ємною складовою контролінгу. На відміну від цього на більшості німецьких підприємств ревізія організаційно відокремлена від контролінгу.

- налагодження і підтримка взаємодії із зовнішніми аудиторами та контролюючими органами;
- вироблення рекомендацій щодо усунення виявлених у ході аудиту недоліків та мобілізації наявних резервів.

Отже, внутрішній аудит здійснює перевірку не лише рівня дотримання фінансового та податкового обліку нормативним вимогам, а й якість виконання планів і рекомендацій контролера відповідними службами. Фінансиста цікавить насамперед внутрішній фінансовий аудит.

До типових **об'єктів фінансового аудиту** можна віднести:

- річну фінансову звітність;
- фінансове планування (бюджетування);
- фінансування, вартість капіталу;
- грошові розрахунки;
- калькулювання затрат і цін;
- інвентаризацію.

Для належного виконання покладених на службу внутрішнього аудиту завдань і функцій необхідно керуватися такими **принципами**:

- ◆ *незалежність*: служба внутрішнього аудиту має бути незалежною від діяльності підрозділів, які вона перевіряє;
- ◆ *професійна майстерність*: аудиторські перевірки мають бути виконані на високому професійному рівні;
- ◆ *доказовість*: висновки аудитора повинні базуватися на основі документальних підтверджень здійснення того чи іншого господарського факту;
- ◆ *чіткий вираз думки*: аудиторський висновок має бути максимально точним і стислим.

Служба контролінгу при проведенні внутрішнього аудиту має право:

- отримувати усно або письмово від керівників підрозділу, який перевіряється, необхідні документи, пояснення, а також інші матеріали, пов'язані з об'єктом перевірки;
- визначати відповідність дій і операцій, що здійснюються співробітниками, вимогам чинного законодавства, рішенням керівних органів підприємства;
- перевіряти розрахункові документи, контракти, фінансову й управлінську звітність, іншу документацію, а у разі необхідності наявність готівки, майна та інших цінностей;
- залучати у разі необхідності співробітників інших структурних підрозділів для виконання поставлених перед службою внутрішнього аудиту завдань;

- мати безперешкодний доступ до підрозділу, що перевіряється, а також у приміщення, що використовуються для зберігання документів, готівки та коштовностей, отримувати інформацію, яка зберігається на магнітних носіях;

- при виявленні грубих порушень чинного законодавства, внутрішніх інструкцій, випадків розкрадань, допущених працівниками підприємства, рекомендувати керівництву усунення їх від виконання службових обов'язків.

Результати внутрішнього аудиту мають знайти відображення в аудиторському висновку, де викладаються виявлені недоліки, порушення та зловживання, а також невикористані резерви. Увага акцентується на позитивному досвіді роботи підрозділу (центру затрат), який можливо використати іншими стратегічними одиницями. Необхідно також викласти причини, що зумовили порушення і зловживання, та надати свої пропозиції щодо вжиття заходів по їх усуненню.

Важливим засобом створення ефективної системи внутрішнього контролю на підприємстві є підтримка взаємовідносин та обмін інформацією між зовнішніми і внутрішніми аудиторами. Встановлення тісних контактів між службою внутрішнього аудиту та зовнішніми аудиторами створюють сприятливі умови для обміну між ними практичним досвідом проведення аудиту за взаємопогодженими процедурами.

11.6. СИСТЕМА РАНЬОГО ПОПЕРЕДЖЕННЯ І РЕАГУВАННЯ (СРПР)

11.6.1. Зміст, призначення та організація

Типовою для багатьох підприємств є проблема неефективного управління ризиками (запізніле їх ідентифікування та нейтралізація) та оперативного виявлення і використання додаткових шансів поліпшення діяльності, наслідком чого може бути зменшення потенціалу розвитку та фінансова криза. З метою своєчасної ідентифікації чинників, які сигналізують про той чи інший напрям розвитку окремих показників, внутрішніх і зовнішніх параметрів діяльності підприємства, вжиття превентивних заходів доцільно впроваджувати систему раннього попередження та реагування (СРПР).

***Система раннього попередження та реагування** — це особлива інформаційна система, яка сигналізує керівництву про по-*

тенційні ризики та шанси, які можуть насуватися на підприємство як з боку зовнішнього, так і внутрішнього середовища. Згідно з найновішими підходами до побудови системи контролінгу на підприємстві у СРПР інтегруються елементи як стратегічного, так і оперативного контролінгу. Сама ж СРПР повинна логічно вписуватися в систему планування та контролю.

Система раннього попередження і реагування виявляє та аналізує інформацію про приховані обставини, настання яких може призвести до виникнення загрози для підприємства чи до втрати потенційних шансів. Першочерговим завданням системи раннього попередження є своєчасне виявлення ознак кризи на підприємстві, тобто прогнозування можливого банкрутства. З іншого боку, за допомогою цієї системи виявляються додаткові шанси для суб'єкта господарювання. На базі СРПР і будується система управління ризиками, яка включає ідентифікацію ризиків, їх оцінку та нейтралізацію.

Процес створення системи раннього попередження і реагування може складатися з таких етапів:

1. *Визначення сфер спостереження* — встановлення об'єктів внутрішньої і зовнішньої діагностики. До основних сфер спостереження в рамках внутрішньої діагностики належать: фінансова, виробнича, збутова, організаційна. Зовнішня діагностика побудована на аналізі ситуації на ринку (клієнти, конкуренти, кон'юнктура), макроекономічної ситуації в країні та економіко-правових умов діяльності підприємства.

2. *Вибір індикаторів раннього попередження*, які можуть указувати на розвиток того чи іншого негативного процесу.

3. *Розрахунок граничних значень індикаторів і безпечних інтервалів їх зміни.* У ході даного етапу розраховується, наприклад, зона безпеки, тобто позитивна різниця між фактичною виручкою від реалізації та виручкою від реалізації, що відповідає точці беззбитковості; величина продуктивності праці, яка забезпечує конкурентоспроможність підприємства; рівень фінансових показників, достатній для підтримки стабільної ліквідності та платоспроможності суб'єкта господарювання; розрахунок частки ринку, необхідної для забезпечення планового рівня рентабельності, тощо.

4. *Формування конкретних аналітичних завдань для аналітичних центрів.* До таких завдань можуть належати прогнозування банкрутства підприємства, SWOT-аналіз, бенчмаркінг та ін.

5. *Формування інформаційних каналів:* забезпечення інформаційного зв'язку між джерелами інформації та системою раннього

реагування, між системою та її користувачами — керівниками всіх рівнів.

6. *Узагальнення одержаних аналітичних висновків та підготовка пропозицій і рекомендації* щодо розвитку сильних сторін та нейтралізації слабких, що є основою розробки проектів управлінських рішень.

Розрізняють дві підсистеми СРПР: система, орієнтована на внутрішні параметри діяльності підприємства, та система, орієнтована на зовнішнє середовище. Предметом дослідження останньої є завчасне прогнозування загроз, передусім з боку контрагентів, держави, конкурентів тощо. Яскравим прикладом застосування даної підсистеми СРПР є проведення банківськими працівниками аналізу підприємств-позичальників у рамках оцінки їх кредитоспроможності. Внутрішньо орієнтована підсистема СРПР спрямована на ідентифікацію ризиків і шансів, які криються всередині підприємства. В своєму розвитку дана підсистема пройшла три покоління: перше було зорієнтовано в основному на ідентифікацію наслідків дії тих чи інших факторів; друге — на визначення симптомів; третє — на виявлення першопричин.

Найскладнішим завданням, яке слід вирішити в процесі організації системи раннього попередження та реагування, є підбір індикаторів раннього попередження та визначення критеріїв їх інтерпретації. У науково-практичній літературі здебільшого вирізняють такі блоки індикаторів¹⁰:

- загальноекономічні — індикатори, які дозволяють своєчасно виявити зміни в тенденціях розвитку кон'юнктури економіки в цілому (використовуються результати досліджень відповідних науково-дослідних економічних і соціологічних інститутів);
- ринкові індикатори — дають змогу виявити тенденції на ринках, на яких здійснює свою діяльність підприємство;
- технологічні індикатори — дають інформацію щодо появи на ринку нових продуктів, методів, процесів тощо;
- соціальні індикатори — демографічна ситуація в країні, вартість робочої сили, рівень мінімальної заробітної плати тощо;
- політичні індикатори — вплив на діяльність підприємств, які мають політичну природу, зокрема тенденції в економічному законодавстві, політика протекціонізму тощо;
- внутрішні індикатори — система показників, які розраховуються на базі внутрішнього (управлінського) обліку та звітності.

¹⁰ Horvath P. Controlling. 4., Überarb. Aufl. — München: Vahlen, 1991. — S. 397.

Комбінація показників, які слугують внутрішніми індикаторами раннього попередження, підбирається з урахуванням можливостей прогнозування на їх основі фінансового стану підприємства та загрози банкрутства. Згідно з найновішими розробками у сфері фінансового контролінгу як ключовий внутрішній індикатор раннього попередження рекомендується використовувати показник Free Cash-flow. Цей показник є результатом руху грошових коштів у рамках операційної та інвестиційної діяльності й оперативно сигналізує про проблеми в сфері збуту, виробництва, управління оборотними активами тощо.

11.6.2. Прогнозування банкрутства на основі дискримінантного аналізу

Одним з найважливіших інструментів системи раннього попередження та методом прогнозування банкрутства підприємств є **дискримінантний аналіз**. Під дискримінантним аналізом здебільшого розуміють комплекс методів математичної статистики, за допомогою якого здійснюється класифікація досліджуваних одиниць (підприємств) залежно від значень обраної сукупності показників відповідно до побудованої метричної шкали. Така шкала будується на основі емпіричного дослідження фінансових показників великої кількості підприємств, одні з яких опинились у фінансовій кризі, а інші успішно продовжують свою діяльність.

У процесі аналізу підбирається певна система показників, дослідивши значення яких, можна віднести підприємство до того чи іншого класу та з високим рівнем ймовірності спрогнозувати його майбутній фінансовий стан. У теорії і практиці здебільшого розрізняють *однофакторний та багатфакторний дискримінантний аналіз*.

В основі *однофакторного (одновимірного) аналізу* покладено сепаратне дослідження окремих показників (які є складовою певної системи показників) та класифікацію підприємств за принципом дихотомії¹¹. Віднесення підприємства до категорії «хворих» чи «здорових» здійснюється у розрізі окремих показників відповідно до емпірично побудованої шкали граничних значень досліджуваного показника. Наприклад, згідно зі шкалою значень показника рентабельності активів граничне значення цього показника становить 2%. Це означає, що підприємства, в яких рентабельність активів

¹¹ Дихотомія (від гр. — поділ на дві частини) — метод статистики, за якого досліджувану сукупність поділяють на дві підсукупності залежно від значення обраного критерію (показника).

> 2 %, за цим критерієм вважаються «здоровими»; якщо ж значення цього показника < 2 %, то підприємство належить до групи суб'єктів господарювання, яким загрожує фінансова криза.

Загальний висновок про якість фінансового стану підприємства робиться на основі аналізу відповідності кожного з показників, які включені в спеціально підібрану систему, їх граничним значенням. Найвідомішими моделями однофакторного дискримінаційного аналізу є системи показників Бівера та Вайбеля.

В основі досліджень американського економіста *В. Бівера* покладено 30 найчастіше вживаних у фінансовому аналізі показників. За ознакою однорідності вони були згруповані в шість груп. З кожної групи Бівер вибрав по одному найтипівішому показнику, які й склали його систему прогнозування¹²:

- 1) відношення Cash-flow до позичкового капіталу;
- 2) відношення чистого прибутку до валюти балансу;
- 3) відношення позичкового капіталу до валюти балансу;
- 4) відношення оборотних активів до поточних зобов'язань (показник покриття);
- 5) відношення робочого капіталу до валюти балансу;
- 6) відношення різниці між очікуваними грошовими надходженнями і поточними зобов'язаннями до витрат підприємства (без амортизації).

З використанням матеріалів аналізу 79 фінансово неспроможних і такого ж числа фінансово спроможних підприємств Бівер розробив шкалу граничних значень для кожного з наведених показників стосовно американських підприємств.

У німецькомовній економічній літературі досить поширеною є система показників *Вайбеля*. В основі досліджень, здійснених П. Вайбелем протягом 1960—1971 рр., покладено аналітичні матеріали по 72 швейцарських підприємствах будівельної, металургійної, легкої та годинникової галузей виробництва, половина з яких перебувала у фінансовій кризі. Класифікацію підприємств за цією системою пропонується здійснювати з використанням таких показників¹³:

- 1) відношення позичкового капіталу до валюти балансу;
- 2) відношення оборотних активів до поточних зобов'язань (показник покриття);
- 3) відношення Cash-flow до поточних (короткострокових) зобов'язань;

¹² *Beaver W. Financial Ratios as Predictors of Failure. — P. 71—111.*

¹³ *Weibel P. F. Die Aussagefähigkeit von Kriterien zur Bonitätsbeurteilung im Kreditgeschäft der Banken. — Bern, 1973. — S. 235.*

4) відношення різниці між очікуваними грошовими надходженнями та поточними зобов'язаннями до витрат підприємства (без амортизації);

5) відношення середнього залишку кредиторської заборгованості до вартості закупок, помножене на 365;

б) відношення середніх залишків виробничих запасів до величини затрат на сировину (матеріали), помножене на 365.

Для кожного з наведених показників Вайбель побудував відповідні шкали у вигляді діаграм, в яких показана динаміка значень показників протягом п'яти років перед настанням в однієї з груп досліджуваних підприємств фінансової неспроможності. У разі, якщо значення всіх шести показників аналізованого підприємства перебувають у безпечній зоні відповідної шкали, то цьому суб'єкту господарювання не загрожує банкрутство. Якщо ж значення більше трьох показників наближається до зони «хворих» підприємств, то аналізоване підприємство вважається таким, якому загрожує банкрутство. Щодо підприємств, в яких менше трьох показників знаходяться у критичній зоні, Вайбель рекомендує проводити додатковий аналіз.

Головним суперечливим моментом однофакторного дискримінантного аналізу є те, що значення окремих показників може свідчити про позитивний розвиток підприємства, а інших — про незадовільний. Така ситуація унеможливорює об'єктивне прогнозування банкрутства. Одним із шляхів вирішення цієї проблеми є застосування **багатофакторного дискримінантного аналізу**. В процесі аналізу підбирається ряд показників, для кожного з яких визначається вага в так званій дискримінантній функції. У загальному вигляді алгоритм лінійної багатофакторної дискримінантної функції можна представити в такій формі:

$$Z = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + a_3x_3 + \dots + a_nx_n,$$

де $a_1, a_2, a_3, \dots, a_n$ — коефіцієнти (ваги) дискримінантної функції; $x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$ — показники (змінні) дискримінантної функції.

Величина окремих ваг характеризує різний вплив окремих показників (змінних) на загальний фінансовий стан підприємства. Віднесення аналізованого підприємства до групи «хворих» чи «здорових» залежить від значення інтегрального показника, який є результатом розв'язку дискримінантної функції, а також від побудованої на основі емпіричних даних прямої поділу. Пряма поділу характеризує граничне значення Z -показника і слугує базою для розробки шкали інтерпретації одержаних значень Z .

Найвідомішими моделями прогнозування банкрутства на основі багатофакторного дискримінантного аналізу є тест на банкрутство *Тамарі* (1964), модель *Альтмана* (1968), модель *Беермана* (1976), система показників *Бетге-Хуса-Ніхауса* (1987), модель *Краузе* (1993).

Модель прогнозування банкрутства, розроблена американським економістом *Е. Альтманом*, має також назву «розрахунок Z-показника» і є класичною в своїй сфері (вона включена до більшості західних підручників, присвячених фінансовому прогнозуванню та оцінці кредитоспроможності підприємств). Побудована Альтманом дискримінантна функція має такий вигляд:

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5.$$

Це п'ятифакторна модель, де чинниками виступають окремі показники фінансового стану підприємства. Адаптовано до вітчизняних стандартів фінансової звітності окремі змінні дискримінантної функції мають такий вигляд¹⁴:

X_1 — робочий капітал / валюта балансу;

X_2 — сума нерозподіленого прибутку (непокритого збитку) та резервного капіталу / валюта балансу;

X_3 — звичайний прибуток до оподаткування + проценти за кредит / валюта балансу;

X_4 — ринкова вартість підприємств (ринкова вартість корпоративних прав)¹⁵ / позичковий капітал;

X_5 — чиста виручка від реалізації продукції / валюта балансу.

Провівши аналіз 33 пар промислових підприємств з обсягом валюти балансу від 1 до 25 млн дол. США, Альтман дійшов такого висновку щодо інтерпретації значень Z-показника:

Значення «Z»	Імовірність банкрутства
до 1,8	висока
1,8—2,67	не можна однозначно визначити
2,67 і вище	низька

¹⁴ Згідно з англomовним першоджерелом окремі показники дискримінантної функції Альтмана розраховуються таким чином:

$X_1 = \text{Working Capital} / \text{Total assets};$

$X_2 = \text{Retained Earnings} / \text{Total assets};$

$X_3 = \text{Earnings before interest and taxes} / \text{Total assets};$

$X_4 = \text{Market value equity} / \text{Total debt};$

$X_5 = \text{Sales} / \text{Total assets}.$

¹⁵ У разі неможливості визначення ринкової вартості корпоративних прав для розрахунків можна взяти балансову вартість власного капіталу, скориговану на суму прихованих резервів чи прихованих збитків (якщо вони наявні).

Цікавим є те, що в дослідженнях Альтмана середнє значення показника Z для фінансово неспроможних підприємств становить $-0,29$, а для групи успішно працюючих підприємств — $+5,02$ ¹⁶. За деякими джерелами, точність прогнозування банкрутства за цією моделлю становить: за п'ять років до банкрутства — 36 %; чотири роки — 29; три роки — 48; два роки — 83; один рік — 95 %¹⁷.

У Німеччині вперше застосував методологію багатофакторного дискримінантного аналізу при дослідженні фінансового стану підприємств у 1976 р. професор університету м. Мюнстер *Кл. Беєрман*. Свої висновки він базував на емпіричному дослідженні 21 пари підприємств, половина з яких були збитковими та перебували у фінансовій кризі. Основні характеристики дискримінантної функції Беєрмана наведено в табл. 11.3.

Таблиця 11.3

ПАРАМЕТРИ ДИСКРИМІНАНТНОЇ ФУНКЦІЇ БЕЄРМАНА

Показник	Варя
$X1 =$ Позичковий капітал / валюта балансу	+0,077
$X2 =$ Чистий прибуток / валюта балансу	+0,813
$X3 =$ Чистий прибуток / позичковий капітал	+0,124
$X4 =$ Чистий прибуток / чиста виручка від реалізації	-0,105
$X5 =$ Cash-flow / позичковий капітал	-0,063
$X6 =$ Чиста виручка від реалізації / валюта балансу	+0,061
$X7 =$ Запаси / Чиста виручка від реалізації	+0,268
$X8 =$ Сума амортизації / Вартість основних засобів на кінець періоду	+0,217
$X9 =$ Введені основні засоби / Сума амортизації	+0,012
$X10 =$ Заборгованість за банківськими позичками / Позичковий капітал	+0,165

Одержані значення інтегрального показника Беєрман рекомендує інтерпретувати таким чином (горизонт прогнозування один рік)¹⁸:

¹⁶ *Altman E. J.* Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy // Journal of Finance. — 1968. — No. 4. — P. 598.

¹⁷ *Baetge J.* Früherkennung negativer Entwicklungen der zu prüfenden Unternehmung mit Hilfe Kennzahl: Die Wirtschaftsprüfung, Heft 22—23. — 1980. — S. 661.

¹⁸ *Beermann K.* Prognosemöglichkeiten von Kapitalverlusten mit Hilfe von Jahresabschlüssen. — Düsseldorf, 1976. — S. 118—121.

- $Z > 0,32$ — підприємство перебуває під загрозою банкрутства;
- $0,32 > Z > 0,236$ — неможливо чітко ідентифікувати, потребує додаткового якісного аналізу;
- $Z < 0,236$ — підприємству не загрожує банкрутство.

Методологія багатofакторного дискримінантного аналізу може використовуватися як службами контролінгу підприємства для своєчасного виявлення симптомів фінансової кризи, так і банками при оцінці кредитоспроможності позичальника. Про актуальність і значимість розглянутого методу прогнозування фінансового стану підприємств свідчить вже те, що Європейський центральний банк для полегшення класифікації позичальників на надійних та проблемних рекомендує своїм підрозділам, а також комерційним банкам використовувати в роботі галузевий дискримінантний аналіз. При цьому пропонується застосовувати три різні дискримінантні функції: для промислових підприємств, підприємств торгівлі та громадського харчування, для інших підприємств.

Використання методології багатofакторного дискримінантного аналізу у вітчизняній практиці є досить обмеженим, що зумовлено такими основними чинниками:

- *по-перше*, неможливістю розробки власних, галузевих дискримінантних функцій через відсутність фахівців достатньої кваліфікації;
- *по-друге*, відсутністю достатніх коштів для закупівлі та адаптації західних методик до вітчизняних умов господарювання;
- *по-третє*, недостатнім рівнем об'єктивності показників, які відображаються підприємствами у фінансовій звітності (проблематика подвійної бухгалтерії).

У той же час в Україні використовуються численні методики однофакторного дискримінантного аналізу, однак вони безсистемні, не враховують галузевих особливостей і не містять відповідних «ключів» інтерпретації.

11.7. МЕТОДИ КОНТРОЛІНГУ

Служби контролінгу в процесі виконання своїх функцій використовують велику кількість методів. Поряд з окремими загальнометодологічними та загальноекономічними методами використовуються специфічні. До перших методів належать такі, як спостереження, порівняння, групування, аналіз, трендовий аналіз,

синтез, систематизація, прогнозування. До основних специфічних методів контролінгу належать:

- аналіз точки беззбитковості;
- бенчмаркінг;
- вартісний аналіз;
- портфельний аналіз;
- SWOT-аналіз (аналіз сильних і слабких місць);
- ABC-аналіз;
- XYZ-аналіз;
- методи фінансового прогнозування (експертні, екстраполяції тощо).

11.7.1. Аналіз точки беззбитковості (Break-Even-Analyse)

Важливим завданням контролінгу (управлінського обліку) є калькуляція ціни, планування прибутку підприємства та асортименту продукції. Дійовим інструментом виконання цього завдання є розрахунок точки беззбитковості та необхідної суми покриття. Цей метод контролінгу зводиться до визначення мінімального обсягу реалізації продукції (за стабільних умовно постійних витрат), за якого підприємство може, з одного боку, забезпечити беззбиткову операційну діяльність у плановому періоді, з іншого — створити умови для самофінансування підприємства.

Точка беззбитковості характеризує обсяг реалізації продукції за якого прибуток підприємства дорівнює нулю, тобто виручка від реалізації продукції відповідає валовим затратам на її виробництво та реалізацію. Точку беззбитковості називають також точкою «порогового» прибутку чи точкою рівноваги. Розглядуваний метод побудований на тезі, що із збільшенням обсягів реалізації величина умовно постійних витрат на одиницю продукції зменшується.

Складовим елементом аналізу точки беззбитковості є розрахунок суми покриття (*маржинального прибутку*). **Маржинальний прибуток** — це показник, який характеризує частину виручки, що спрямовується на заміщення умовно постійних витрат і формування прибутку від реалізації. Розрізняють одноступінчастий (спрощений) та багатоступінчастий розрахунок суми покриття. За спрощеною схемою сума покриття дорівнює різниці між виручкою від реалізації продукції та умовно змінними витратами:

(+) чиста виручка від реалізації
(-) змінні (пропорційні витрати)

(=) сума покриття
(-) постійні витрати
(=) прибуток

Система розрахунку суми покриття, яка ґрунтується на простому розподілі витрат на постійні та змінні, називається одноступінчастою системою «*direct — costing*». Суму покриття можна розраховувати як на весь обсяг реалізації, так і на одиницю продукції. В останньому випадку це різниця між оптовою ціною та умовно змінними витратами на виробництво одиниці продукції. В торгівлі сума покриття, як правило, відповідає торговельній націнці (зменшеній на величину непрямих податків). За допомогою показника суми покриття обчислюють приріст прибутку від реалізації кожної додаткової одиниці продукції. При цьому можна використати такий алгоритм розрахунку прибутку:

$$Пn = N(p - v) - F, \quad (11.1.)$$

де $Пn$ — прибуток від реалізації n одиниць продукції (грн.); N — кількість реалізованої продукції (шт. або інші натуральні одиниці); p — оптова ціна одиниці продукції (грн); v — умовно змінні витрати на одиницю продукції (грн); F — умовно постійні витрати на виробництво та збут реалізованої продукції (грн).

Основним недоліком системи простого директ-костингу є те, що за її використання сукупні постійні витрати враховуються без розподілу в розрізі окремих їх видів, груп продукції, центрів затрат, структурних підрозділів тощо. У разі виробництва багатьох видів продукції та наявності кількох центрів затрат такий підхід не дає можливості об'єктивно оцінити ефективність виробництва окремих видів продукції.

На практиці виникає необхідність розрахунку точки беззбитковості та показника суми покриття в розрізі окремих видів продукції, груп клієнтів, регіонів збуту продукції та по підприємству в цілому. Для цього вдаються до так званої системи багатоступінчастого розрахунку суми покриття постійних затрат (багатоступінчастий директ-костинг). Основний зміст цієї системи зводиться до розподілу постійних витрат на окремі елементи залежно від мети розрахунку суми покриття. На рис. 11.4 наведена структурно-логічна схема розподілу постійних витрат за окремими рівнями їх формування, яка може бути взята за основу при розрахунку показників покриття. Залежно від рівня постійних витрат, який приймається в розрахунках, визначають суму покриття

I, суму покриття II і т. д. Приклад розрахунку суми покриття за системою багатоступінчастого директ-костингу наведено в табл. 11.4.

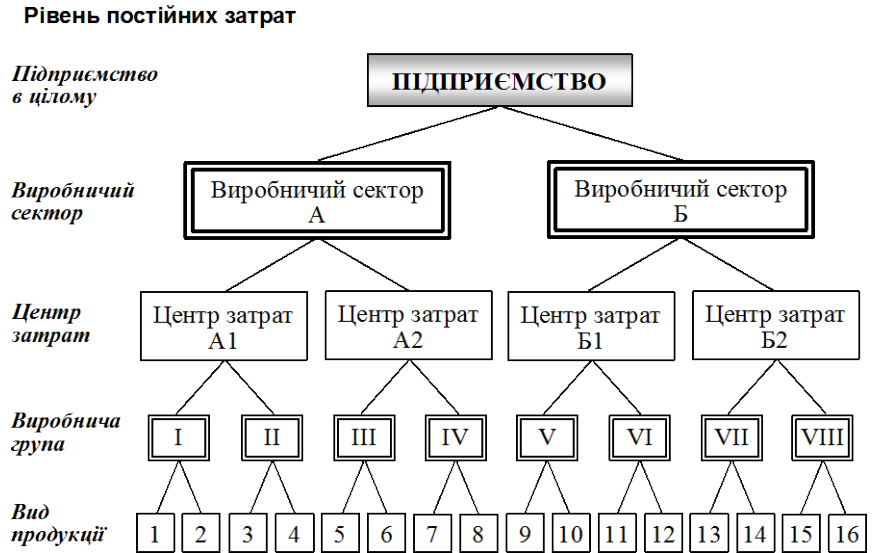


Рис. 11.4. Структура постійних (фіксованих) затрат у розрізі окремих рівнів (За: Eisele W. *Technik des betrieblichen Rechnungswesens*. — München, 1998. — S. 736)

Першим етапом розрахунку суми покриття є правильний розподіл усіх витрат підприємства (чи витрат на виробництво певного виду продукції) на постійні та змінні.

До **умовно змінних** належать витрати, абсолютна величина яких зростає зі збільшенням обсягу випуску продукції і зменшується з його зниженням. До умовно змінних витрат належать витрати на сировину та матеріали, комплектуючі вироби, напівфабрикати, паливо та енергію, оплату праці працівникам, зайнятим у виробництві продукції, та ряд інших витрат.

Умовно постійні — це витрати, абсолютна величина яких зі збільшенням (зменшенням) випуску продукції істотно не змінюється. До умовно постійних належать витрати, пов'язані з обслуговуванням й управлінням виробничою діяльністю виробничих підрозділів, а також витрати на забезпечення господарських потреб виробництва. Приклад розподілу витрат на постійні та змінні наведено в табл. 11.5.

Таблиця 11.4

**РОЗРАХУНОК СУМИ ПОКРИТТЯ ТА ПРИБУТКУ
ПО ПІДПРИЄМСТВУ В ЦІЛОМУ**

Показники	Продукція А			Продукція Б			У цілому по підприємству		
	План	Факт	Відхилення	План	Факт	Відхилення	План	Факт	Відхилення
1. Чиста виручка від реалізації									
2. Умовно змінні витрати, у т. ч.: • сировина • паливо • заробітна плата робітникам • ... • ...									
3. Сума покриття 1									
4. Умовно постійні витрати, у т. ч.: • загальновиробничі витрати • орендна плата • витрати на рекламу • ... • ...									
5. Сума покриття 2									
6. Адміністративні витрати									
7. Прибуток									

Поряд з витратами, які одразу можна віднести до постійних чи змінних, є види витрат, які частково належать до постійних, частково — до змінних. Це такі загальновиробничі витрати: витрати на управління виробництвом (заробітна плата апарату управління цехами, виробничі відрядження тощо); амортизація основних засобів та нематеріальних активів загальновиробничого призначення; витрати на утримання виробничих приміщень та ряд інших.

Таблиця 11.5

**РОЗПОДІЛ ВИТРАТ НА ПОСТІЙНІ ТА ЗМІННІ
ДЛЯ ВИРОБНИЦТВА ТА РЕАЛІЗАЦІ ПРОДУКЦІЇ**

Стаття витрат \ Вид витрат	Сукупні витрати	Умовно змінні витрати	Умовно постійні витрати
Сировина та матеріали	495	495	—
Паливо та енергія	50	50	—
Заробітна плата робітникам, зайнятим у виробництві	74	74	—
Нарахування на заробітну плату робітників	20	20	—
Загальновиробничі витрати	86	56	30
Витрати на утримання апарату управління підприємством	340	—	340
Плата за розрахунково-касове обслуговування в банку	5	—	5
Витрати на рекламу та дослідження ринку	20	—	20
Інші витрати, пов'язані зі збутом продукції	10	5	5
Всього витрат	1100	700	400
Виручка від реалізації	1200		

До **змінних загальновиробничих витрат** належать витрати на обслуговування й управління виробництвом (цехів, дільниць), що змінюються прямо (або майже прямо) пропорційно до зміни обсягу діяльності. Змінні загальновиробничі витрати розподіляються на кожен об'єкт витрат з використанням *обраної бази розподілу* (годин праці, заробітної плати, обсягу діяльності, прямих витрат тощо), виходячи з фактичного обсягу виробництва (потужності) звітного (чи планового) періоду.

До **постійних загальновиробничих витрат** належать витрати на обслуговування й управління виробництвом, що залишаються незмінними (або майже незмінними) при зміні обсягу діяльності. Постійні загальновиробничі витрати розподіляються на кожен об'єкт витрат з використанням бази розподілу при нормальній потужності. Нерозподілені постійні загальновиробничі витрати включаються до складу собівартості реалізованої продукції (робіт, послуг) у періоді їх виникнення. Загальна сума розподілених та нерозподілених постійних загальновиробничих витрат не може перевищувати їх фактичну величину.

Приклад 11.1

За 100 % завантаженості потужностей загальновиробничі витрати становлять 100 тис. грн, з них умовно змінних — 70 тис. грн. Це означає, що завантаження 1 % потужностей потребує 700 грн змінних виробничих затрат, відповідно 80 % — 56 тис. грн. Різниця між фактичним обсягом загальновиробничих витрат і змінними витратами становить умовно постійні витрати. В процесі планування як за 100 %, так і за 80 % завантаженості потужностей прогнозна величина постійних витрат становитиме 30 тис. грн. Таким чином, якщо прогнозні показники обсягів реалізації показують, що потужності будуть завантажені лише на 80 %, то це означає, що плановий показник загальновиробничих витрат становитиме 86 тис. грн (56 тис. грн + 30 тис. грн).

Перелік і склад змінних і постійних витрат, у т. ч. загальновиробничих, устанавлюються підприємством.

Наступним етапом розрахунку точки беззбитковості є визначення показника покриття (Пп):

$$\text{Пп} = 1 - \frac{\text{Змінні витрати}}{\text{Чиста виручка від реалізації}}. \quad (11.2)$$

Виручка від реалізації в точці беззбитковості розраховується як відношення між величиною постійних витрат та показником покриття:

$$B = \frac{F}{\text{Пп}}. \quad (11.3)$$

Виходячи з даних, наведених у табл. 11.5, показник покриття становить 0,417, виручка в точці беззбитковості — 959,2 тис. грн. Таким чином, прибуткова зона підприємства дорівнює 240,8 тис. грн.

Досить часто в процесі бюджетування фінансових результатів перед фінансистом постає завдання розрахувати виручку від реалізації (відповідно обсяг продажу) у точці беззбитковості щодо продукції, яку лише планується виробляти. У такому разі для розрахунків можна використати такі математичні формули:

$$B = \frac{F}{1 - \frac{v}{p}}, \quad (11.4)$$

$$O = \frac{F}{p} - v, \quad (11.5)$$

де B — виручка від реалізації в точці беззбитковості (грн); O — обсяг реалізованої продукції в точці беззбитковості (шт. або інші натуральні одиниці).

Приклад 11.2

Консалтингова фірма планує проведення семінару з питань організації фінансового контролінгу на підприємстві. Перед фінансистом фірми поставлено завдання розрахувати мінімальну кількість учасників семінару, починаючи з якої можна отримати прибуток від його проведення. В розпорядженні фінансиста є така інформація:

- результати маркетингового дослідження, які показали, що середня ціна, яку погодився б заплатити один слухач (чи підприємство) за участь у подібному семінарі, становить 625 грн (без ПДВ), бажана тривалість семінару — 2 дні;
- оплата праці експертів, які ведуть семінар, та нарахування на неї — 300 грн за годину, або 4800 грн за семінар;
- змінні витрати на виготовлення роздаткових матеріалів для слухачів — 20 грн на одного учасника;
- постійні витрати на виготовлення роздаткових матеріалів — 1 тис. грн;
- представницькі витрати на одного учасника семінару — 80 грн;
- умовно постійні прямі адміністративні витрати консалтингової фірми на проведення семінару — 5 тис. грн;
- витрати на рекламу на проведення семінару — 4 тис. грн;
- оренда приміщення на проведення семінару — 2 тис. грн.

Для вирішення поставленого завдання фінансист повинен здійснити групування зазначених затрат на умовно постійні та умовно змінні. Змінні витрати на виготовлення роздаткових матеріалів і представницькі витрати на одного учасника складають змінні витрати: $20 + 80 = 100$ грн. Решта витрат належать до умовно постійних: $4800 + 1000 + 5000 + 4000 + 2000 = 16\ 800$ грн. Якщо ціна участі в семінарі становить 625 грн, то, підставивши відповідні значення у формулу (11.5), отримаємо кількість учасників, які забезпечать беззбиткове проведення семінару: $16\ 800 / 625 - 100 = 32$ особи.

Таким чином, отримати прибуток від проведення семінару фірма зможе лише в тому випадку, якщо залучить понад 32 слухачі. У тому разі, якщо на проведення семінару записалося, наприклад, лише 30 учасників, для прибуткового його здійснення слід провести аналіз затрат, насамперед постійних, з метою їх скорочення. За незмінної величини інших параметрів задачі максимальна величина прямих витрат, яка дозволить беззбитково провести семінар при кількості учасників 30 осіб, становить $15\ 750 (30 \cdot (625 - 100))$.

У тому разі, якщо у виробництво запускається принципово нова продукція, порівняльні ціни на яку на ринку відсутні, на основі розрахунку суми покриття можна розрахувати мінімальні ціни, за яких забезпечується беззбиткове виробництво продукції. На основі перетворень у формулі 11.5 отримуємо алгоритм розрахунку мінімальних цін:

$$p = \frac{F}{Q} + v. \quad (11.6)$$

Аналіз беззбитковості може проводитися як за допомогою відповідних математичних розрахунків, так і шляхом побудови графіків. У разі використання графічного методу аналізу точкою беззбитковості вважається точка перетину лінії сукупних (повних) затрат та лінії, яка характеризує виручку від реалізації продукції (див. рис. 11.5). До досягнення точки беззбитковості підприємство зазнає збитків від виробництва відповідного виду продукції, а після — отримує прибутки.

Позитивна різниця між фактичною виручкою від реалізації та виручкою від реалізації, що відповідає точці беззбитковості, називається *зоною безпеки*. На зазначену різницю підприємство може знизити обсяги реалізації або підвищити рівень затрат без загрози зазнати збитків. Підкреслимо, що кожне підприємство повинно прагнути розширити зону безпеки, оскільки чим вона менша, тим більшим є ризик одержання збитків.

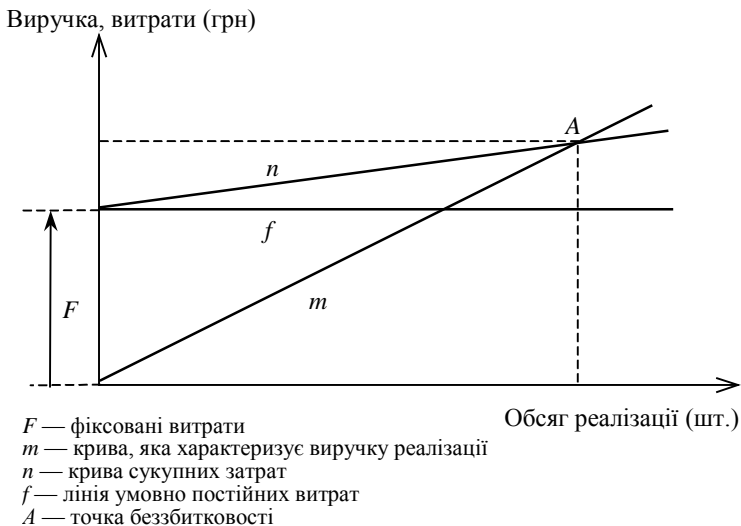


Рис. 11.5. Точка беззбитковості

Отже, на основі розрахунку точки беззбитковості можна дійти висновків щодо доцільності виробництва тих чи інших видів продукції, мінімальних цін або обсягів реалізації, які забезпечують беззбиткову діяльність. Аналізуючи точку беззбитковості,

можна визначити, наскільки успішно підприємство працює (у разі його прибутковості) і наскільки глибокою є криза (у разі збитковості). На підставі відповідних висновків розробляються рекомендації щодо шляхів зменшення збитковості та збільшення прибутковості операційної діяльності підприємства.

11.7.2. Бенчмаркінг

Важливим інструментом аналізу конкурентоспроможності підприємства є бенчмаркінг. **Бенчмаркінг** (від англ. *benchmarking* — встановлення контрольної точки) — це перманентний, безперервний процес порівняння товарів (робіт, послуг), виробничих процесів, методів та інших параметрів досліджуваного підприємства (структурного підрозділу) з аналогічними об'єктами інших підприємств чи структурних підрозділів.

У центрі уваги бенчмаркінгу — запитання: чому інші працюють успішніше, ніж ми? Основний зміст та мета бенчмаркінгу полягає в ідентифікації відмінностей з порівнюваним аналогом (еталоном), визначення причин цих відмінностей та виявлення можливостей щодо вдосконалення об'єктів бенчмаркінгу. **Об'єктами** бенчмаркінгу можуть бути: методи, процеси, технології, якісні параметри продукції, показники фінансово-господарської діяльності підприємств (структурних підрозділів). Досліджуючи виробничі процеси, методи чи технології виробництва і збуту продукції, головну увагу приділяють пошуку резервів зниження витрат виробництва та підвищенню конкурентоспроможності продукції. За допомогою цього інструменту контролінгу можна визначити цільові параметри діяльності підприємства, яких слід додержуватися, щоб забезпечити його стабільну конкурентоспроможність. Здебільшого розрізняють три види бенчмаркінгу:

1. **Внутрішній бенчмаркінг**, який зводиться до аналізу та порівняння показників діяльності різних структурних підрозділів одного й того самого підприємства.

2. **Бенчмаркінг, зорієнтований на конкурентів**, — сконцентрований на порівняльному аналізі товарів (робіт, послуг), продуктивності виробничих процесів та інших параметрів досліджуваного підприємства з аналогічними характеристиками підприємств-конкурентів. Вважається, що найкращим аналогом для порівняння є «ринковий лідер». Ідентифікація факторів, які зумовлюють відставання досліджуваного підприємства від лідера, дає можливість розробити рекомендації щодо скорочення відставання.

3. **Функціональний бенчмаркінг**, за якого аналізуються окремі процеси, функції, методи й технології порівняно з іншими підприємствами, які не є конкурентами розглядуваного. Фірми, що застосовують схожі методи, прийоми чи технології і не є конкурентами, охоче йдуть на взаємний обмін первинною інформацією та заінтересовані в реалізації спільних проєктів, спрямованих на вдосконалення тих чи інших операцій, що порівнюються.

Таким чином, у разі бенчмаркінгу за *порівняльні аналоги* можна брати підприємства-конкуренти, підприємства, які є найкращими у відповідній галузі, суб'єкти господарської діяльності інших галузей, структурні підрозділи досліджуваного чи інших підприємств.

Як метод контролінгу бенчмаркінг вперше було застосовано на початку 80-х років американською фірмою *Xerox*, яка через високу собівартість продукції опинилась під значним тиском з боку японських конкурентів. З метою оптимізації виробничих функцій був проведений аналіз ефективності виконання окремих процесів фірмою порівняно з підприємствами інших галузей виробництва. Завдяки цьому вдалося розв'язати важливі функціональні проблеми, пов'язані з технікою реалізації продукції, зокрема прискорити процес відвантаження продукції, вдосконалити систему складування і т. ін.

Розрізняють три фази бенчмаркінгу:

1. *Підготовка*. На цій стадії здійснюють вибір об'єкта бенчмаркінгу та порівняльних аналогів; визначають оцінні показники (наприклад, собівартість, затрати часу, частка браку); збирають необхідну для аналізу інформацію. Зауважимо, що порівняльних аналогів має бути якомога менше, адже зі зростанням їх кількості — витрати на бенчмаркінг підвищуються, а результати стають дедалі поверховими.

2. *Аналіз*. У ході аналітичної фази бенчмаркінгу на основі порівняння з підприємством-партнером виявляються недоліки (слабкі місця) в об'єктах бенчмаркінгу та ідентифікуються причини їх виникнення. Критерієм оцінки процесів, функцій, методів чи виробничих процесів є показники їх продуктивності.

3. *Впровадження*. На цій стадії проводиться робота з реалізації результатів аналізу в практичній діяльності підприємства. Основний акцент тут робиться на розробці стратегії і тактики нейтралізації виявлених у ході бенчмаркінгу слабких місць на підприємстві.

Враховуючи те, що ринок є системою, яка постійно та динамічно розвивається, і з метою забезпечення стабільної кон-

курентоспроможності суб'єкти господарювання повинні проводити перманентний бенчмаркінг з тим, щоб на цій основі забезпечити виявлення та впровадження інновацій і раціоналізаторства.

11.7.3. Вартісний аналіз

Вартісний аналіз — це метод контролінгу, що полягає в дослідженні функціональних характеристик продукції, яка виробляється, на предмет еквівалентності їх вартості та корисності. Отже, в центрі уваги вартісного аналізу перебувають функціональні та вартісні параметри продукції (робіт, послуг), саме тому цей вид аналізу позначають також як функціонально-вартісний. У ході аналізу здійснюється класифікація функцій продукту у розрізі функціональних класів: головні, додаткові та непотрібні. На основі цього розробляються пропозиції щодо мінімізації затрат на виконання кожної функції, а також щодо анулювання другорядних функцій, які потребують значних затрат.

Виокремлюють два основні завдання вартісного аналізу:

- зменшення вартості окремих компонентів продукції без зменшення обсягів її виробництва та реалізації;
- поліпшення функціональних параметрів продукції за мінімальних затрат.

Виходячи із згаданих завдань, вартісний аналіз зосереджує свою увагу на мінімізації затрат при перегляді функціональних параметрів у разі:

а) зменшення вимог до якості продукції (якщо споживачі нехтують підвищеним рівнем якості продукції або не готові сплачувати більшу ціну за кращу якість);

б) підвищення вимог до якості (якщо споживачі виражають готовність сплачувати вищу ціну за якіснішу продукцію).

В останньому випадку в процесі вартісного аналізу слід довести, що збільшення виручки від реалізації продукції в результаті вдосконалення функціональних параметрів продукції перевищить приріст витрат на це вдосконалення. *Функціонально-вартісний аналіз значною мірою спрямований на те, щоб виявити зайві з погляду їх вартості та корисності для споживачів параметри продукції.* Стосовно організації системи фінансового контролінгу це означає, що ця система повинна забезпечувати менеджмент найкориснішою і потрібною інформацією, яка порівняно з вартістю її отримання приносить значний управлінський ефект. Порядок проведення вартісного аналізу представлено в табл. 11.6.

ЕТАПИ ПРОВЕДЕННЯ ВАРТІСНОГО АНАЛІЗУ¹⁹

Етап	Складові етапу
<i>Етап 1</i> Підготовчі заходи	а) Вибір об'єктів вартісного аналізу та постановка завдань б) Постановка кількісних цілей в) Створення робочої групи г) Розробка програми аналізу
<i>Етап 2</i> Визначення фактичного стану об'єкта аналізу	а) Збір інформації та опис об'єкта аналізу б) Характеристика функцій в) Визначення витрат на виконання функцій
<i>Етап 3</i> Перевірка фактичного стану	а) Перевірка якості виконання функцій б) Перевірка обґрунтованості затрат
<i>Етап 4</i> Пошук рішення	Виявлення всіх можливих варіантів рішення
<i>Етап 5.</i> Експертиза варіантів рішень	а) Перевірка можливості реалізації б) Перевірка економічності
<i>Етап 6</i> Прийняття рішення щодо впровадження найоптимальнішого рішення	а) Вибір рішення б) Рекомендація щодо реалізації в) Реалізація запропонованого рішення

Вартісний аналіз розглядається як один з найдійовіших інструментів скорочення собівартості продукції, зокрема витрат на сировину та матеріали. В процесі аналізу досліджуються всі без винятку характеристики продукту, статті калькуляції на предмет виявлення резервів зниження собівартості. За оцінками західних експертів, за успішного вартісного аналізу можна виявити резерви зниження витрат у розмірі до 20 % собівартості продукції.

Зазначимо, що аналіз може проводитися не лише стосовно продукції (робіт, послуг), а також у розрізі окремих структурних підрозділів (центрів затрат) чи виробничих процесів. На практиці вартісний аналіз, як правило, комбінується з іншими методами контролінгу, зокрема бенчмаркінгом, АВС-аналізом, СВОТ-аналізом, причому результати аналізу сильних і слабких місць є основою для вибору об'єктів вартісного аналізу.

¹⁹ VDI — Gemeinschaftsausschuss «Wertanalyse». — Düsseldorf, 1975. — S. 5.

11.7.4. Портфельний аналіз

Портфельний аналіз — ефективний інструмент стратегічного контролінгу. Традиційно цей інструмент використовується при оптимізації портфеля цінних паперів інвестора. Фінансист під терміном «портфоліо» розуміє оптимальний з погляду комбінації ризику та прибутковості набір інвестицій (концепція оптимізації портфеля інвестицій Марковіца, модель оцінки капітальних активів). В основі портфельного аналізу покладено два оцінні критерії: теперішня вартість очікуваних доходів від володіння цінними паперами (проценти, дивіденди) і рівень ризиковості вкладень.

За аналогією з цінними паперами можна проводити аналіз портфеля продукції (послуг), виробництвом яких займається підприємство. Зрозуміло, що портфельний аналіз доцільно використовувати на тих підприємствах, які займаються виробництвом багатьох видів продукції. В ході аналізу окремі продукти групи виокремлюються у відповідні стратегічні «бізнес-одиниці», кожна з яких оцінюється з погляду прибутковості та ризиковості виробництва.

У ході аналізу використовуються дві широко відомі в теорії та практиці портфельні матриці:

- портфель «ріст ринку — частка ринку» (матриця Бостонської консультативної групи);
- портфель «привабливість ринку — конкурентні переваги» (матриця Мак-Кінсі).

Ми не зупинятимемося на детальному дослідженні згаданих матриць, оскільки вони досить вичерпно охарактеризовані у відповідних літературних джерелах²⁰. Зазначимо лише, що на основі результатів портфельного аналізу приймаються рішення щодо додаткових інвестицій в окремі виробничі програми, реінвестицій чи дезінвестицій, а також визначається стратегія управління ризиками в розрізі кожної із стратегічних бізнес-одиниць.

11.7.5. АВС-аналіз

Даний метод контролінгу використовується при селективному відборі найцінніших для підприємства постачальників і клієнтів, найважливіших видів сировини і матеріалів, найвагоміших елементів затрат, найрентабельнішої продукції, найефективніших на-

²⁰ Для більш поглибленого вивчення методики портфельного аналізу див.: *Фольмут Х. Й.* Инструменты контроллинга от А до Я.

прямів капіталовкладень. *АВС-аналіз* полягає у виявленні та оцінці незначного числа кількісних величин, які є найціннішими та мають найбільшу питому вагу у загальній сукупності вартісних показників. Згідно з цим методом досліджувана сукупність, наприклад запаси сировини та матеріалів, ділиться на три частини:

- група А — запаси, які є найціннішими з погляду їх вартості, однак можуть використовуватися підприємством у незначній кількості в натуральному виразі;

- група В — середні за величиною запаси як у кількісному, так і в грошовому виразі;

- група С — запаси з найбільшою часткою в натуральному виразі, однак незначні з погляду їх вартості.

Основна увага в процесі управління товарно-матеріальними запасами приділяється запасам, віднесеним до групи А, меншою мірою — групи В та С. Концентрація уваги на найпріоритетніших напрямках управління запасами та дебіторської заборгованістю, зниження собівартості продукції, найреальніших шляхах збільшення обсягів реалізації дозволяє підвищити ефективність управління фінансами підприємства в цілому. Так, концентрація зусиль на пошуку резервів зниження затрат, які займають найбільшу питому вагу в структурі собівартості продукції, принесе відчутніші результати, ніж у разі пошуку резервів зниження тих затрат, які займають невелику частку. В структурі собівартості продукції більшості вітчизняних підприємств значнішу питому вагу займають витрати на сировину та матеріали. Це означає, що суб'єктам господарювання доцільно проводити АВС-аналіз даного елемента затрат.

Аналіз можна здійснювати в розрізі окремих постачальників або окремих видів сировини і матеріалів. В останньому випадку в ході аналізу відбираються види сировини (матеріалів, комплектуючих), на які у вартісному виразі припадає найбільша питома вага у структурі собівартості за даним елементом затрат. З метою проведення ефективного АВС-аналізу сировини та матеріалів у зарубіжній практиці рекомендується застосовувати таку класифікацію окремих їх видів:

- 1) А-сировина — види сировини (матеріалів), на які припадає понад 50 % затрат у загальній структурі;

- 2) В-сировина — види сировини (матеріалів), питома вага яких у загальній структурі закупок перевищує 25 %;

- 3) С-сировина — інші, незначні види сировини (матеріалів).

Зрозуміло, що найбільші резерви зниження затрат за елементом «сировина та матеріали» можуть бути виявлені при аналізі

А-сировини. Для встановлення даних резервів підбирається відповідний каталог заходів:

- детальніша оцінка втрат сировини (матеріалів) на кожній стадії виробництва;
- мінімізація втрати якості сировини (матеріалів);
- обрахунок норм витрат за методом нуль-базис бюджетування;
- підбір економічніших технологій;
- оптимізація запасів;
- переговори з постачальниками на предмет зниження закупівельних цін;
- пошук альтернативних постачальників;
- більш жорсткий контроль за збереженням сировини (матеріалів).

З метою оптимізації запасів на практиці досить часто АВС-аналіз комбінують з іншим методом контролінгу — **XYZ-аналізом**, який характеризує рівномірність запуску окремих видів сировини (матеріалів) у виробництво. Даний метод широко використовується в процесі нормування обігових коштів для створення виробничих запасів. У ході XYZ-аналізу найживаніші види сировини (матеріалів) групуються залежно від рівня їх споживання в три класи:

- 1) X-сировина — види сировини (матеріалів), які рівномірно споживаються у виробництві без суттєвих коливань;
- 2) Y-сировина — види сировини (матеріалів), рівень споживання яких суттєво коливається, наприклад залежно від виробничого циклу чи сезонності виробництва;
- 3) Z-сировина — сировина та матеріали, які споживаються нерегулярно і характеризуються високим рівнем коливання в їх потребі.

Залежно від класу, до якого віднесена сировина, залежить точність прогнозування її потреби для виробництва, а отже, величина запасів. Зрозуміло, що потреба в X-сировині характеризується найвищим рівнем точності прогнозування та нормування; Y-сировині — середнім рівнем точності. Потребу в Z-сировині дуже важко спрогнозувати. Виходячи з цього можна дійти висновків щодо рекомендованої величини запасів (обсягу обігових коштів, які заморожуються в них): у першому випадку обсяги запасів є мінімальними; у другому — в певні періоди запаси повинні бути високими; у третьому — постійні запаси створювати взагалі недоцільно.

Зазначимо, що АВС-аналіз можна використовувати для пошуку резервів зниження собівартості в розрізі окремих центрів затрат, інвестиційних проектів чи видів продукції. Окрім цього, даний метод придатний для оптимізації портфеля продукції, виробництвом та реалізацією якої займається підприємство, максимізації обсягів реалізації продукції тощо.

11.7.6. Аналіз сильних і слабких місць на підприємстві

Одним з важливих методів стратегічного контролінгу є так званий аналіз сильних (*Strength*) і слабких (*Failure*) місць, а також наявних шансів (*Opportunity*) і ризиків (*Threat*). В економічній літературі цей вид аналізу позначається також як SWOT-аналіз (*SWOT-analysis*). Даний вид аналізу може здійснюватися стосовно всього підприємства, його структурних підрозділів, а також у розрізі окремих видів продукції. На основі результатів аналізу ендogenous середовища розробляються рекомендації щодо:

- 1) усунення наявних слабких місць;
- 2) ефективного використання існуючого потенціалу (сильних сторін).

У результаті SWOT-аналізу екзогенного середовища виявляється позитивний і негативний вплив на підприємство ззовні. На основі цього виробляються пропозиції стосовно:

- 1) нейтралізації можливих ризиків;
- 2) використання додаткових шансів.

На рис. 11.6 у вигляді матриці наведено типові приклади сильних і слабких сторін вітчизняних підприємств, а також шансів і ризиків, які можуть виникнути під дією зовнішніх обставин.

<p style="text-align: center;">Сильні сторони:</p> <ul style="list-style-type: none"> • кваліфікований інженерно-технічний персонал; • низькі витрати на заробітну плату; • наявність власних виробничих споруд; • прихід молодих та енергійних співробітників фінансових служб. 	<p style="text-align: center;">Слабкі сторони:</p> <ul style="list-style-type: none"> • інертність і зловживання керівництва підприємства; • крадіжки на виробництві; • застарілий асортимент продукції; • висока енергомісткість продукції; • неефективна діяльність служби збуту.
<p style="text-align: center;">Додаткові шанси:</p> <ul style="list-style-type: none"> • ринок сформований в основному за рахунок імпорту; • державою проводяться протекціоністські заходи, спрямовані на захист вітчизняного товаровиробника; • іноземні інвестори проявляють значний інтерес до галузі, до якої належить підприємство. 	<p style="text-align: center;">Ризики:</p> <ul style="list-style-type: none"> • криміногенні ризики; • інфляційний ризик (знецінення реальної вартості капіталу); • ризик неплатоспроможності чи банкрутства контрагентів; • ризик зміни податкового законодавства та накладання фінансових санкцій.

Рис. 11.6. Матриця SWOT-аналізу

SWOT-аналіз може бути деталізованішим і проводитися в розрізі окремих функціональних блоків діяльності, центрів затрат, видів продукції тощо. В табл. 11.7 наведена загальна схема аналізу сильних і слабких сторін у фінансовій сфері.

Таблиця 11.7

ОЦІНКА СИЛЬНИХ І СЛАБКИХ СТОРІН У ФІНАНСОВІЙ СФЕРІ

Об'єкт аналізу	Сильні сторони	Слабкі сторони
1. Ліквідність		
2. Прибутковість		
3. Cash-flow		
4. Структура капіталу		
5. Структура активів		
6. Дебіторська заборгованість		
7. Кредиторська заборгованість		
8. Фінансові відносини з капіталодавцями		
9. Реальні інвестиції		
10. Фінансові інвестиції		
11. Оборотність оборотних активів		

У процесі аналізу сильні та слабкі місця підприємства слід оцінити з урахуванням основних тенденцій змін у зовнішньому щодо підприємства середовищі. Так, ліквідність підприємства на актуальну дату може бути сильною стороною підприємства, однак через деякий період внаслідок дії зовнішніх факторів вона може стати недостатньою і перетворитися на слабе місце.

Оскільки сильні та слабкі місця, як правило, є відносними величинами, в процесі аналізу їх слід порівнювати з аналогіями на підприємствах-конкурентах. Під час аналізу сильних і слабких місць визначаються критичні сфери, які під дією специфічних зовнішніх і конкурентних факторів впливають на економічні результати підприємства. Потім визначаються ключові параметри чинників, що впливають на ефективність господарської діяльності. На практиці досить часто в ході SWOT-аналізу використовуються такі методи контролінгу, як анкетування та АВС-аналіз. Результати аналізу унаочнюються у вигляді діаграм, матриць, схем, графіків.

11.8. МЕТОДИ ФІНАНСОВОГО ПРОГНОЗУВАННЯ

Виконання функцій стратегічного та оперативного контролінгу, система раннього попередження та реагування, довгострокове планування та бюджетування значною мірою ґрунтуються на фінансових прогнозах. У науково-практичній літературі виокремлюють три основні групи методів прогнозування:

- суб'єктивні (експертні) методи визначення прогнозних показників;
- каузальне прогнозування;
- методи екстраполяції.

11.8.1. Експертне (суб'єктивне) прогнозування

Суб'єктивні методи прогнозування ще називають прагматичними чи експертними методами. Використання математичних і статистичних прийомів за цих методів зведено до мінімуму, натомість пріоритет надається методиці евристики (сукупність прийомів оцінки явищ за допомогою навідних питань). Планові показники визначаються на основі експертних оцінок. Вирішальними при цьому є досвід, інтуїція, суб'єктивні очікування, освіта експертів, відповідальних за складання прогнозів. Як експерти до процесу прогнозування залучаються, як правило, керівники структурних підрозділів і провідні фахівці. Доцільним є також залучення до процесу опитування зовнішніх експертів, наприклад нинішніх і потенційних клієнтів, дистриб'юторів тощо. Роль модератора (ведучого дискусії) та організатора під час експертного прогнозування виконує, як правило, фінансовий контролер.

До **основних методологічних прийомів**, що використовуються за суб'єктивного методу прогнозування, належать такі:

- індивідуальні опитування;
- мозкова атака (*brainstorming*);
- метод Дельфі;
- розробка сценаріїв.

Найпростішим прийомом експертного прогнозування є *індивідуальне опитування* окремих експертів на предмет сильних і слабких сторін підприємства, можливих резервів, існуючих тенденцій. Для успішного використання даного методу прогнозування слід дотримуватися таких передумов:

1. Керівництво підприємства повинно брати безпосередню участь в організації опитування (анкетування).

2. Завчасне узгодження з керівництвом питань, які вносяться в анкету для опитування.

3. Готовність керівництва враховувати результати опитування під час розробки та затвердження планів і бюджетів.

4. Опитування не повинно спровокувати конфлікт чи погіршити відносини між керівництвом і працівниками, окремими структурними підрозділами тощо.

5. Участь керівництва і співробітників в опитуванні повинно бути добровільним.

6. Анонімність анкетування та оцінки.

7. Результати аналізу опитування повинні бути матеріалізовані у формі конкретних заходів з удосконалення тієї чи іншої функціональної ділянки підприємства, відображатися у бюджетах та планах.

Анкетування має такий недолік: діапазон можливих варіантів відповідей може бути дуже широким. Це значно ускладнює виявлення наявної тенденції. Саме тому результати анкетування можуть бути лише основою для застосування складніших методів експертного прогнозування, які ґрунтуються на виробленні єдиної оцінки групою експертів.

Мозкова атака (brainstorming) — це груповий метод вирішення складних проблем, в ході якого учасники групи експертів висувують якомога більше пропозицій щодо вирішення поставленої проблеми. Характерним для цього методу є те, що в процесі дискусії виключається будь-яка критика висунутих ідей. Недоліком цього виду групової дискусії є те, що в групі може домінувати позиція найбільш авторитетного експерта, яка може бути хибною, однак вирішальним чином впливає на результати прогнозування.

Метод Дельфі — це спосіб експертного прогнозування, який ґрунтується на зведенні, систематизації та оцінці думок групи експертів, на основі їх письмового опитування на предмет оцінки майбутніх кількісних та якісних показників розвитку підприємства. До основних характеристик методу Дельфі належать такі²¹:

- використання формально ідентичних анкет для опитування;
- анонімність опитування;
- визначення середньостатистичної відповіді опитуваної групи експертів;
- інформування учасників про результати опитування та середньостатистичну відповідь;
- повторне опитування.

²¹ Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen. — S. 605.

Згідно з цим підходом опитування групи експертів щодо можливостей вирішення певного комплексу проблем здійснюється в кілька етапів (турів). Різні оцінки ймовірності настання певних подій у майбутньому зіставляються між собою. Середню відповідь по групі можна визначити за допомогою середньоарифметичної чи знаходження медіани²². Зведені (середні) результати попередніх етапів доводяться до експертів перед початком наступного етапу опитування. Завдяки інформації про середню оцінку по групі окремі учасники опитування коригують свої власні прогнози. З часом внаслідок дифундування (змішування) окремих точок зору відбувається конвергенція²³ та звуження діапазону здійснюваних експертами оцінок. У результаті цього визначається найімовірніша тенденція розвитку того чи іншого процесу (показника).

До недоліків цього методу слід віднести те, що загальна тенденція може сформуватись не на основі незалежних інтуїтивних оцінок, а в результаті пристосування думок окремих експертів до середньої оцінки. Окрім цього, звуження та конвергенція окремих оцінок може відбуватися за двома полярними напрямками, результатом чого можуть бути дві протилежні тенденції.

Отримані внаслідок застосування методології Дельфі результати використовують при розробці *прогнозних сценаріїв розвитку економічних процесів* на підприємстві за альтернативних зовнішніх і внутрішніх параметрів впливу на фінансово-господарську діяльність. Як правило, планові показники розраховують за песимістичного, оптимістичного та базового сценарію розвитку.

Експертні (суб'єктивні) методи прогнозування використовують здебільшого при стратегічному контролінгу, довгостроковому плануванні обсягів збуту продукції та оцінці ринкового потенціалу, інновацій тощо. Загальним недоліком розглянутих методів є колективна («розмита») відповідальність за якість прогнозування.

11.8.2. Каузальне прогнозування

Каузальний (причинний) метод прогнозування побудований на визначенні майбутніх планових показників на основі оцінки причинно-наслідкових зв'язків з іншими показниками. Напри-

²² Для детальнішого ознайомлення з порядком визначення середнього значення в заданій сукупності варіантів див.: Статистика: Підручник / За ред. С. С. Герасименка. — К.: КНЕУ, 2000. — С. 60—80.

²³ Конвергенція (від лат. *convergentio* — сходиться, наближаться) — схожа чи подібна оцінка одних і тих же явищ, яка виникає незалежно в різних експертів (чи груп експертів).

клад, прогнозний обсяг дебіторської заборгованості визначається на основі даних про строки оплати готової продукції; прогноз виробництва робиться виходячи з інформації про обсяги реалізації, прогнозна величина затрат — від обсягів виробництва тощо.

Каузальне прогнозування може здійснюватися у двох основних формах:

- детермінантний прогноз;
- стохастичний прогноз.

Перша форма дозволяє з високим рівнем точності виконати прогнозні розрахунки у тому разі, якщо між показниками існує чіткий причинно-наслідковий (функціональний) зв'язок, за якого кожному значенню фактора (x) відповідає чітко визначене значення (y). Наприклад, зв'язок між обсягом виробництва певного виду продукції та прогнозною величиною змінних затрат є детермінантним. Його можна описати такою функцією:

$$y = bx, \quad (11.7)$$

де y — прогнозна величина змінних затрат (грн); x — обсяг виробництва (шт.); b — коефіцієнт пропорційності (величина змінних затрат на одиницю випуску).

Якщо зв'язок між показниками має ймовірнісний характер, тобто кожному значенню фактора x відповідає певна множина значень y , то під час прогнозування доцільно використовувати стохастичний підхід (здебільшого використовується при прогнозуванні грошових надходжень від реалізації продукції).

Стохастичне прогнозування ґрунтується на регресійному аналізі, в процесі якого на основі побудови рівняння регресії досліджується ймовірнісна залежність середнього значення однієї величини від іншої. Визначальними при цьому є два чинники:

- вид і параметри незалежних змінних, що впливають на залежну змінну;
- тип рівняння регресії.

Розрізняють лінійні та нелінійні регресії. Якщо спостерігається більш-менш рівномірна залежність між факторами x та y (наприклад, рентабельність власного капіталу від коефіцієнта заборгованості за незмінної процентної ставки за користування позичками), то цю залежність можна описати за допомогою лінійної функції:

$$y = a + bx, \quad (11.8)$$

де b — коефіцієнт регресії (ефект впливу x на y); a — заданий вільний член рівняння регресії.

Якщо між прогнозованими внутрішніми показниками та зовнішніми факторами впливу існує нелінійна залежність, то в процесі прогнозування застосовують нелінійні регресії, наприклад:

- степеневу — $y = ax^b$;
- логарифмічну — $y = a \log(b + cx)$;
- гіперболічну — $y = a + b/x$;
- параболічну — $y = a + bx + cx^2$.

Тип рівняння регресії визначають на основі аналізу функціональної залежності прогнозованих показників від факторів впливу на них. Для цього рекомендується побудова наближених графіків, змінними в яких будуть емпіричні дані про розвиток тих чи інших економічних процесів (показників) (наприклад, залежність собівартості одиниці продукції від обсягів виробництва можна описати за допомогою рівняння гіперболи).

Проблема полягає в точності розрахунків коефіцієнта регресії та вільного члена рівняння регресії. Для детальнішого ознайомлення з порядком проведення регресійного аналізу та визначення ймовірнісної залежності між окремими внутрішніми та зовнішніми змінними доцільно звернутися до рекомендованої спеціалізованої літератури з теорії ймовірності та статистики.

11.8.3. Методи екстраполяції²⁴

У теорії і практиці в процесі прогнозування фінансових показників досить часто використовують методологію екстраполяції, за якої висновки про значення прогнозних показників у майбутніх періодах робляться на основі вивчення їх динаміки у попередніх періодах. Необхідним елементом при цьому є побудова та аналіз так званого **ряду динаміки**, який класифікує значення показників у часі у розрізі окремих періодів та описує динаміку їх розвитку. Підкреслимо, що аналіз ряду динаміки окремого показника, наприклад виручки від реалізації продукції, має суто описовий характер і не пояснює причин тих чи інших змін тенденції.

Методи екстраполяції використовують за відносно стабільного розвитку підприємства (чи окремих показників його діяльності) або за наявності сезонних чи циклічних коливань з чітко вираженим трендом. Під **трендом** (від англ. *trend* — напрям, тенденція) розуміють тривалу тенденцію зміни економічних показників в економічному прогнозуванні. Якщо ж розвиток показ-

²⁴ Екстраполяція — поширення кількісних (статистичних) висновків щодо існуючих тенденцій, одержаних у результаті вивчення впливу минулих подій на майбутні (прогнозовані) періоди.

ників фінансово-господарської діяльності підприємства у попередніх періодах характеризується значною нестабільністю і суттєвим коливанням фінансових показників, то їх екстраполяція на майбутні періоди буде неможливою, а отже, недоцільним є використання відповідних методів.

Можна виокремити три основні групи методів прогнозування за допомогою екстраполяції:

- методи визначення середніх величин;
- екстраполяція тренду;
- експоненціальне згладжування.

Методи визначення середніх величин. Прогнозні показники досить часто розраховуються як середнє значення відповідних показників у попередніх періодах. Середні величини обчислюються здебільшого за алгоритмом середньої арифметичної простої чи середньої арифметичної зваженої. Найпоширенішим у процесі прогнозування є метод визначення **ковзної середньої**, за використання якого прогнозні показники розраховуються як середні величини відповідних показників за n попередніх періодів (а не з використанням усіх значень аналізованого ряду динаміки). Кожні наступні прогнозні показники розраховуються на основі значень, одержаних в 3, 4, ... n попередніх періодах заміною значень найвіддаленіших періодів на нові.

У разі, якщо ковзна середня (K_c) обчислюється як середня арифметична проста, то можна використати такий алгоритм її розрахунку:

$$K_{ct} = \frac{1}{t} \sum_{i=t-n+1}^t x_i, \quad (11.9)$$

де t — границя числового ряду (наприклад, порядковий номер останнього звітного періоду); n — досліджуваний інтервал ряду динаміки; x_i — значення досліджуваного показника в i -му періоді.

Розглянутий метод є досить прийнятним для визначення тренду та розрахунку прогнозних показників при складанні револьверного фінансового плану підприємства.

Приклад 11.3

Перед фінансовим менеджером стоїть завдання розрахувати методом ковзних середніх прогнозні показники грошових надходжень від реалізації продукції в третьому кварталі планового року в розрізі окремих місяців. В його розпорядженні є інформація щодо грошових надходжень у попередні шість місяців. У таблиці наведено розрахунок прогнозних показників, якщо досліджуваний інтервал становить $n = 3$.

Порядковий номер періоду (місяця), i	Значення досліджуваного показника, x_i	Ковзна середня в граничному періоді, t	Розрахунок ковзної середньої, Kst
1.	100,0	—	
2.	98,0	—	
3.	101,0	—	
4.	104,0	—	
5.	103,0	—	
6.	105,0	104,0	$(104 + 103 + 105) : 3$
7. (прогноз)	104,0	104,0	$(103 + 105 + 104) : 3$
8. (прогноз)	104,0	104,3	$(105 + 104 + 104) : 3$
9. (прогноз)	104,3	—	—

Екстраполяція тренду. Під екстраполяцією тренду розуміють продовження виявленої в процесі аналізу тенденції за межі побудованого на основі емпіричних даних ряду динаміки. Передумовою використання цього методу прогнозування є сталість чинників, що формують виявлений тренд, а принциповим моментом — виявлення тренду, характерного для досліджуваного ряду динаміки. В теорії і практиці зустрічаються різні способи розрахунку тренду. Одним з них є *метод найменшого квадратичного відхилення*. Якщо спостерігається більш-менш стійка лінійна залежність значення досліджуваного показника (x) від часового інтервалу (t), то для виявлення тренду доцільно побудувати пряму, яка описується лінійною регресією:

$$x_t = a + bt. \quad (11.10)$$

Параметри a та b трендового рівняння підбираються таким чином, що фактична сума квадратів відхилень показника x_t від теоретичних значень, що описуються прямою, повинна бути мінімальною:

$$f(a, b) : \sum_{t=1}^m (x_t - (a + bt))^2 \rightarrow \min, \quad (11.11)$$

де m — сукупність періодів аналізованого ряду динаміки.

На основі математичних перетворень отримаємо алгоритми розрахунку параметрів a та b ²⁵:

$$b = \frac{12 \sum_{t=1}^m tx_t - 6(m+1) \sum_{t=1}^m x_t}{m(m^2 - 1)}; \quad (11.12)$$

$$a = \frac{1}{m} \sum_{t=1}^m x_t - b \frac{m+1}{2}. \quad (11.13)$$

Розглянемо процес визначення прогнозних показників за методом найменшого квадратичного відхилення, скориставшись інформацією, що міститься у прикладі 11.3. Емпіричні дані щодо значень досліджуваних показників вважатимемо за x_t . Сума цих показників за шість періодів, які складають ряд динаміки, дорівнюватиме 611. Сума значень tx_t становитиме 2160 ($1 \cdot 100 + 2 \cdot 98 + 3 \cdot 101 + 4 \cdot 104 + 5 \cdot 103 + 6 \cdot 105$). Підставивши відповідні значення у формули розрахунку параметрів лінійної регресії, отримаємо: $b = 1,23$; $a = 97,5$. Шукана функція прямої, яка описує тренд, набуде такого вигляду: $x_t = 97,5 + 1,23t$. Отже, прогнозне значення показника грошових надходжень у сьомому місяці становитиме 106 ($97,5 + 1,2 \cdot 7$). Аналогічним чином можна скласти прогноз на наступні періоди.

Експоненціальне згладжування є одним з методів короткострокового фінансового прогнозування, який базується на аналізі ряду динаміки. Розрізняють експоненціальне згладжування першого та вищого порядків. Згідно з цим методом прогнозні показники на плановий період розраховуються з використанням прогнозних і фактичних даних звітного (попереднього) періоду. При застосуванні методології експоненціального згладжування першого порядку рекомендується використовувати такий алгоритм:

$$P_{t+1} = P_t + \alpha(F_t - P_t), \quad (11.14)$$

або

$$P_{t+1} = \alpha F_t + (1 - \alpha)P_t, \quad (11.15)$$

де P_{t+1} — прогнозне значення показника в плановому періоді $t + 1$; P_t — прогнозне значення показника на період t (розраховане в періоді $t - 1$); F_t — фактичне значення прогнозованого показника в періоді t ; α — фактор згладжування.

²⁵ Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen. — S. 609.

Важливу роль у прогностичних розрахунках відіграє так званий фактор згладжування (α), який характеризує рівень впливу даних попередніх періодів на прогностичний показник. Значення цього фактора може перебувати в межах від 0 до 1. Чим меншим є α , тим більший вплив на прогностичне значення мають дані попередніх періодів і тим більше згладжуються в ході прогнозування стохастичні коливання. Навпаки, чим більше α прямує до 1, тим меншим є вплив попередніх періодів на процес експоненціального згладжування. В процесі фінансового прогнозування на підприємствах західноєвропейських країн значення фактора α здебільшого приймається на рівні від 0,1 до 0,3²⁶. Рекомендований алгоритм розрахунку α має такий вигляд: $\alpha = \frac{1}{1+k}$, де k — кількість попередніх періодів, дані яких враховуються при визначенні прогностичного значення²⁷.

Приклад 11.4

Перед фінансистом поставлено завдання здійснити прогностичні розрахунки обсягів грошових надходжень від реалізації продукції для складання фінансового плану на 2003 р. Прогностичне значення відповідних грошових надходжень на 2002 р. становило 15 млн грн; фактичний обсяг надходжень коштів у 2002 р. дорівнював 15,5 млн грн; значення фактору згладжування α , яке враховується в прогностичних розрахунках на підприємстві, становить 0,33.

За використання методу експоненціального згладжування першого порядку шукане значення прогностичного показника на 2003 р. становитиме 15,165 млн грн:

$$P_{2003} = 15,0 + 0,33 (15,5 - 15,0) = 15,165 \text{ млн грн.}$$

Останнім часом дедалі більшого поширення в практиці фінансового прогнозування набуває методологія експоненціального згладжування другого і вищого порядків, яка точніше враховує той чи інший тренд у розвитку прогностичних показників.

Слід зазначити, що на практиці в ході прогнозування досить часто можна спостерігати комбіноване використання різних методів, наприклад результати, отримані за допомогою методів екстраполяції, служать базовою інформацією при використанні експертного методу.

²⁶ Olfert O. Finanzierung. Kompendium der praktischen Betriebswirtschaft. — S. 115.

²⁷ Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen. — S. 610.

ТЕСТИ І ЗАДАЧІ

Тести

Тест 1. *Оперативний фінансовий контролінг включає...*

- 1) бюджетний контроль;
- 2) систему раннього попередження та реагування;
- 3) довгострокове планування;
- 4) складання бюджету реалізації;
- 5) визначення основних немонетарних фінансових цілей.

Тест 2. *Система раннього попередження та реагування включає...*

- 1) визначення індикаторів раннього попередження;
- 2) розрахунок граничних значень індикаторів і безпечних інтервалів їх зміни;
- 3) бенчмаркінг;
- 4) бюджетний контроль;
- 5) бюджетування.

Тест 3. *Основні функції контролінгу — це...*

- 1) залучення капіталу;
- 2) інформаційне забезпечення та планування;
- 3) контроль та координація;
- 4) управління кредиторською та дебіторською заборгованістю;
- 5) управління грошовими потоками.

Тест 4. *Дискримінантний аналіз...*

- 1) може бути однофакторним і багатфакторним;
- 2) є методом прогнозування фінансових результатів;
- 3) використовується в процесі прогнозування банкрутства;
- 4) використовується при розрахунку точки безбитковості;
- 5) є складовою АВС-аналізу.

Тест 5. *Головним завданням стратегічного планування є...*

- 1) визначення стратегічних напрямків діяльності підприємства;
- 2) бюджетування;
- 3) розробка дерева цілей;
- 4) аналіз відхилень;
- 5) визначення горизонтів планування.

Тест 6. *Система калькуляції затрат, яка ґрунтується на простому розрахунку показника покриття постійних затрат, називається...*

- 1) системою стандарт-костинг;
- 2) системою обліку за нормативною собівартістю;

- 3) одноступінчастою системою директ-костинг;
- 4) калькуляцією за фактичною собівартістю;
- 5) багатоступінчастою системою директ-костинг.

Тест 7. *Маржинальний прибуток — це...*

- 1) те саме, що й звичайний прибуток підприємства до оподаткування;
- 2) показник, який характеризує частину чистої виручки, що спрямовується на покриття умовно змінних витрат;
- 3) прибуток, що залишається в розпорядженні підприємства після оподаткування;
- 4) прибуток від інвестицій за безризиковою процентною ставкою;
- 5) показник, який характеризує частину виручки, що спрямовується на заміщення умовно постійних витрат і формування прибутку від реалізації.

Тест 8. *Бенчмаркінг — це...*

- 1) внутрішній аналіз і порівняння показників діяльності різних структурних підрозділів одного підприємства;
- 2) маркетинговий аналіз ринку;
- 3) порівняльний аналіз продуктивності виробничих процесів та інших параметрів даного підприємства з аналогічними характеристиками підприємств-конкурентів;
- 4) аналіз окремих процесів, функцій, методів і технологій порівняно з підприємствами, які не є конкурентами даного підприємства;
- 5) аналіз сильних і слабких місць на підприємстві.

Тест 9. *ABC-аналіз застосовують при вирішенні таких основних завдань:*

- 1) оптимізація товарно-матеріальних запасів;
- 2) розрахунок суми покриття;
- 3) прогнозування банкрутства;
- 4) виявлення резервів зниження затрат сировини, матеріалів;
- 5) забезпечення координації системи бюджетів на підприємстві.

Тест 10. *До основних методів фінансового прогнозування на основі екстраполяції можна віднести...*

- 1) метод Дельфі;
- 2) причинно-наслідковий аналіз;
- 3) метод визначення ковзної середньої;
- 4) стохастичне прогнозування;
- 5) експоненціальне згладжування.

Задачі

Задача 1

У таблиці наведено фактичні обсяги виручки від реалізації продукції підприємства протягом січня—травня. Зробити прогнозні розрахунки показника виручки від реалізації на червень методом експоненціального згладжування, якщо фактор згладжування становить 0,25.

Місяць	Січень	Лютий	Березень	Квітень	Травень	Червень
Факт	15,0	16,0	17,5	17,0	18,0	
Прогноз	14,0					

Задача 2

Маржинальний прибуток на одиницю реалізованої продукції становить 5 грн; умовно змінні витрати на одиницю продукції дорівнюють 4 грн; умовно постійні витрати на виробництво товарної продукції — 600 тис. грн. Розрахувати величину виручки від реалізації та обсяг реалізації продукції в точці беззбитковості.

Розділ 12

БЮДЖЕТУВАННЯ НА ПІДПРИЄМСТВІ

Бюджетування як функція фінансового контролінгу. Загальна схема бюджетування. Принципи бюджетування. Система бюджетів на підприємстві. Способи бюджетування. Нуль-базис бюджетування. Традиційне бюджетування.

Визначення потреби підприємства в капіталі. Зміст і види потреби в капіталі. Потреба в капіталі для фінансування основних засобів та нематеріальних активів. Потреба в капіталі для фінансування оборотних активів.

Правила фінансування підприємств. Золоте правило фінансування. Золоте правило балансу. Правила збереження ліквідності. Правило вертикальної структури капіталу. Оптимізація структури капіталу та ефект фінансового лівериджу.

Планування прибутків і збитків. Планування ліквідності. Прогноз руху грошових коштів (Cash-flow). Планування показників балансу. Бюджетний контроль та аналіз відхилень.

12.1. БЮДЖЕТУВАННЯ ЯК ФУНКЦІЯ ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛІНГУ

Для організації ефективного фінансового контролінгу на підприємстві рекомендується створення сучасної системи бюджетування, яка б була заснована на розробці і контролі виконання ієрархічної системи бюджетів.

У контексті підприємств *під бюджетом розуміється короткостроковий план, в якому відображається алокація (розподіл) ресурсів*. Вичерпну дефініцію цього інструменту фінансового управління дав ще в 1850 р. представник італійської школи фінансів *Ф. Вілла*. Під бюджетом він розумів попередній кошторис, який перед початком планового періоду дає інформацію про очікувані надходження і видатки, рух капіталу та всі результати ділової активності підприємства¹.

Згідно із сучасними трактуваннями, *бюджет* — це сума коштів, які є в розпорядженні для виконання визначених функцій та проведення певних заходів у рамках загальнофірмового планування². Він може складатися у формі заданих показників, яких слід дотримуватися у плановому періоді. Наприклад, для підприємства в цілому чи для окремого структурного підрозділу доводиться

¹ *Villa F. Elementi di Amministrazione e Contabilita. 3. Aufl. — Pavia, 1857. — S. 67.*

² *Дайле А. Практика контролінга: Пер. с нем. — М.: Финансы и статистика, 2001. — С. 195.*

бюджет витрат (чи статті витрат), якого він повинен дотримуватися. Конкретні джерела покриття витрат при цьому не вказуються. Досить часто бюджет складається у формі каталогу заходів, які слід здійснити в плановому періоді; при цьому наводиться обсяг коштів, які виділені для реалізації цих заходів. Водночас *є тип бюджетів, в яких поряд з напрямками використання ресурсів відображаються джерела покриття витрат.*

У бюджеті можуть відображатися як вартісні, так і кількісні показники планового періоду.

Процес складання бюджетів і контролю за їх виконанням одержав назву бюджетування. До основних характеристик бюджетування можна віднести:

- короткостроковість (до одного року);
- високий рівень конкретизації;
- внутрішню спрямованість;
- тісну інтеграцію з контролем та аналізом відхилень.

У літературі, присвяченій контролінгу, можна зустріти різні підходи до формулювання функцій бюджетування. Найвдалішою, на нашу думку, є класифікація функцій, запропонована німецькими експертами в галузі контролінгу *А. Цюндом* та *П. Хорвачем*³:

- функція регулювання фінансових компетенцій (визначення потреби у фінансових ресурсах, необхідних для досягнення поставлених цілей окремими підрозділами підприємства);
- функція прогнозування (в бюджетах знаходять свій фінансовий вираз майбутні операції підприємства);
- функція координації (наявні та мобілізовані фінансові ресурси повинні спрямовуватися на досягнення цілей, визначених у стратегії розвитку підприємства);
- функція мотивації (виконання бюджетних показників є критерієм ефективності діяльності окремих осіб, структурних підрозділів тощо).

Необхідною передумовою і складовою бюджетування є планування, яке власне й конкретизується в бюджетах. І хоча досить часто в літературних джерелах поняття «бюджетування» та «планування» вживаються як синоніми, їх слід розрізнити: бюджетування зорієнтоване в основному на фіксацію та координацію показників у короткостроковому періоді, а планування — на прогнозування шляхів і засобів досягнення поставлених цілей як у коротко-, так і довгостроковій перспективі. Фінансовий план виконує два основні завдання:

³ Див: *Horvath P. Controlling. 4., überarb. Aufl. — München: Vahlen, 1991. — S. 447; Zuend A. Treasurer und Controller — Umriss zweier moderner Berufsbilder im Finanz- und Rechnungswesen grösserer Unternehmungen. — Büro und Verkauf, 1973. — S. 99—73.*

- *по-перше*, він є фінансовим прогнозом, який надає випереджаючу інформацію про розвиток грошових надходжень і видатків у майбутньому;

- *по-друге*, його можна розглядати як фінансовий бюджет, в якому відображаються задані показники⁴.

Типова схема бюджетування у загальному вигляді може включати етапи та строки, наведені в табл. 12.1.

Процес бюджетування на майбутній рік починається з вибірки та розрахунку центральною службою контролінгу основних **цільових показників** монетарного характеру, які випливають зі стратегічного плану. Після цього готується так звана бюджетна резолюція або **лист з планування**, в якому окреслюються основні орієнтири діяльності підприємства в бюджетному році в розрізі окремих сфер і параметрів діяльності. В листі акцентується увага на основних факторах зовнішнього впливу, доводяться монетарні цілі на бюджетний рік та загальні рекомендації щодо їх досягнення. Наприклад, у листі в розділі спеціальних рекомендацій може зазначатися, що для досягнення планового обсягу операційного Cash-flow слід зменшити затрати на сировину та основні матеріали. Для цього доцільно укласти угоди на поставку на вигідніших умовах, зокрема з оплатою по факту, тобто після надходження сировини та матеріалів на склад, навіть якщо це зумовить необхідність робити закупки у непостійних постачальників⁵.

Необхідною передумовою успішного бюджетування на підприємстві є ефективно діюча система обліку, звітності та збору інформації. Для складання бюджетів кожному відповідальному підрозділу чи працівникові доводяться **спеціальні табличні форми**, в яких у розрізі окремих періодів і позицій зазначається характер показників чи іншої інформації, яку слід представити. Заповнені форми направляються у відділ контролінгу, який їх обробляє та систематизує. Одна група показників служить базовою інформацією для прогнозних розрахунків, а інші — безпосередньо фіксуються в бюджетах. Зміст окремих форм та їх вигляд визначаються службами контролінгу залежно від їх інформаційних потреб і структури носіїв інформації на кожному конкретному підприємстві. При складанні бюджетів рекомендується застосовувати форми, які за своїм змістом і структурою наближені до документів фінансової та податкової звітності, що значно полегшить роботу в рамках бюджетного контролю (план-факт порівняння).

⁴ Olfert O. Finanzierung. Kompendium der praktischen Betriebswirtschaft. — S. 111.

⁵ Дайле А. Практика контролінга: Пер. с нем. — М.: Финансы и статистика, 2001. — С. 182.

Таблиця 12.1

ЕТАПИ БЮДЖЕТУВАННЯ НА ПІДПРИЄМСТВІ

№ з/п	Зміст етапу (заходи)	Виконавці	Строки
1	Вироблення (уточнення) стратегічних цілей	Група стратегічного планування, контролер	постійно
2	Оформлення та доведення до менеджерів верхньої і середньої ланок «бюджетної резолюції» (листа з планування)	Центральна служба контролінгу, за підписом правління	до 1.07 поточного року
3	Розробка спеціальних первинних форм, за якими проводитиметься збір інформації та доведення цих форм до відповідальних за їх заповнення працівників чи структурних підрозділів	Відділ контролінгу	до 1.08 поточного року
4	Заповнення первинних форм і направлення їх до відділу контролінгу	Структурні підрозділи	до 1.09 поточного року
5	Розробка фінансових прогнозів, планування та аналіз альтернатив (окреслення альтернативних можливостей залучення та використання ресурсів)	Контролер у співпраці з відповідними службами	до 1.10 поточного року
6	Збалансування планів шляхом оптимального поєднання наявних альтернатив	Служби контролінгу	до 15.10 поточного року
7	Координація показників різних бюджетів	Служби контролінгу	до 15.10 поточного року
8	Фіксація узгоджених показників у конкретних бюджетах	Служби контролінгу	до 1.11 поточного року
9	Затвердження бюджетних показників і доведення бюджетів до виконавців	Правління, керівництво підприємством	до 1.12 поточного року
10	Бюджетний контроль: визначення відхилень фактичних показників від планових та аналіз причин відхилень	Служби контролінгу у співпраці з виконавцями бюджетів	Бюджетний та післябюджетний періоди
11	Рапортування (підготовка проміжних і кінцевих звітів) про результати виконання бюджетів	Служби контролінгу	Бюджетний та післябюджетний періоди
12	Коригування планів і бюджетів відповідно до рекомендацій, що містяться в рапортах	Група стратегічного планування, керівництво, контролер	Бюджетний та післябюджетний періоди

Розробка фінансових прогнозів здійснюється з методологією, описаною в розд. 11. Служби контролінгу повинні обрати найприйнятніший для них метод прогнозування: експертний, екстраполяції чи каузальний.

Характеру бюджету план набуває лише після реалістичної оцінки та коригування прогнозних показників. Отже, прогнозування та планування первинні, а бюджетування — вторинне. Проміжною ланкою між прогнозними розрахунками і кінцевим бюджетом є процес узгодження наявних альтернатив таким чином, щоб верхня межа грошових видатків у плановому періоді не перевищувала нижньої межі грошових надходжень.

Після аналізу наявних альтернатив проводиться робота із збалансування планів, їх координації та фіксації узгоджених показників у бюджетах. Таким чином, у процесі бюджетування забезпечується логічний зв'язок між показниками, які надходять «знизу», та узгодження з розрахунками, що доводяться «згори». Так звану сервісну функцію при цьому виконують служби контролінгу.

Як уже зазначалося, невід'ємні складові бюджетування — це бюджетний контроль і рапортування, що виступають основою для коригування планів і діяльності. Механізм здійснення бюджетного контролю розглядається в підрозділі 12.11.

Незважаючи на непересічне значення планування та бюджетування для успішної діяльності суб'єктів господарювання, як це йдеться у вітчизняних наукових і методологічних джерелах, в практичній діяльності підприємств цьому питанню приділяється недостатньо уваги. Організація бюджетування на багатьох підприємствах пов'язана зі значними складнощами, зумовленими, з одного боку, відсутністю відповідної системи інформаційного забезпечення та невмінням працівників різних структурних підрозділів підготувати відповідні дані для їх використання в процесі планування, а з іншого — нерозумінням керівництва переваг бюджетування.

Недооцінка планування, яка спостерігається останніми роками, значною мірою зумовлена неправильними підходами до цього інструменту управління, що застосовувалися в умовах адміністративної системи господарювання і скомпрометували саму ідею планування. Хибні принципи, які домінували за централізованого планування, стали одним з основних чинників низької ефективності народного господарства в цілому й окремих суб'єктів господарювання зокрема. З іншого боку, як свідчить досвід економічно розвинутих країн та вітчизняна практика, відсутність планів (бюджетів) або прорахунки в їх складанні стали суттєвим чинником, який може зумовити фінансову кризу на підприємстві.

12.2. ПРИНЦИПИ БЮДЖЕТУВАННЯ

У теорії і практиці економічної науки можна зустріти різні підходи до формулювання принципів бюджетування та планування. На нашу думку, до основних з них слід віднести такі:

- **принцип повноти:** всі операції підприємства, що призводять до надходжень чи виплат грошових коштів, а також впливають на його фінансові результати, повинні бути відображені в бюджеті;

- **принцип координації** означає, що бюджети окремих центрів прибутковості, затрат, структурних підрозділів тощо повинні складатися з урахуванням можливості їх зведення в єдиний консолідований бюджет; окрім цього, слід узгоджувати стратегічні цілі з показниками довгострокових планів і короткострокових бюджетів;

- **принцип централізації** передбачає, що бюджетування є важливим інструментом фінансового управління підприємством, яке повинно здійснюватися з єдиного центру, а отже, всі грошові надходження (в т. ч. позичкові ресурси) повинні служити для покриття всіх вихідних грошових потоків;

- **принцип спеціалізації** бюджетів вимагає, щоб грошові надходження та виплати відображалися відповідно до їх видів і джерел виникнення, завдяки чому можна проконтролювати рух грошових коштів у розрізі окремих центрів прибутковості та відповідальності;

- **принцип періодичності** бюджетування означає, що бюджети повинні ділитися на окремі періоди, тривалість яких визначається специфікою організації фінансової діяльності підприємства (щоденні бюджети, щодакдні, тижневі, на місяць, квартал тощо);

- **принцип прозорості** передбачає, що бюджети повинні складатися таким чином, щоб усі задіяні в їх виконанні особи чітко уявляли завдання, які перед ними ставляться, та мали стимули до їх виконання;

- **принцип точності:** всі операції та результуючі з них грошові надходження і виплати повинні базуватися на реальних прогнозах;

- **принцип декомпозиції** полягає в тому, що кожний бюджет нижчого рівня є деталізацією бюджету більш високого рівня, тобто бюджети цехів є «вкладеними» у зведений бюджет виробництва, часткові бюджети в розрізі статей затрат конкретизують бюджет виробництва тощо.

Наведені принципи бюджетного планування діяльності структурних підрозділів і всього підприємства необхідно впроваджувати з метою економії фінансових ресурсів, скорочення непродуктивних витрат, більшої гнучкості в управлінні і контролі за собівартістю продукції, а також для підвищення точності заданих бюджетних показників.

12.3. СПОСОБИ БЮДЖЕТУВАННЯ

У науково-практичній літературі, присвяченій плануванню та бюджетуванню, розрізняють два основні види бюджетів: гнучкі та фіксовані.

У *гнучких бюджетах* планові розрахунки затрат і фінансових результатів прив'язуються до обсягів виробництва та реалізації продукції. До цієї категорії бюджетів належать бюджет затрат, які відносяться до умовно змінних (змінюються пропорційно до обсягів виробництва).

На відміну від цього, показники *фіксованих бюджетів* здебільшого не змінюються зі зміною обсягів виробництва. За принципом фіксованого бюджетування складають бюджет адміністративних витрат, бюджет на рекламу тощо.

За способами бюджетування⁶ розрізняють: нуль-базис-бюджетування і традиційне бюджетування.

Методологія нуль-базис-бюджетування (*ZBB — Zero-Base-Budgeting*) використовується у разі заснування нового підприємства, розширення діючих виробничих потужностей (для збільшення обсягів та асортименту продукції) чи в рамках контролінгу витрат з метою виявлення резервів їх зниження. Базою для нуль-базис-бюджетування є так звана точка-нуль (інформація про результати діяльності попередніх періодів, зокрема витрати до розрахунків не беруться). Бюджетні показники за цим способом розраховуються на основі нового обрахунку потреби в капіталі для фінансування необоротних та оборотних активів з використанням широкого масиву інформації щодо технологічних процесів, норм і нормативів, калькулювання собівартості продукції, ціноутворення тощо. Порядок проведення ZBB представлено на рис. 12.1.

⁶ Способи бюджетування не слід плутати з методами прогнозування (див. розд. 11).

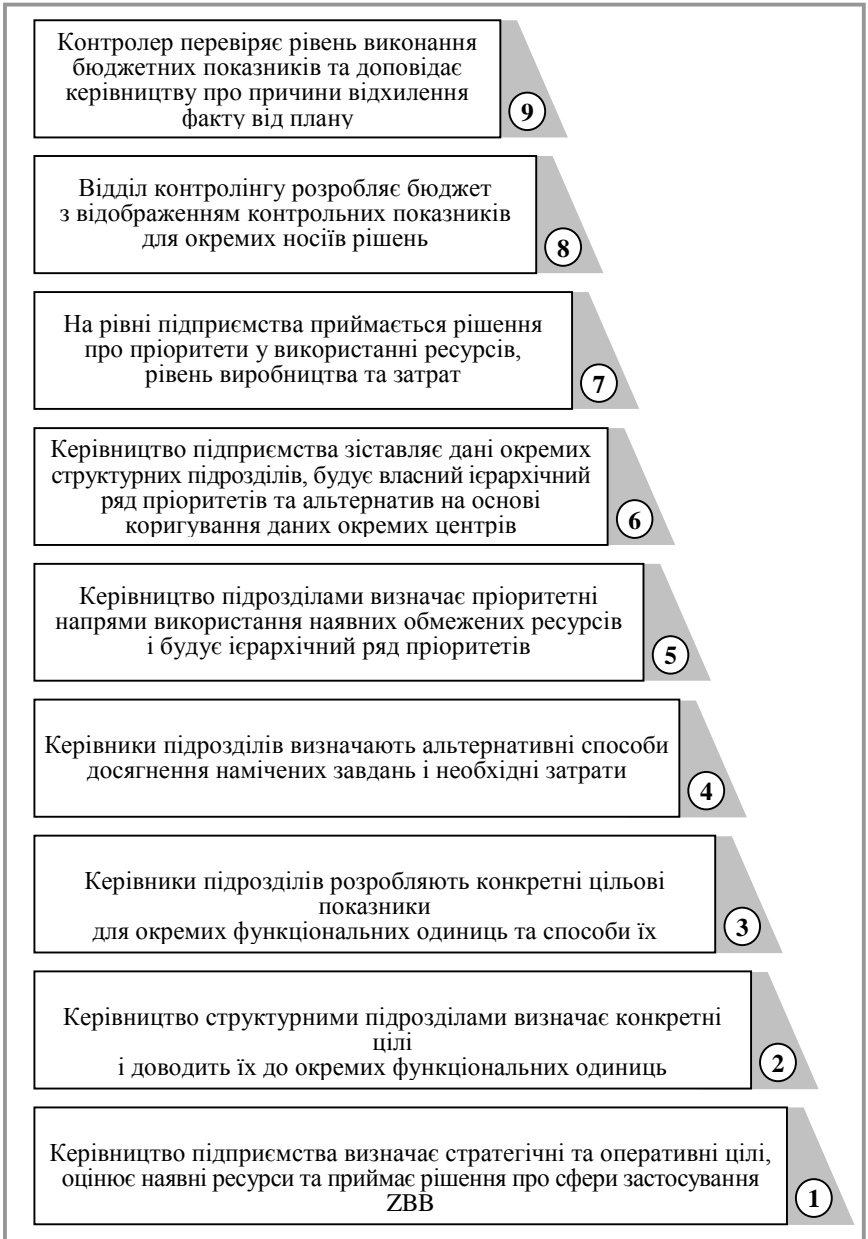


Рис. 12.1. Етапи нуль-базис-бюджетування
(За: Meyer-Piening, Zero Base Planning. — Köln, 1990. — S. 18)

В основі традиційного бюджетування лежать показники діяльності, зокрема показники потреби в капіталі та рівня витрат попередніх періодів. При цьому застосовується методологія екстраполяції. Цей спосіб, як правило, використовується за відносно стабільних тенденцій у сфері виробництва та реалізації продукції (асортимент та обсяги виробництва в плановому періоді суттєво не відрізняються від попередніх періодів або ж зміни відбуваються згідно з чітко вираженою тенденцією). У даному разі недоцільно наново здійснювати розрахунок усіх позицій затрат. Це можна зробити на основі коригування показників попередніх періодів на відповідні прогнозні величини.

Таким чином, основна відмінність ZBB від традиційного планування полягає в тому, що останнє значною мірою зорієнтоване на показники діяльності, зокрема показники рівня витрат попередніх періодів (які можуть бути невиправдано завищеними). Головною метою ZBB є визначення оптимального рівня витрат підприємства та пріоритетних напрямів використання обмежених фінансових ресурсів. У рамках ZBB аналізуються всі статті затрат і по кожній із них визначаються можливості економії. Враховуючи те, що ZBB є більш трудомістким, а отже, витратнішим методом, його слід використовувати лише за неможливості застосування традиційного бюджетування (наприклад, заснування нового підприємства) чи у разі, якщо воно є недостатньо об'єктивним (наприклад, суттєво завищена потреба в капіталі).

12.4. СИСТЕМА БЮДЖЕТІВ НА ПІДПРИЄМСТВІ

З метою організації бюджетного планування діяльності окремих структурних підрозділів та підприємства в цілому доцільно запровадити наскрізну систему бюджетів. Ця система дозволяє встановити жорсткий бюджетний контроль за надходженням і витрачанням коштів, створити реальні умови для вироблення ефективної фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання.

Рішення щодо залучення та використання фінансових ресурсів приймаються на основі двох основних критеріїв: прибутковість та ліквідність (платоспроможність). Саме тому в ході фінансового планування слід чітко розмежовувати планування фінансових результатів і планування вхідних та вихідних грошових потоків (планування ліквідності), оскільки не всі доходи і витрати, які враховуються при визначенні фінансових результатів, призводять до відповідних грошових надходжень або виплат у плановому

періоді. Досить часто можна спостерігати ситуацію, коли підприємство має прибутки, однак є неплатоспроможним, і навпаки — підприємство збиткове, однак платоспроможне.

Отже, система бюджетів повинна бути зорієнтована на планування фінансових результатів, з одного боку, та ліквідності — з іншого. Оцінка майбутніх **фінансових результатів (прибутків, збитків)** здійснюється шляхом складання бюджету доходів і витрат за всіма видами звичайної діяльності підприємства, які очікуються в плановому періоді. **Прогнозування ліквідності** проводиться на основі зіставлення грошових надходжень і видатків, які очікуються в плановому періоді. Координація цих двох напрямів бюджетування здійснюється в результаті їх інтеграції у формі планового балансу та бюджету Cash-flow.

Система бюджетів повинна охоплювати всю базу фінансових розрахунків підприємства. Вона включає первинний бюджет, групу основних бюджетів та сукупність часткових бюджетів. У стандартному вигляді група **основних бюджетів** містить:

- план інвестицій;
- план фінансових результатів (прибутків і збитків);
- планування ліквідності (оперативний фінансовий бюджет);
- плановий баланс;
- план звіту про рух грошових коштів (Cash-flow).

Загалом, план інвестицій, план прибутків (збитків), плановий баланс, план руху грошових коштів належать до середньо- і довгострокових планів. Як правило, вони складаються на період від 1 до 5 років з поквартальною розбивкою і забезпечують ліквідність підприємства у довгостроковому періоді (структурна ліквідність). Показники окремих кварталів (чи місяців) розраховуються в рамках короткострокового бюджетування. Зіставлення короткострокових складових довгострокових планів з оперативним фінансовим планом забезпечує поточну ліквідність підприємства.

Важливими елементами системи бюджетування є вибір і розробка так званого **первинного бюджету**, в якому фіксуються *планові значення фактора, що найбільше обмежує діяльність підприємства*. Тип первинного бюджету залежить від специфіки фінансово-господарської діяльності підприємства та потенціалу залучення ресурсів. Він може бути зорієнтований на збут продукції, постачання факторів виробництва чи на можливості фінансування. Наприклад, якщо обсяги виробництва та реалізації продукції залежать від рівня забезпеченості підприємства дефіцитною сировиною, то первинним бюджетом, очевидно, буде

бюджет матеріального забезпечення. Якщо обсяги діяльності визначають висококваліфіковані кадри, то за первинний слід брати бюджет персоналу тощо.

Як первинний бюджет розглядають, як правило, бюджет реалізації продукції, оскільки саме величина продажів найчастіше є обмежуючим діяльність підприємства чинником. Враховуючи можливості збуту продукції, обчислюється необхідний рівень технологічних потужностей підприємства, для забезпечення якого розраховується потреба в капіталі для фінансування основних засобів та нематеріальних активів. На основі інформації про тривалість операційного циклу та величини затрат на виробництво і реалізацію продукції визначають потребу в капіталі для фінансування оборотних активів. Можливості покриття потреби в капіталі прогнозуються на основі аналізу руху коштів у рамках фінансової діяльності та відносин з капіталодавцями.

Структурно-логічна схема системи бюджетування на підприємстві (за умови, що за первинний береться бюджет реалізації продукції) представлена на рис. 12.2.

Базовою ланкою системи бюджетування є *часткові бюджети*, які формуються відповідно до принципів спеціалізації та декомпозиції і включають окремі частини грошових доходів і витрат підприємства (наприклад, бюджети структурних підрозділів, центрів витрат чи доходів, функціональні бюджети у розрізі окремих затрат тощо). До типових часткових бюджетів можна віднести:

- план реалізації продукції;
- бюджет виробництва;
- бюджет товарно-матеріальних запасів;
- бюджет фонду оплати праці та нарахувань на неї;
- бюджет матеріальних витрат;
- бюджет споживання енергії;
- бюджет інших витрат;
- бюджет погашення кредитів (прив'язаний до графіків виконання зобов'язань);
- податковий бюджет (складається тільки в цілому по підприємству).

Часткові бюджети розробляються відповідно до загальної стратегічної лінії діяльності підприємства та з урахуванням особливостей його окремих функціональних підрозділів. Кількість часткових бюджетів залежить від рівня деталізації планування на підприємстві. Всі бюджети тісно пов'язані між собою і складають єдину систему бюджетів.

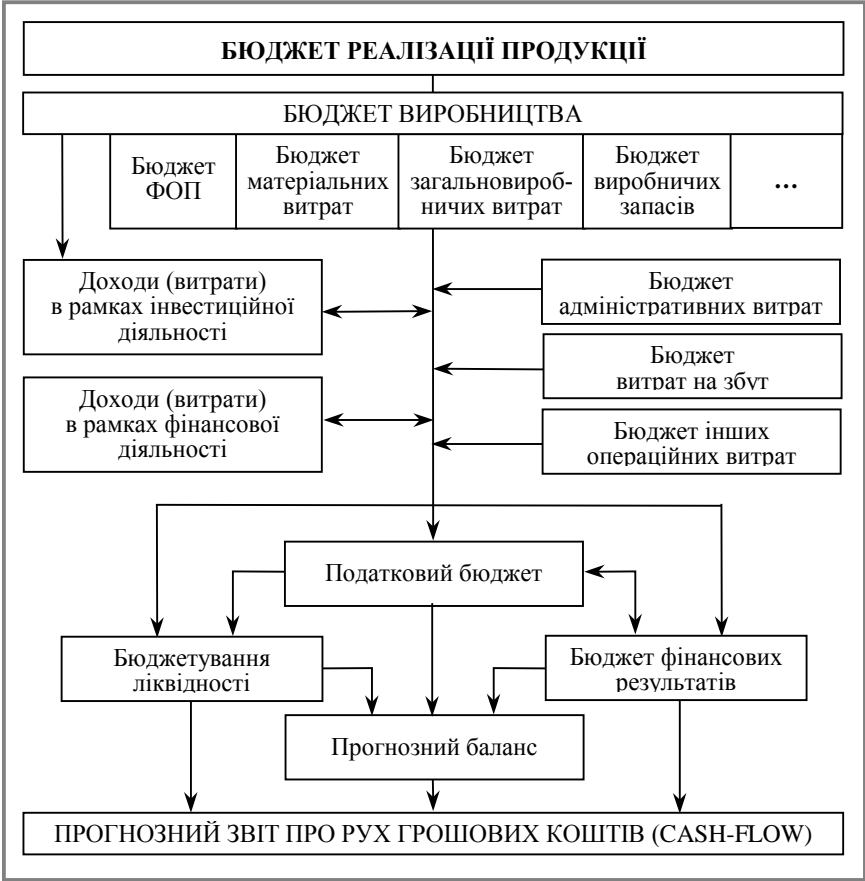


Рис. 12.2. Система бюджетів на підприємстві

Система бюджетування повинна бути націлена на підвищення керованості й адаптованості підприємства до змін на товарних і фінансових ринках; забезпечення оперативного одержання інформації про необхідність коригування стратегії і тактики управління підприємством; створення умов для підвищення порозуміння і довіри з представниками закордонних фірм. *Впровадження системи наскрізного бюджетування робить підприємство інформаційно прозорим для комерційних банків та інвестиційних компаній, інших капіталодавців, що дозволяє розширити можливості підприємства з погляду отримання довгострокових кредитів або розміщення нових емісій на фондовому ринку на вигідніших умовах для емітента.*

12.5. ВИЗНАЧЕННЯ ПОТРЕБИ ПІДПРИЄМСТВА В КАПІТАЛІ

12.5.1. Зміст та види потреби в капіталі

На практиці перед фінансовими службами підприємств, окремими підприємцями досить часто постають такого роду запитання:

- скільки грошових коштів потрібно залучити, щоб забезпечити виробництво певного виду продукції?
- який обсяг фінансових ресурсів слід використати на придбання основних засобів та необоротних активів?
- на який період і в якому обсязі слід залучати кошти для покриття затрат, які включаються до собівартості продукції?
- який порядок формування активів і пасивів?

Відповідь на ці та інші запитання ми отримаємо, дослідивши порядок визначення потреби підприємства в капіталі, що є необхідним для успішного складання плану інвестицій та інших видів бюджетів.

Потреба в капіталі — це виражена в грошовому еквіваленті потреба підприємства в грошових коштах і матеріальних засобах, необхідних для виконання поставлених цілей та забезпечення фінансової рівноваги. Потреба в капіталі розраховується на основі методології нуль-базис чи традиційного бюджетування.

За традиційного бюджетування плановий обсяг потреби в капіталі залежить від прогнозних величини грошових виплат і надходжень, а також часового інтервалу між ними. Дефіцит чи надлишок грошових коштів за певний проміжок часу визначається як різниця між наростаючими підсумками грошових виплат та надходжень за цей період.

Приклад 12.1

Визначимо потребу підприємства в капіталі в плановому періоді, якщо прогнозні показники грошових надходжень і виплат мають такий вигляд:

Місяць	Грошові виплати	Надходження	Потреба (+), надлишок (-)
Січень	350 000	—	+350 000
Лютий	300 000	—	+650 000
Березень	100 000	100 000	+650 000
Квітень	200 000	150 000	+700 000

Закінчення табл.

Місяць	Грошові виплати	Надходження	Потреба (+), надлишок (-)
Травень	100 000	200 000	+600 000
Червень	100 000	200 000	+500 000
Липень	250 000	100 000	+650 000
Серпень	50 000	200 000	+500 000
Вересень	100 000	200 000	+400 000
Жовтень	200 000	150 000	+450 000
Листопад	100 000	200 000	+350 000
Грудень	150 000	200 000	+300 000
Наростаючий підсумок	2 000 000	1 700 000	+ 300 000

Процес виникнення потреби в капіталі можна уявити у графічному вигляді. На основі побудови графіка потреби в капіталі протягом планового періоду (рис. 12.3) можна визначити обсяги витрат підприємства, які слід покривати за рахунок власного капіталу, а які — вдаючись до залучення фінансових ресурсів кредиторів. У нашому прикладі підприємство має стабільну мінімальну потребу у фінансових ресурсах обсягом 300 тис. грн. Максимальна величина потреби в капіталі протягом планового періоду становить 700 тис. грн. Різниця між максимальним і мінімальним обсягами потреби в коштах дорівнює 400 тис. грн (700 000 – 300 000).

У практиці фінансово-господарської діяльності підприємств у економічно розвинутих країнах прийнято вважати, що (за інших рівних обставин) *стабільну мінімальну потребу в капіталі доцільно покривати за рахунок власного капіталу, а тимчасову різницю між максимальною та мінімальною потребою — за рахунок коштів кредиторів*⁷. Отже, для планового періоду найоптимальнішим є покриття потреби в капіталі обсягом у 300 тис. грн за рахунок власного капіталу, а тимчасову різницю між максимальною та мінімальною потребою доцільно фінансувати за рахунок залучення короткострокових позичок у відповідних періодах.

⁷ Olfert O. Finanzierung. Kompendium der praktischen Betriebswirtschaft. — S. 68—69.

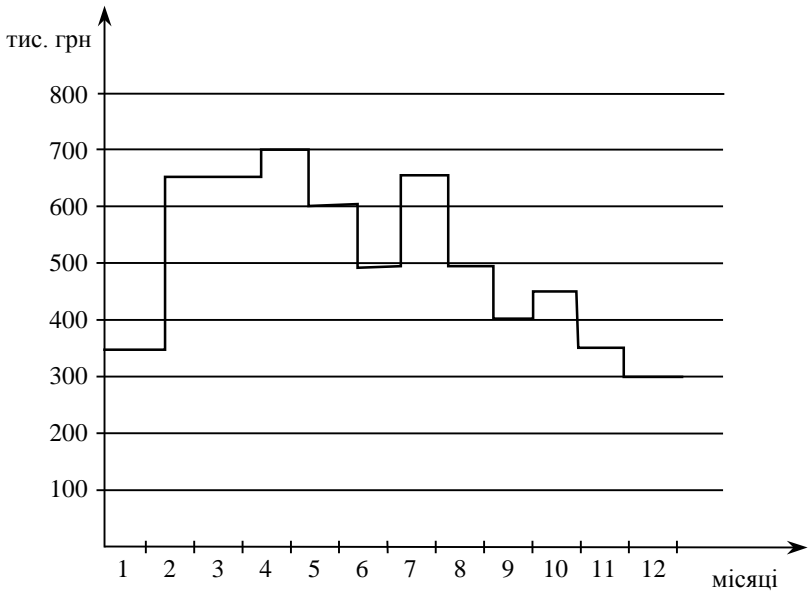


Рис. 12.3. Графік потреби в капіталі протягом планового періоду

Види потреби в капіталі. Для прогнозування потреби в капіталі насамперед слід визначити планові обсяги грошових виплат у розрізі окремих їх складових і періодів. Види потреби в капіталі можна класифікувати за типом грошових виплат підприємств (рис. 12.4):

- грошові видатки у результаті інвестиційної діяльності;
- грошові видатки у результаті операційної діяльності;
- грошові видатки у результаті фінансової діяльності.

Потреба в капіталі для фінансування основної діяльності підприємства. Основна частина грошових видатків підприємства пов'язана із забезпеченням їх основної діяльності. Виникнення потреби в капіталі для забезпечення цієї діяльності зумовлене незбігом у часі моменту здійснення грошових витрат (на придбання основних засобів, сировини, матеріалів тощо) та моменту надходження грошових коштів за продукцію, на виробництво якої понесені витрати. Базою для визначення обсягу фінансових ресурсів, необхідних для покриття витрат, пов'язаних із підготовкою, організацією, веденням та обслуговуванням виробництва, є бюджет реалізації та бюджет виробництва продукції (табл. 12.2 та 12.3).



Рис. 12.4. Види потреби в капіталі

Загальна потреба в капіталі розраховується як сума:

- капіталу, необхідного для фінансування основних засобів і нематеріальних активів (інвестиційна діяльність) та
- капіталу для фінансування оборотних активів (операційна діяльність).

Отже, грошові видатки для забезпечення основної діяльності можуть здійснюватися не лише в рамках операційної, а й в результаті інвестиційної діяльності. У разі, якщо підприємство перебуває на стадії створення, то додатково розраховується потреба у фінансових ресурсах, необхідних для покриття витрат на заснування, зокрема:

- витрат на державну реєстрацію підприємства;
- різного роду нотаріальні витрати;
- комісійні винагороди, пов'язані із заснуванням підприємства і запуском його в дію.

План виробництва розробляється на основі обраної стратегії розвитку підприємства, наявного потенціалу та з урахуванням прогнозних показників обсягів збуту продукції. Останні визначаються на підставі маркетингових досліджень ринку, портфельного аналізу тощо. Важливою під час розробки плану виробництва є координація всіх елементів економічної потужності підприємства: наявного технологічного та фінансового потенціалу, а також можливостей збуту продукції. Показник технологічної потужності визначає обсяг продукції, який можна виробити на наявних у підприємства основних засобах. Фінансова потужність підприємства засвідчує, який обсяг виробництва товарної продукції в змозі профінансувати підприємство. В цілому технічна та фінансова потужність є взаємозалежними величинами і визначаються можливостями збуту продукції. Дану взаємозалежність можна простежити за допомогою такого прикладу.

Приклад 12.2

Проведемо аналіз чотирьох різних комбінацій технологічної і фінансової потужності та можливостей ринків збуту продукції, в яких дані величини не збігаються. Оцінимо можливі наслідки впливу розбіжностей на фінансово-економічний стан підприємства (всі дані наведені в штуках вироблюваної продукції).

Варіант	Технологічна потужність	Фінансова потужність	Можливості збуту продукції	Оцінка
1	1000	800	800	Зайві потужності (зниження рентабельності)
2	1000	1200	1000	Надлишок фінансових ресурсів (порівняно з першим варіантом краща рентабельність)
3	800	1000	1000	Дефіцит виробничих потужностей (проблеми з фінансуванням і придбанням обладнання)
4	1000	800	1000	Дефіцит у фінансуванні (проблеми з мобілізацією додаткових фінансових ресурсів)

Варіант 1. У підприємства зайві виробничі потужності і тому вони частково не завантажені. Рентабельність підприємства знижується через те, що підприємство здійснює витрати на утримання та обслуговування потужностей, які не приносять належної віддачі.

Варіант 2. Наявні обігові кошти перевищують їх необхідний розмір. Це створює умови для використання обігових коштів не за призначенням, що зумовлює нагромадження надмірних запасів сировини і матеріалів, відволікання коштів у дебіторську заборгованість. Все це призводить до зниження рентабельності та ліквідності підприємства. Однак зайві фінансові ресурси можна розмістити на фінансовому ринку і одержати різного роду фінансові доходи. Рентабельність підприємства, таким чином, буде кращою, ніж у варіанті 1.

Варіант 3. У підприємства дефіцит виробничих потужностей, тобто існують проблеми технологічного характеру. В даному разі виробничу потужність слід збільшити на 200 одиниць. Проблеми можуть виникнути через відсутність на ринку обладнання, здатного підвищити виробничу потужність саме на 200 одиниць продукції. Може бути пропозиція обладнання з більшою потужністю, що може призвести до варіанту 1 (зайві виробничі потужності). Окрім того, можуть виникнути фінансові проблеми, оскільки збільшення виробничих потужностей зумовлює додаткову потребу в капіталі. При цьому в жодному разі не можна наявні ліквідні засоби спрямовувати на здійснення реальних інвестицій, оскільки зменшиться фінансова потужність підприємства. Обсяг виробництва перевищуватиме існуючі фінансові можливості підприємства (варіант 4).

Варіант 4. У підприємства відчувається дефіцит обігових коштів, що є наслідком порушення фінансової рівноваги. Це може призвести до втрати ліквідності та платоспроможності. Слід вжити заходів щодо залучення капіталу з метою поповнення оборотного капіталу.

Даний приклад підтверджує значення правильного визначення потреби в капіталі для забезпечення ефективної операційної діяльності. Неузгодженість показників виробничої потужності, забезпечення підприємства фінансовими ресурсами та потребами ринку в продукції призводить до погіршення фінансово-економічного стану суб'єкта господарювання.

Фінансування витрат, не пов'язаних з основною діяльністю підприємства. На підприємствах може також виникнути потреба в капіталі для досягнення цілей, не відображених у плані виробництва, зокрема для здійснення різного роду фінансових інвестицій чи покриття затрат невикористаного характеру. Фінансування згаданих затрат повинно здійснюватися за залишковим принципом за рахунок чистого прибутку. В окремих випадках це можна зробити за рахунок банківських позичок, джерелом погашення яких знову ж таки є прибуток. Розрахунок обсягів фінансових ресурсів, необхідних для покриття цих видів потреби в капіталі, є досить простим і здійснюється, виходячи з фактичної величини відповідних затрат: вартості акцій, облігацій, затрат на утримання об'єктів невикористаного призначення тощо.

12.5.2. Потреба в капіталі для фінансування основних засобів і нематеріальних активів

Для здійснення основної діяльності будь-яке підприємство повинне мати у своєму розпорядженні основні засоби та нематеріальні активи. Згідно з П(С)БО 7 **основні засоби** — це матеріальні активи, які підприємство утримує з метою використання їх у процесі виробництва або постачання товарів і послуг, надання в оренду іншим особам або для здійснення адміністративних функцій, очікуваний строк корисного використання (експлуатації) яких перевищує один рік (або операційний цикл, довший за рік).

Визначення нематеріальних активів наводиться в П(С)БО 8: це — немонетарні активи (права користування майном, права на товарні знаки, авторські права тощо), які не мають матеріальної форми, можуть бути ідентифіковані та утримуються підприємством з метою використання протягом понад один рік для виробництва, торгівлі чи в адміністративних цілях.

На ці дві позиції, як правило, припадає найбільша питома вага в структурі необоротних активів. Потреба в капіталі для фінансування відповідних активів виникає в таких випадках:

1) у разі заснування нового підприємства або започаткування виробництва нових видів продукції;

2) якщо планується суттєве розширення виробництва, яке неможливо забезпечити за наявних потужностей;

3) у разі технічного переозброєння наявних засобів з метою підвищення продуктивності виробництва чи поліпшення якості продукції.

Порядок визначення потреби в капіталі для фінансування придбання основних засобів і нематеріальних активів у структурно-логічному вигляді наведено на рис. 12.5.

На обсяги потреби в капіталі для фінансування основних засобів і нематеріальних активів впливають такі фактори:

- вид діяльності (галузь);
- місце розташування підприємства;
- обсяги виробництва продукції та її види;
- первісна вартість активів, які заплановано придбати;
- вартість модернізації існуючих основних засобів;
- строк окупності інвестицій.

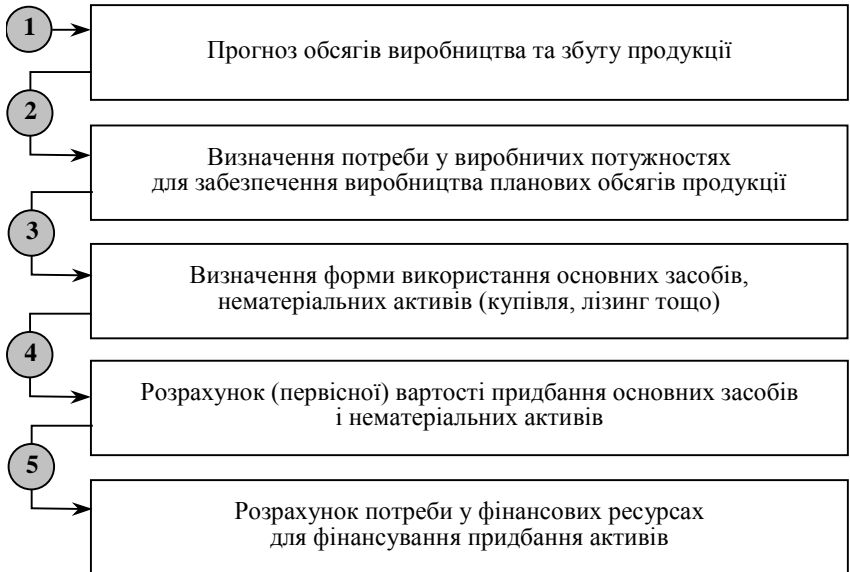


Рис. 12.5. Визначення потреби в капіталі для фінансування придбання основних засобів і нематеріальних активів

Як уже зазначалося, базою для визначення потреби в капіталі для фінансування придбання основних засобів і нематеріальних активів є **план (бюджет) виробництва продукції**. Поряд з *прогнозними обсягами виробництва і реалізації продукції* на додаток до плану також наводиться перелік виробничих машин, обладнання, технічної документації, технологій, ноу-хау, будівель, споруд, які слід придбати для того, щоб забезпечити необхідний для виробництва планових обсягів продукції рівень технологічної потужності.

Визначення потреби в додаткових об'єктах основних засобів здійснюється в розрізі окремих їх груп: земельні ділянки, будинки та споруди, машини та обладнання, транспортні засоби тощо.

Виробнича потужність підприємства визначається, виходячи з потужності основного технологічного устаткування виробничих підрозділів чи ділянок. До основного технологічного устаткування належать машини, апарати й агрегати, на яких виконуються основні операції технологічного процесу. Виробнича потужність підприємства розраховується, виходячи з технічних норм продуктивності устаткування і виходів продукції із сировини. Технічні норми продуктивності основного технологічного устаткування і

річний фонд робочого часу беруться в розрахунках відповідно до галузевих інструкцій з визначення виробничих потужностей підприємств. Для встановлення ступеня використання виробничої потужності підприємства робиться розрахунок середньорічної потужності по кожному виду продукції з урахуванням введення і вибуття потужностей протягом року. Річна виробнича потужність обладнання визначається множенням середньорічної змінної потужності на число змін роботи в році. Використання потужностей (у %) визначається діленням річного планового випуску продукції на річну виробничу потужність і множенням отриманого результату на 100. *Отже, необхідна кількість основного технологічного устаткування розраховується, виходячи з його продуктивності: відношення планового приросту обсягів виробництва продукції до продуктивності одиниці обладнання протягом планового періоду.*

Потреба в земельних ділянках, будівлях, спорудах визначається, виходячи з технологічних норм забезпечення виробничою площею, складськими та адміністративними приміщеннями.

Менеджери підприємства повинні також прийняти рішення щодо форми використання основних засобів і нематеріальних активів: купівля чи лізинг; нове чи вживане.

Обсяг потреби у фінансових ресурсах для фінансування придбання основних засобів і нематеріальних активів розраховується, виходячи з їх первісної вартості та кількості.

Первісна вартість основних засобів і нематеріальних активів — це вартість окремих об'єктів основних засобів (нематеріальних активів), за якою вони зараховуються на баланс підприємства. Ця вартість включає такі види витрат:

- витрати на виготовлення чи придбання активів;
- транспортні витрати, пов'язані з доставкою засобів на підприємство;
- страхування під час транспортування;
- витрати, пов'язані з державною реєстрацією відповідних засобів (якщо це передбачено законодавством);
- митні платежі, інші непрямі податки, що не підлягають відшкодуванню;
- сплата комісійних винагород;
- вартість монтажу (спорудження, встановлення);
- витрати на реконструкцію, модернізацію та інші види поліпшення основних засобів;
- інші витрати, пов'язані з придбанням активів та доведенням їх до стану, в якому вони придатні для використання за призначенням.

Кошти, заморожені в основних засобах і нематеріальних активах, повертаються на підприємство шляхом їх поступового віднесення на собівартість продукції (нарахування амортизації) та включення в ціну реалізації протягом тривалого періоду. Таким чином, капітал, необхідний для фінансування даних витрат, повинен бути мобілізований на довгостроковий період та повинен мати інвестиційний характер. Потреба в капіталі для фінансування оборотних активів є основою складання бюджету інвестицій.

12.5.3. Потреба в капіталі для фінансування оборотних активів

Одним із завдань фінансового менеджера є здійснення прогнозних розрахунків обсягу фінансових ресурсів, необхідних підприємству для фінансування затрат на виробництво та реалізацію продукції в плановому періоді (місяць, квартал, рік). Кошти, авансовані в затрати, відображаються за окремими позиціями оборотних активів. Загалом, **оборотні активи** — це грошові кошти та їх еквіваленти, що не обмежені у використанні, а також інші активи, призначені для реалізації чи споживання протягом операційного циклу чи впродовж дванадцяти місяців з дати балансу. **Операційний цикл** — це проміжок часу між придбанням запасів для здійснення виробничо-господарської діяльності та отриманням коштів від реалізації виробленої з них продукції (товарів, послуг). Він включає такі стадії:



Отже, підприємству слід визначати обсяг капіталу, який буде авансований в запаси підприємства та дебіторську заборгованість. Встановлення потреби в капіталі для фінансування згаданих активів є набагато складнішим завданням, ніж розрахунок планування величини ресурсів для інвестиційних цілей. Наявність і структура оборотних активів підприємства залежить від двох основних чинників:

- періоду, протягом якого капітал, авансований у виробництво певного продукту, знову надійде на підприємство у складі виручки від реалізації, тобто від тривалості операційного циклу;
- обсягів затрат на виробництво та реалізацію продукції.

Слід чітко розуміти взаємозв'язки між витратами підприємства та величиною його запасів. Згідно зі стандартами бухгалтерського обліку, *запаси* — це активи, які: утримуються для подальшого продажу за умов звичайної господарської діяльності; перебувають у процесі виробництва з метою подальшого продажу продукту виробництва; утримуються для споживання під час виробництва продукції, виконання робіт і надання послуг, а також управління підприємством. До основних *видів запасів* підприємств належать:

- виробничі запаси — вартість запасів сировини, матеріалів, палива, покупних напівфабрикатів, запасних частин та інших матеріалів, призначених для споживання у ході нормального операційного циклу, під час виробництва продукції, а також управління підприємством;
- незавершене виробництво — вартість запасів, які перебувають у процесі виробництва у вигляді незакінчених обробкою виробів і технологічних процесів;
- готова продукція — складські запаси продукції, призначеної для продажу, яка відповідає стандартам якості, передбаченим договорами або нормативно-правовими актами;
- товари — вартість товарів, придбаних підприємством з метою наступного перепродажу.

Доти, доки готова продукція не буде реалізована, всі витрати, пов'язані з її виробництвом, будуть заморожені у перелічених товарно-матеріальних запасах. Одночасно з продажем продукції зменшуються запаси підприємства і збільшується собівартість реалізованої продукції. З моменту реалізації виробничі запаси, як правило, трансформуються або в дебіторську заборгованість за товари, роботи, послуги (якщо кошти не надійшли на підприємство), або в грошові кошти та їх еквіваленти. Слід враховувати, що в дебіторській заборгованості заморожуються як витрати на виробництво реалізованої продукції, так і витрати на збут та адміністративні витрати.

У процесі планування доцільно розраховувати потребу в капіталі, яка авансується в товарно-матеріальні запаси та витрати на виробництво і збут реалізованої продукції. Причому в останньому випадку потреба в капіталі виникає лише за наявності часового розриву між моментом відвантаження готової продукції зі складу та часом надходження грошових коштів на рахунки підприємства.

При плануванні потреби в капіталі на фінансування оборотних активів проблема полягає, з одного боку, в трудомісткості та

складності планування затрат (собівартість виробу відповідає лише певному обсягу його випуску і продажу, отже, помилковими можуть виявитися фінансові розрахунки підприємства, засновані на суто витратному методі), а з іншого — у невизначеності періоду оборотності засобів. Якби оплата предметів праці здійснювалася вранці, виробництво продукції — протягом дня, а ввечері відбувалася реалізація та надходження виручки, то потреба в обігових коштах становила б один день. На практиці ж проміжок часу від оплати товарів, робіт, послуг, які складають собівартість продукції, до моменту надходження коштів від її реалізації майже завжди перевищує один день:

- надходження сировини та матеріалів може здійснюватися протягом кількох днів після їх оплати;
- виробництво може тривати кілька днів, тижнів і навіть місяців;
- готова продукція деякий час, не знаходячи свого покупця, зберігається на складі;
- платежі за відвантаженими товарами, як правило, надходять з деяким запізненням (або взагалі не здійснюються) і т. ін.

Упродовж усього циклу кругообігу засобів необхідно виплачувати заробітну плату, сплачувати рахунки за сировину та матеріали, нести інші витрати.

У вітчизняній літературі з питань фінансів підприємств визначення потреби в обігових коштах рекомендується здійснювати через їх нормування. Розрахунок сукупного нормативу, або загальної потреби в обігових коштах, проводиться підсумовуванням нормативів за окремими статтями запасів. Норматив обігових коштів за кожною статтею розраховується множенням одноденних витрат у грошовому виразі на відповідну норму запасу в днях⁸.

У методичних розробках західних фінансистів потребу в коштах для фінансування оборотних активів рекомендується розраховувати не лише в розрізі окремих статей запасів, а й у розрізі дебіторської заборгованості та за окремими елементами витрат. Наприклад, необхідний обсяг капіталу, який протягом планового періоду авансуватиметься в сировину та матеріали, заробітну плату, окремі елементи накладних витрат тощо. За цим підходом розрахунок потреби в капіталі пропонується здійснювати в три етапи (рис. 12.6)⁹.

⁸ Для детальнішого ознайомлення з порядком визначення потреби в оборотному капіталі див.: Фінанси підприємств: Підручник / За наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогіна. 3-тє вид. — К.: КНЕУ, 2000. — С. 157—190.

⁹ *Olfert O. Finanzierung. Compendium der praktischen Betriebswirtschaft.* — S. 79.



Рис. 12.6. Етапи розрахунку в капіталі для фінансування оборотних активів

Перший етап пов'язаний з визначенням кількості днів, на які кошти відволікаються в окремі позиції оборотних активів. Загальний період, протягом якого капітал авансується в оборотні активи, визначається таким чином:

(+) період з моменту оплати сировини, матеріалів до їх постачання;

(-) період надання товарних позичок постачальниками факторів виробництва;

(+) період зберігання сировини, матеріалів на складі;

(+) тривалість виробництва продукції;

(+) період зберігання готової продукції на складі;

(+) строки надання товарних позичок споживачам продукції (період з моменту відвантаження продукції до моменту надходження коштів за неї);

(-) період використання авансів, одержаних від інших осіб у рахунок наступних поставок продукції.

Таким чином, період, на який кошти відволікаються в оборотні активи, залежить від трьох функціональних блоків:

1) організації технологічного процесу;
2) ефективності логістики (комплекс заходів з управління матеріально-технічним забезпеченням та товарно-матеріальними запасами на підприємстві, який спрямований на оптимізацію руху сировини, матеріалів, продукції на всіх стадіях операційного циклу: транспортування, складування, виробництва, збут);

3) управління дебіторською та кредиторською заборгованістю. Останній функціональний блок безпосередньо належить до компетенції фінансових служб підприємства. Саме тому на його характеристиці ми зупинимося детальніше. Наявність у підприємства дебіторської заборгованості свідчить про надання ним товарних позичок споживачам своєї продукції чи авансування поставальників, фінансових органів тощо. Надання товарних кредитів з метою стимулювання збуту продукції збільшує часовий інтервал між видатками та надходженнями коштів — потреба в капіталі збільшується. Те саме відбувається у разі здійснення попередньої оплати факторів виробництва.

Залежно від строків погашення дебіторську заборгованість поділяють на:

- *поточну* — сума дебіторської заборгованості, яка виникає в ході нормального операційного циклу або буде погашена протягом дванадцяти місяців з дати балансу;
- *довгострокову* — сума заборгованості дебіторів, яка не виникає в ході нормального операційного циклу та буде погашена після дванадцяти місяців з дати балансу (цей вид заборгованості належить до складу необоротних активів).

При плануванні обсягів потреби в капіталі, який відволікається в дебіторську заборгованість, слід враховувати такі фактори:

1. Обмеження надання товарних кредитів, відстрочок з оплати продукції може негативно вплинути на обсяги реалізації, оскільки в умовах ринку споживачі продукції (за інших рівних умов) віддають перевагу тому оференту, який пропонує найкращі умови розрахунків і постачання.

2. Надмірне захоплення наданням товарних кредитів може зумовити неефективне відволікання фінансових ресурсів, знизити платоспроможність підприємства та зумовити високі витрати, пов'язані зі стягненням заборгованості.

3. Здійснюючи авансовану оплату факторів виробництва (сировина, матеріали, комплектуючі тощо), можна отримати значні знижки в їх ціні, що може позитивно вплинути на собівартість

продукції. При цьому слід зіставити величину позитивного ефекту від зниження цін і збереження надійного постачальника з негативними наслідками відволікання коштів у дебіторську заборгованість при здійсненні авансових розрахунків.

Слід також враховувати, що за наявності невинуватої (простроченої) чи безнадійної дебіторської заборгованості виникає порушення фінансової рівноваги, оскільки у підприємства на відповідну суму знижується розмір ліквідних обігових коштів.

Одним з методів зменшення строків відволікання коштів в оборотні активи є використання товарних кредитів постачальників факторів виробництва чи авансів, одержаних від інших осіб у рахунок наступних поставок продукції, виконання робіт (послуг). У цих випадках як джерела фінансування підприємство використовує **кредиторську заборгованість**. Якщо вона є виправданою, тобто відстрочки платежів (чи поставок) здійснюються згідно з умовами відповідних договорів, то це позитивно впливає на загальний фінансовий стан підприємства. Однак у вітчизняній практиці господарювання досить поширеним є покриття фінансового дефіциту шляхом порушення строків виконання власних платіжних зобов'язань, тобто використання невинуватої кредиторської заборгованості як джерела поповнення обігових коштів. Така політика є надзвичайно ризиковою. Вона може призвести до накладення на підприємство штрафів у ході доарбітражного чи арбітражного врегулювання господарських спорів. Це, в свою чергу, впливає на імідж суб'єкта господарювання як надійного партнера і врешті-решт призводить до його фінансової кризи.

Другий етап у визначенні потреби в капіталі для фінансування оборотних активів полягає у прогностичних розрахунках середньоденних витрат у грошовому еквіваленті, які авансуються в сировину, матеріали, напівфабрикати, персонал, накладні витрати тощо. Для розрахунку цих витрат передусім необхідно обчислити **планову виробничу собівартість продукції, величину адміністративних витрат і витрат на збут**. Собівартість визначається техніко-економічними розрахунками величини витрат на виробництво всієї товарної продукції. Для цього слід здійснити комплекс розрахунків окремих видів витрат з використанням технічних норм, нормативів та інших параметрів виробничого процесу, що фіксуються технічною документацією, і з урахуванням економічних умов виробничої діяльності: оплати праці, цін на ресурси, нормативів платежів, що визначаються законами та іншими

нормативними актами. Основною вихідною інформацією для планування витрат є:

- планові обсяги виробництва продукції в натуральному і вартісному виразах;
- норми витрат матеріальних ресурсів для виробництва продукції і розрахунки потреби в ресурсах у натуральному виразі (потреба в ресурсах розраховується в основному методом прямого рахунку, тобто множенням норми витрат на одиницю продукції на відповідний обсяг виробництва в плановому періоді)¹⁰;
- норми затрат праці, розрахунки чисельності та професійного складу працівників, умови оплати їх праці, що визначаються колективними договорами і контрактами;
- економічні нормативи: норми амортизаційних відрахувань, відрахувань на соціальні заходи, податків, зборів та інших обов'язкових платежів, які включаються у собівартість продукції.

Проводячи прогностичні розрахунки витрат, слід враховувати необхідність додержання загальних вимог щодо:

- ♦ оптимізації структури й умов виробництва (розмір партії вироблюваної продукції, якісні показники, змінність, режим роботи устаткування тощо);
- ♦ оптимізації процесу виробництва, вдосконалення його організації та управління, підвищення технічного рівня;
- ♦ раціонального вибору матеріальних ресурсів, що використовуються (структури та якості сировини і матеріалів, умов постачання, транспортування, зберігання);
- ♦ вирахування витрат, що не включаються до собівартості продукції і відшкодовуються з прибутку та інших джерел;
- ♦ розподілу одноразово проведених витрат, що забезпечують виробництво протягом тривалого часу, за періодами пропорційно до обсягу продукції, що випускається в кожному періоді, або за іншими ознаками, що відповідають характеру витрат.

Якщо відомі планові обсяги витрат на виробництво товарної продукції, то середньоденні витрати, які авансуються у виробництво, можна знайти діленням планової повної собівартості на кількість днів у періоді, на який розраховується потреба в капіталі.

Слід підкреслити, що адміністративні витрати, витрати на збут та деякі інші операційні витрати не включаються до первісної вартості запасів та собівартості реалізованої продукції. Вони належать до витрат того періоду, в якому були здійснені (чи встановлені).

¹⁰ За відсутності по окремих видах продукції розроблених норм витрат потреба в матеріальних ресурсах у плановому періоді розраховується з даних про фактичні витрати матеріалів (сировини тощо) у попередньому періоді і зниження їх у плановому періоді.

Для розрахунку середньоденних витрат у розрізі окремих їх елементів слід скористатися інформацією щодо структури витрат на виробництво товарної продукції. *Середньоденні витрати коштів, які авансуються в окремі види витрат, визначаються діленням загального обсягу цих витрат у плановому періоді на кількість днів у ньому.*

На **третьому етапі** здійснюється безпосередній розрахунок потреби в капіталі для фінансування оборотних активів. Кошти, які спрямовуються підприємством на фінансування витрат, пов'язаних з виробництвом і реалізацією продукції, «заморожуються» в оборотних активах здебільшого за статтями запасів чи дебіторської заборгованості, в окремих випадках — у складі витрат майбутніх періодів. Завдання полягає в тому, щоб визначити, скільки коштів потрібно підприємству у плановому періоді для авансування їх у кожному із зазначених статей.

Потреба в коштах для фінансування *виробничих запасів* залежить від їх первісної вартості, яка складається з таких фактичних витрат:

- суми, що сплачуються постачальнику згідно з договором поставки;
- суми, що сплачуються за інформаційні, посередницькі та інші послуги, які виникають у зв'язку з придбанням запасів;
- суми ввізного мита, непрямих податків, які сплачуються у зв'язку з придбанням запасів;
- затрати на транспортування, вантажно-розвантажувальні роботи, страхування транспортних ризиків;
- затрати підприємства, пов'язані із доведенням запасів до стану, в якому вони придатні для використання у запланованих цілях.

Первісна вартість запасів, що виготовляються власними силами підприємства (*незавершене виробництво, готова продукція*), визначається собівартістю виробництва відповідних запасів, яка обчислюється згідно із П(С)БО 16 «Витрати» і включає прямі матеріальні витрати; прямі витрати на оплату праці та нарахування на неї; загальновиробничі витрати; постійні накладні витрати тощо.

Зрозуміло, що у зв'язку з різним рівнем готовності виробів, які формують незавершене виробництво, середньоденна сума витрат, що авансуються у незавершене виробництво, є меншою за витрати, «заморожені» у готовій продукції чи дебіторській заборгованості. Для точнішого прогнозування витрат по незавершеному виробництву слід застосовувати спеціальний коефіцієнт, який

характеризує відношення витрат у незавершеному виробництві до всіх затрат на виробництво та реалізацію продукції¹¹.

Величина витрат, що відволікаються у *дебіторську заборгованість*, включає в себе собівартість реалізованої продукції, за якою оплата не надійшла, а також адміністративні витрати, витрати на збут та інші операційні витрати.

Розрахунки потреби в капіталі для фінансування оборотних активів можуть проводитися двома методами:

- кумулятивним (від лат. *cumulatio* — нагромаджувати) та
- елективним (від лат. *electus* — вибраний).

За **кумулятивного методу** потреба в капіталі визначається множенням загальної тривалості відволікання коштів в оборотні активи протягом одного операційного циклу (в днях) на середньоденні їх витрати. Використання цього методу дає змогу провести лише загальний розрахунок потреби в обігових коштах (за всіма елементами витрат), оскільки спирається на відповідні сумарні показники одноденних витрат. Потреба в капіталі для фінансування окремих статей оборотних активів визначається множенням кількості днів, на які кошти «заморожуються» в цих активах (виробничі запаси, незавершене виробництво тощо), на одноденні витрати.

Елективний метод дає змогу точнішого розрахунку потреби у фінансових ресурсах. Згідно з цим методом потреба в капіталі розраховується обчисленням загальних витрат ресурсів, які авансуються в сировину, заробітну плату, накладні витрати тощо протягом операційного циклу (одного обороту капіталу) і «заморожуються» в окремих позиціях оборотних активів. Для цього одноденні витрати за окремими елементами слід перемножити на період, протягом якого ці витрати відволікаються в тих чи інших позиціях оборотних активів.

Розглянемо порядок розрахунку потреби в капіталі для фінансування оборотних активів на умовному прикладі.

Приклад 12.3

Визначимо потребу в капіталі для фінансування оборотних активів протягом одного кварталу кумулятивним та елективним методами за таких даних:

- плановий обсяг витрат на виробництво та реалізацію продукції — 1, 8 млн грн;
- планові залишки готової продукції на складі на початок та на кінець періоду є незмінними;

¹¹ Див.: Фінанси підприємств. — С. 171—172.

- структура витрат підприємства характеризується такими даними:
прямі матеріальні витрати — 30 %;
прямі витрати на оплату праці та нарахування на неї — 35 %;
загальновиробничі витрати — 20 %;
адміністративні витрати — 10 %;
витрати на збут — 5 %;
- середній період постачання та зберігання сировини та матеріалів на складі — 5 днів;
- за домовленістю з постачальниками сировини строк її оплати становить 3 дні з часу її оприбуткування на складі;
- тривалість виробництва готової продукції — 10 днів;
- тривалість зберігання готової продукції на складі — 2 дні;
- з метою стимулювання збуту продукції підприємство надає відстрочки в платежах за її оплату протягом 15 днів.

Потреба в капіталі для фінансування оборотних активів кумулятивним методом обчислюється таким чином:

1. Розрахуємо період, протягом якого кошти будуть «заморожені» в оборотних активах (тривалість операційного циклу): $5 - 3 + 10 + 2 + 15 = 29$ днів.

2. Визначимо загальні середньоденні витрати підприємства на фінансування оборотних активів: 20 тис. грн (1,8 млн грн : 90 днів).

3. Визначимо загальний обсяг потреби в обігових коштах для фінансування оборотних активів протягом планового періоду:

• у цілому на оборотні активи: 20 тис. грн · 29 днів = 580 тис. грн, у тому числі:

виробничі запаси: 40 тис. грн (20 000 · 2);

незавершене виробництво: 200 тис. грн (20 000 · 10);

готова продукція: 40 тис. грн (20 000 · 2);

дебіторська заборгованість: 300 тис. грн (20 000 · 15).

Розрахуємо потребу в капіталі для фінансування оборотних активів елективним методом.

1. Обчислимо показники окремих елементів витрат підприємства в грошовому виразі:

• прямі матеріальні витрати: 540 тис. грн (30 % від 1,8 млн грн);

• прямі витрати на оплату праці та нарахування на неї: 630 тис. грн (35 % від 1,8 млн грн);

• загальновиробничі витрати: 360 тис. грн (20 % від 1,8 млн грн);

• адміністративні витрати: 180 тис. грн (10 % від 1,8 млн грн);

• витрати на збут: 90 тис. грн (5 % від 1,8 млн грн);

2. Визначимо середньоденні витрати за окремими елементами:

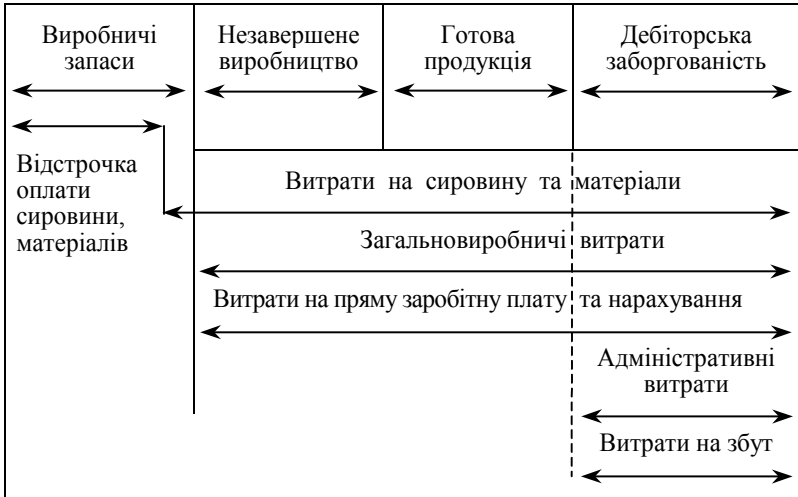
• матеріальні витрати: 6 000 грн (540 тис. : 90 днів);

• прямі витрати на оплату праці та нарахування на неї: 7 тис. грн (630 : 90);

• загальновиробничі витрати: 4 тис. грн;

• адміністративні витрати: 2 тис. грн;

• витрати на збут: 1 тис. грн.



Умовний розподіл витрат на виробництво та реалізацію продукції за окремими статтями оборотних активів протягом операційного циклу

3. Проведемо розподіл окремих видів затрат за окремими статтями оборотних активів (див. наведений рис.). Середньоденні витрати в розрізі окремих статей формуватимуться таким чином:

- виробничі запаси включають витрати на сировину та матеріали за їх первісною вартістю: 6000 грн;
- затрати на незавершене виробництво визначаються згідно з П(С)БО 16 «Витрати» і включають прямі матеріальні витрати; прямі витрати на оплату праці та нарахування на неї; загальновиробничі витрати (в нашому прикладі ми не будемо розподіляти затрати між незавершеним виробництвом і готовою продукцією):

$$6000 + 7000 + 4000 = 17\ 000 \text{ грн.}$$

Аналогічним чином розраховуються середньоденні затрати, які авансуються в готову продукцію, що зберігається на складі:

$$6000 + 7000 + 4000 = 17\ 000 \text{ грн.}$$

Затрати, «заморожені» в дебіторській заборгованості, включають, окрім іншого, адміністративні витрати і витрати на збут:

$$6000 + 7000 + 4000 + 2000 + 1000 = 20\ 000 \text{ грн.}$$

4. Визначимо обсяг потреби в обігових коштах для фінансування окремих статей оборотних активів протягом планового періоду:

- виробничі запаси: 12 000 (6 тис. грн · 2 дні);
- незавершене виробництво: 170 000 (17 тис. грн · 10);

- готова продукція: 34 000 (17 тис. грн · 2);
- дебіторська заборгованість: 300 000 (20 тис. грн · 15);

В цілому на оборотні активи: $12\ 000 + 170\ 000 + 34\ 000 + 300\ 000 = 516$ тис. грн.

5. Визначимо величину коштів, яка буде «заморожена» в окремих елементах витрат (розраховується множенням середніх одноденних витрат на кількість днів, на які авансуються відповідні витрати):

- витрати на сировину та матеріали: $6000 \cdot (2 + 10 + 2 + 15) = 174$ тис. грн;

- витрати на пряму заробітну плату та нарахування на неї: $7000 \cdot (10 + 2 + 15) = 189$ тис. грн;

- загальновиробничі витрати: $4000 \cdot (10 + 2 + 15) = 108$ тис. грн;

- адміністративні витрати: $2000 \cdot 15 = 30$ тис. грн;

- витрати на збут: $1000 \cdot 15 = 15$ тис. грн.

Усього витрат протягом одного операційного циклу:

$$174\ 000 + 189\ 000 + 108\ 000 + 30\ 000 + 15\ 000 = 516 \text{ тис. грн.}$$

Отже, кошти, заморожені в окремих статтях оборотних активів, дорівнюють обсягу коштів, авансованих в окремі елементи затрат на виробництво та реалізацію продукції в плановому періоді.

Як бачимо, елективний метод визначення потреби в капіталі є точнішим порівняно із кумулятивним, за якого ми одержуємо дещо завищений обсяг потреби в коштах. Охарактеризовані методи дають можливість лише приблизно розрахувати прогнозну потребу в коштах для фінансування оборотних активів. На практиці на обсяг потреби в капіталі впливають дуже багато чинників, які неможливо наперед визначити. Як наслідок, фактична потреба в коштах може коливатись як у бік збільшення від прогнозної, так і навпаки. За наявності надлишку обігових коштів їх слід ефективно використовувати, вкладаючи в короткострокові прибуткові активи. У разі дефіциту коштів слід мати в резерві каталог заходів з метою покриття додаткової потреби в капіталі.

Рівень ефективності фінансово-господарської діяльності буде тим вищим, чим меншою є потреба в капіталі для фінансування заданого обсягу виробництва та реалізації продукції. Саме тому одним з головних завдань фінансових служб підприємства є оптимізація структури та обсягу оборотних активів. Для цього розробляються заходи щодо оптимізації запасів, дебіторської заборгованості, зменшення витрат на виробництво та реалізацію продукції, прискорення оборотності засобів тощо.

Інформація щодо потреби в капіталі для фінансування оборотних активів використовується при формуванні оперативного фінансового плану та зведеного фінансового плану (динамічного балансу).

12.6. ПРАВИЛА ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ

Наслідком незадовільної роботи по управлінню фінансами, відсутності бюджетування на більшості вітчизняних підприємств є невиконання елементарних вимог щодо формування окремих позицій активів і пасивів, організації руху грошових коштів. Хоча з формального погляду звітність більшості вітчизняних підприємств складається правильно (відповідно до методичних і нормативних вимог), її параметри залишаються незадовільними. З метою дотримання фінансової рівноваги на підприємстві, забезпечення стабільної платоспроможності та ліквідності під час прийняття рішень стосовно джерел покриття потреби в капіталі, складання фінансових бюджетів слід дотримуватися правил фінансування, до яких належать:

- золоте правило фінансування;
- золоте правило балансу;
- правила ліквідності;
- правило вертикальної структури капіталу.

Перші три правила характеризують горизонтальну структуру капіталу та активів підприємства, останнє стосується лише пасиву балансу. Всі правила базуються на розрахунку ряду показників, які характеризують співвідношення певних статей балансу.

Вимоги правил покриття потреби в капіталі слід враховувати в ході складання поточних і довгострокових фінансових планів, і лише в цьому випадку параметри звітності відповідатимуть критеріям кредитоспроможності та інвестиційної привабливості підприємства. Перевірка дотримання зазначених правил дозволяє дійти висновку про якість прийняття фінансових рішень менеджментом підприємства.

12.6.1. Золоте правило фінансування

Одним із способів перевірки рівня забезпечення фінансової рівноваги є визначення відповідності окремих позицій балансу вимогам золотого правила фінансування. Зміст його полягає в необхідності узгодження строків, на які мобілізуються фінансові ресурси, зі строками, на які вони вкладаються в реальні чи фінансові інвестиції. Золоте правило фінансування називають також золотим банківським правилом, або правилом узгодженості (конгруентності, паралельності) строків. За цим правилом **фінансовий капітал повинен бути мобілізований на строк, не менший**

від того, на який даний капітал заморожується в необоротних та оборотних активах підприємства.

Дотримання вимог золотого правила фінансування забезпечує підприємству стабільну ліквідність і платоспроможність. При його використанні виникає проблема зіставлення окремих статей активу та пасиву балансу (окремих об'єктів інвестування та джерел фінансування), оскільки з балансового звіту безпосередньо не видно, які саме активи профінансовано за рахунок тих чи інших пасивів. Саме тому *управління процесом узгодження залучення та використання капіталу слід здійснювати на стадії планування потреби в ресурсах та джерел її покриття.*

При використанні золотого правила фінансування слід керуватися двома умовами, які виражають його зміст:

- 1) $\frac{\text{Довгострокові активи}}{\text{Довгострокові пасиви}} \leq 1$;
- 2) $\frac{\text{Короткострокові активи}}{\text{Короткострокові пасиви}} \geq 1$.

На практиці досить часто керуються помилковим, на нашу думку, принципом «загального покриття», згідно з яким усі активи повинні фінансуватися за рахунок усіх пасивів. Наслідком цього є порушення золотого правила фінансування. Щодо доцільності дотримання вимог цього правила існує ряд критичних зауважень. Так, при дотриманні правила фінансова рівновага забезпечується, якщо:

- 1) інвестований капітал своєчасно (в передбачені строки) вивільняється в результаті господарської діяльності;
- 2) існує можливість субституції або пролонгації строків повернення капіталу;
- 3) платежі, строк оплати яких настав, можна здійснити за рахунок надходжень від операційної та інвестиційної діяльності.

Таким чином, на думку багатьох фінансистів, виникає парадокс. Золоте правило фінансування справджується, якщо існує можливість пролонгації чи залучення нового фінансового капіталу при настанні строків погашення попередньої заборгованості. Якщо ж можлива субституція чи пролонгація, тоді зовсім не обов'язкова паралельність строків, на які залучаються капітал та інвестиції¹². На нашу думку, зазначеною аргументацією не враховується, що можливості субституції чи пролонгації значною

¹² Haerle D. Finanzierungsregeln und Liquiditätsbeurteilung: Finanzierungshandbuch / Von H. Janberg, 2. Aufl. — Wiesbaden, 1970. — S. 94.

мірою залежать від кредитоспроможності підприємства, одним з важливих критеріїв якої є рівень дотримання вимог правил фінансування.

Інше слабе місце правила пов'язане з тим, що висновки про ліквідність підприємства будуються на горизонтальному аналізі статей балансу. Однак позиції балансу не дають повного уявлення про строки і величину всіх вхідних і вихідних грошових потоків, зокрема стосовно податкових платежів, виплати зарплати, мобілізації прихованих резервів тощо. Отже, дотримання чи недотримання вимог зазначеного правила не завжди означатиме платоспроможність підприємства чи її відсутність у конкретний період. Разом з тим у довгостроковому періоді чітко виражена невідповідність умовам правила свідчатиме про потенційну неплатоспроможність підприємства.

12.6.2. Золоте правило балансу

Золоте правило балансу можна розглядати як більш конкретизовану форму правила конгруентності строків. З метою досягнення паралельності строків мобілізації і використання фінансових ресурсів воно вимагає дотримання певних співвідношень між окремими статтями пасивів та активів. Для цього при складанні бюджетів рекомендується керуватися такими двома умовами:

а) потребу в капіталі для фінансування необоротних активів слід покривати за рахунок власного капіталу і довгострокових позичок:

$$\frac{\text{Власний капітал} + \text{Довгострокові позички}}{\text{Необоротні активи}} \geq 1;$$

б) довгострокові капіталовкладення повинні фінансуватися за рахунок коштів, мобілізованих на довгостроковий період, тобто довгострокові пасиви повинні використовуватися не тільки для фінансування необоротних активів, а й для довгострокових оборотних активів (наприклад, оборотні засоби, авансовані в стратегічні запаси сировини, неліквідні товари тощо):

$$\frac{\text{Власний капітал} + \text{Довгострокові позички}}{\text{Необоротні активи} + \text{Довгострокові оборотні активи}} \geq 1.$$

Зрозуміло, що під час зовнішнього аналізу (наприклад, оцінки кредитоспроможності позичальника банком) перевірку рівня дотримання останньої умови здійснити практично неможливо,

оскільки інформацією про довгострокові оборотні активи володіють лише фінансові та бухгалтерські служби підприємства. Умови золотого правила балансу наочно зображено на рис. 12.7.

а)		б)	
Необоротні активи	Власний капітал	Необоротні активи	Власний капітал
	Довгострокові позички		Довгострокові позички
Оборотні активи	Поточні пасиви	Довгострокові оборотні активи	Поточні пасиви
		Поточні оборотні активи	

Рис. 12.7. Умови золотого правила балансу
(За: Wöhe G., Bilstein J. *Grundzüge der Unternehmensfinanzierung*. — München: Vahlen, 1986)

Критики золотого правила балансу звертають увагу на таку саму суперечність, як і в золотому правилі фінансування. Використання золотого правила балансу дає можливість уникнути проблем з ліквідністю, якщо амортизація активів у результаті господарської діяльності збігається за обсягами і термінами з погашенням залученого капіталу і якщо грошових надходжень достатньо для забезпечення розрахунків у ході поточної операційної діяльності. У разі потреби в довгостроковому капіталі повинна також існувати можливість пролонгації строків погашення існуючих кредитів і залучення нового капіталу.

12.6.3. Правило вертикальної структури капіталу

Під час розробки фінансових планів для фінансових служб підприємств важливе значення мають два параметри, які характеризують капітал: вартість і структура. **Структура капіталу підприємства** — це співвідношення власних і позичкових джерел у структурі пасивів. **Вартість капіталу** — це плата за користування залученими фінансовими ресурсами, в т. ч. сплата процентів, дивідендів, комісійних, негативних курсових різниць та інші

затрати. Вважається, що чим гірша структура, тим вища середньозважена вартість капіталу.

Правило вертикальної структури капіталу пов'язане з аналізом складу та структури джерел формування капіталу. Прив'язка до активів, тобто напрямів використання фінансових ресурсів підприємства, в даному разі не здійснюється. Правило вертикальної структури вимагає дотримання певного співвідношення між власним і позичковим капіталом підприємства. Результати аналізу структури використовуються під час прийняття рішень щодо фінансування підприємства, зокрема при оцінці інвестиційної привабливості, кредитоспроможності та санаційної спроможності. Показники, що характеризують структуру капіталу підприємства, наведені в табл. 6.5 (розд. 6).

На практиці здебільшого розраховують коефіцієнт заборгованості та коефіцієнт незалежності. Перший характеризує залежність підприємства від позичкового капіталу і визначається як відношення позичкового капіталу (ПК) до джерел власних коштів (ВК). Прийнято вважати, що зростання рівня заборгованості свідчить про зростання фінансового ризику, тобто можливості втрати платоспроможності. І навпаки, при заданих напрямках інвестування ризик кредиторів тим менший, чим менша частина позичкового капіталу в загальній сумі пасивів.

Чим більше значення коефіцієнта незалежності (*Кавт*), тим менш ризиковою є структура капіталу підприємства (менша залежність від кредиторів). Якщо питома вага власних засобів у структурі джерел фінансування збільшується, то *Кавт* => 1; якщо спостерігається тенденція до фінансування за рахунок позичок, то *Кавт* => 0.

Щодо структури капіталу існують різні погляди. Окремі економісти вважають, що співвідношення власного і позичкового капіталу підприємства має становити 1 : 1. Згідно з даним підходом загальна сума заборгованості не повинна перевищувати суму власних джерел фінансування, тобто критичне значення *Кавт* = 0,5. Згідно з іншими трактуваннями правила вертикальної структури капіталу для промислових підприємств частка власного капіталу повинна становити не менше 60 %, для торгівлі — 50 %. Існують також думки, що співвідношення власного і позичкового капіталу має становити 2 : 1.

На практиці на структуру капіталу підприємств впливають такі основні фактори:

- галузь виробництва, до якої належить підприємство;
- форма організації бізнесу;

- обсяги діяльності підприємства та його місцезнаходження;
- прибутковість активів;
- процентні ставки за користування позичками;
- оподаткування розподіленого і нерозподіленого прибутку;
- особливості законодавства про банкрутство;
- інші специфічні фактори.

При формуванні структури капіталу фінансисти як орієнтир можуть враховувати середньогалузеві значення коефіцієнтів заборгованості та автономності підприємств відповідної галузі. Для більшої об'єктивності в процесі аналізу структури капіталу слід визначити рівень відхилення фактичних значень показників структури капіталу конкретного підприємства не лише від середньогалузевих значень вітчизняних підприємств, а й у світовому розрізі. Враховуючи перехід українських підприємств на міжнародні стандарти звітності, світові тенденції до гармонізації та глобалізації, на нашу думку, саме середньогалузеві значення показників структури капіталу в країнах з розвинутою ринковою економікою повинні служити орієнтиром для українських суб'єктів господарювання. В табл. 12.2 і 12.3 наводяться значення відповідних показників у розрізі окремих галузей по вітчизняних підприємствах та підприємствах ФРН і Швейцарії.

Таблиця 12.2

СТРУКТУРА КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ (1998—2000 рр.)

Галузь виробництва	Коефіцієнт автономії (власні кошти / валюта балансу)			Коефіцієнт заборгованості (позичковий капітал / власний капітал)		
	1998 р.	1999 р.	2000 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.
Промисловість	0,31	0,57	0,54	2,27	0,77	0,86
Хімічна промисловість	0,80	0,79	х	0,25	0,26	х
Транспорт та зв'язок	0,51	0,61	0,58	0,97	0,61	0,70
Будівництво	0,70	0,64	0,56	0,44	0,55	0,77
Торгівля та громадське харчування	0,17	0,09	0,09	4,96	9,65	10,4
Постачання та збут	0,25	0,19	0,18	3,04	4,23	4,39
Сільське господарство	0,75	0,75	0,72	0,33	0,34	0,39
Всього по підприємствах	0,48	0,56	0,53	0,78	0,76	0,87

Таблиця 12.3

СТРУКТУРА КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВ ФРН ТА ШВЕЙЦАРІЇ

Галузь виробництва	Коефіцієнт автономії (власні кошти / валюта балансу)		Коефіцієнт заборгованості (позичковий капітал / власний капітал)	
	Німеччина ¹³	Швейцарія*	Німеччина	Швейцарія
Хімічна промисловість	0,38	0,42	1,6	1,38
Машинобудування	0,20	0,29	4,0	2,44
Електротехніка	0,24	0,22	3,0	3,54
Будівництво	0,06	x	16,2	x
Харчова промисловість	0,21	0,28	4,2	2,57
Текстильна промисловість	0,21	0,34	3,4	1,94
Одяг, взуття тощо	0,18	0,34	5,8	1,94
Торгівля (велика)	0,15	0,28	6,2	2,57
Торгівля (дрібна)	0,03	0,04	32,3	24
Всього по підприємствах	0,18	0,38	4,6	1,63

* Середні за величиною підприємства.

Як бачимо, розмах варіації значень показників, які характеризують структуру капіталу підприємств, досить великий: у тих галузях виробництва, де обіговість засобів є високою, частка позичкового капіталу також висока, і навпаки, там, де обіговість менша, коефіцієнт заборгованості теж менший.

На вітчизняних підприємствах можна спостерігати дещо викривлену картину (відповідні показники є надто високими). Це можна пояснити, з одного боку, недоліками діючих до 2000 р. методичних вимог до складання звітності підприємств, згідно з якими цілий ряд позицій капіталу, що за своєю економічною сутністю є позичковим, відносились до власного капіталу (наприклад, резерви майбутніх витрат і платежів, відстрочений податковий борг тощо). З іншого боку, низький рівень коефіцієнта заборгованості є наслідком нерозвиненості кредитних відносин в Україні, високим рівнем кредитного ризику та прагненням підприємств його зменшити завдяки поліпшенню структури капіталу.

Високий рівень позичкових ресурсів у структурі джерел фінансування німецьких підприємств пояснюється, з одного боку,

¹³ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, März, 2000. — S. 50—53.

сприятливою щодо використання банківських позичок податковою політикою і традиційно високим рівнем довіри між кредитними установами та позичальниками, а з іншого — високим обсягом забезпечення наступних витрат і платежів, які є внутрішнім джерелом формування позичкового капіталу. Відносно високий рівень власних джерел фінансування швейцарських підприємств пояснюється меншим рівнем оподаткування нерозподіленого прибутку порівняно з розподіленням.

Якщо аналізувати структуру капіталу підприємств у розрізі окремих форм організації бізнесу, то можна виявити таку закономірність: в акціонерних товариствах, особливо тих, акції яких котируються на біржі, частка власного капіталу є майже в 2 рази більшою, ніж у підприємств інших форм організації бізнесу. Це можна пояснити тим, що звітність акціонерних товариств публікується в пресі і для інвесторів, які оцінюють ризиковість своїх вкладень, причому рівень заборгованості підприємства відіграє вирішальну роль. Саме тому акціонерні товариства прагнуть підвищити рівень показника своєї фінансової незалежності.

12.6.4. Ефект фінансового лівериджу

При визначенні оптимальної структури капіталу слід враховувати, що головною метою діяльності будь-якого підприємства є максимізація прибутку в довгостроковому періоді. Ця мета, як правило, конфліктує з іншим важливим завданням — мінімізацією фінансових ризиків, тобто ризиків, пов'язаних з фінансуванням підприємства. Таким чином, оптимальною буде така структура капіталу підприємства, за якої досягається оптимальне співвідношення між ризиком структури капіталу та рентабельністю власного капіталу, наслідком чого буде максимізація ринкової вартості підприємства і його корпоративних прав. Згідно з теорією середньозваженої вартості капіталу ($WACC = \text{Weighted Average Cost of Capital}$) оптимальна структура капіталу перебуватиме в точці, в якій значення середньозваженої вартості капіталу буде мінімальним¹⁴.

Якщо рентабельність сукупного капіталу (рентабельність активів) перевищує проценти за користування кредитом, то підприємству буде вигідно залучати позички. Однак обсяг можливої заборгованості підприємства обмежується готовністю кредиторів надавати позички та кредитної ставки, які залежать від рівня ризику неповернення кредитів. У разі, якщо ризики зростають, то

¹⁴ Volkart R. Strategische Finanzpolitik. — S. 70.

підвищуються і проценти за користування позичками. Якщо процентна ставка перевищує рентабельність активів, рівень фінансування за рахунок залучення кредитів слід мінімізувати.

Функціональну залежність між рентабельністю власного капіталу та його структурою можна дослідити на основі визначення ефекту фінансового лівериджу (Ефл). Цей показник певною мірою дозволяє знайти наближене значення оптимальної структури капіталу, тобто виявити граничну межу використання позичкового капіталу для конкретного підприємства. Економічний зміст ефекту фінансового лівериджу розглянемо за допомогою умовного прикладу.

Приклад 12.4¹⁵

У результаті здійснення інвестицій обсягом 100 000 грн підприємство одержало прибуток у розмірі 10 000 грн. Рентабельність інвестицій становить 10 %. Ставка податку на прибуток (s) = 25 %. У разі, якщо частина інвестицій профінансована за рахунок кредиту, за користування яким слід сплачувати 7 % річних (відносяться на валові витрати), одержимо такі варіанти рентабельності власного капіталу:

Показники	Варіант 1	Варіант 2	Варіант 3	Варіант 4
1. Загальний обсяг інвестицій	100 000	100 000	100 000	100 000
2. Позичковий капітал	—	25 000	50 000	75 000
3. Власний капітал	100 000	75 000	50 000	25 000
4. Коефіцієнт фінансового лівериджу	0	0,33	1,00	3
5. Прибуток перед сплатою процентів за кредит	10 000	10 000	10 000	10 000
6. Проценти за кредит (7 %)	—	1750	3500	5250
7. Прибуток після сплати процентів за кредит	10 000	8250	6500	4750
8. Податок на прибуток (25 %)	2500	2063	1625	1188
9. Чистий прибуток	7500	6187	4875	3562
10. Рентабельність власного капіталу, %	7,5	8,2	9,75	14,2
11. Зростання чистого прибутку за рахунок ефекту економії на податках, $P_c \cdot S / 100$		437	875	1312
12. Вартість позичкового капіталу з урахуванням оподаткування (ряд. 6 – ряд. 11)		1313	2635	3937

¹⁵ За: Wöhe G., Bilstein J. Grundzüge der Unternehmensfinanzierung.

Якщо відома ($P_a = ROI$) — рентабельність активів підприємства (відношення чистого прибутку до вартості активів); обсяг власного капіталу (BK) та сума кредиту (PK), то прибуток (Π) від здійснення інвестицій можна розрахувати за такою формулою:

$$\Pi = P_a \cdot (BK + PK). \quad (12.1)$$

Дану величину можна виразити також підсумовуванням прибутку після сплати процентів за кредит і суми процентів. Це можна записати в такому вигляді:

$$\Pi = P_v \cdot BK + P_c \cdot PK, \quad (12.2)$$

де $P_v = ROE$ — рентабельність власного капіталу; P_c — ставка процента за кредит.

Якщо рівняння 12.1 та 12.2 звести в одне, то одержимо таку рівність:

$$P_a \cdot (BK + PK) = P_v \cdot BK + P_c \cdot PK. \quad (12.3)$$

Звідси можна вивести формулу для обчислення рентабельності власного капіталу:

$$P_v = P_a + \frac{P_a \cdot PK - P_c \cdot PK}{BK}; \quad (12.4)$$

$$P_v = P_a + (P_c - P_c) \cdot \frac{PK}{BK}.$$

Останнє рівняння показує, що рентабельність власного капіталу залежить не від абсолютних величин, якими є суми власного та позичкового капіталу, а від відносних показників (рентабельність активів, проценти за кредит, коефіцієнт заборгованості).

На практиці менеджмент підприємства та його власників насамперед цікавить рентабельність власного капіталу після оподаткування (відношення чистого прибутку до величини власного капіталу). Розглянемо, яким чином впливає на ефект фінансування підприємства за рахунок позичок чинник податку на прибуток. Якщо S — фактор податку на прибуток (податковий мультиплікатор), а проценти за користування позичками відносяться на валові витрати підприємства, тобто зменшують об'єкт оподаткування, то рентабельність власного капіталу після оподаткування (P_{vs}) можна подати в такому вигляді:

$$P_{vs} = P_a(1 - S) + (P_a(1 - S) - P_c(1 - S)) \cdot \frac{\Pi}{K}; \quad (12.5)$$

$$P_{Vs} = (1 - S) \cdot \left(Pa + (Pa - Pc) \cdot \frac{P}{K} \right). \quad (12.6)$$

За інших рівних умов і у разі зростання частки позичок та обсягів процентних платежів розмір податку на прибуток підприємства зменшуватиметься. Економія на податку на прибуток (E_s) виникає в результаті зменшення об'єкта оподаткування на суму процентних платежів і дорівнює різниці між сумою податкових платежів за відсутності позичок та за їх наявності:

$$E_s = Pc \cdot S / 100. \quad (12.7)$$

Якщо ставка процента за кредит не залежить від рівня заборгованості і залишається стабільною (як у прикладі 12.4), то між коефіцієнтом заборгованості та рентабельністю власного капіталу існує лінійна залежність (див. теорему Міллера—Модильяні): чим більше позичкових ресурсів у структурі джерел фінансування, тим вища рентабельність, причому одним із чинників зростання рентабельності власного капіталу є економія на податкових платежах.

Підвищення рентабельності власного капіталу за рахунок залучення позичкового капіталу, якщо рентабельність активів перевищує проценти за кредит, називається ефектом фінансового лівериджу, або ефектом фінансового важеля. Він характеризує ефект фінансування діяльності та підвищення рентабельності власного капіталу за рахунок збільшення частки позичкового капіталу.

Зрозуміло, якщо різниця $(Pa - Pc)$ позитивна, то будь-яке збільшення коефіцієнта заборгованості вестиме до зростання рентабельності власного капіталу. Фінансист повинен враховувати, що доти, доки капіталодавці (як кредитори, так і власники) не вимагають підвищення плати за користування капіталом, ціну останнього підприємство може знижувати за рахунок збільшення заборгованості. Однак підвищення частки позичок у структурі капіталу підвищує ризик, а отже, кредитори вимагатимуть підвищених процентних ставок за кредитами, що одержує підприємство. Це, в свою чергу, знижує згадану різницю, а отже, зменшується ефект фінансового лівериджу. В прикладі 12.5 наведено варіанти рентабельності власного капіталу за умови, що процентна ставка за позичками залежить від рівня заборгованості підприємства.

Приклад 12.5

У результаті здійснення інвестицій обсягом 100 000 грн підприємство одержало прибуток у розмірі 10 000 грн. Рентабельність інвестицій — 10 %. Частину інвестицій планується фінансувати за рахунок кредиту. Процентна ставка за користування позичками зростає залежно від зростання коефіцієнта заборгованості: до критичного співвідношення 2 : 1 включно, ставка становить 7 % річних; вище такого співвідношення (до рівня 1 : 1) ставка підвищується на 3 %; вище згаданого рівня ставка зростає ще на 5 %. За даних обставин одержимо такі варіанти рентабельності власного капіталу.

Показники	Варіант 1	Варіант 2 (ставка 7 %)	Варіант 3 (ставка 10 %)	Варіант 4 (ставка 15 %)
1. Загальний обсяг інвестицій	100 000	100 000	100 000	100 000
2. Позичковий капітал	—	25 000	50 000	75 000
3. Власний капітал	100 000	75 000	50 000	25 000
4. Коефіцієнт заборгованості	0	0,33	1,00	3
5. Прибуток перед сплатою процентів за кредит	10 000	10000	10 000	10 000
6. Проценти за кредит	—	1750	5000	11 250
7. Прибуток до оподаткування (ряд. 5 – ряд. 6)	10 000	8250	5000	–1250
8. Податок на прибуток	2500	2062	1250	—
9. Чистий прибуток	7500	6187	3750	–1250
10. Рентабельність власного капіталу, %	7,5	8,2	7,5	–5,0
11. Зростання чистого прибутку за рахунок ефекту економії на податках $P_c \cdot S / 100$	—	438	1250	2813
12. Вартість позичкового капіталу з урахуванням оподаткування (ряд. 6 – ряд. 11)	—	1312	3750	8437

У наведеному прикладі можна спостерігати залежність між збільшенням коефіцієнта заборгованості, процентної ставки, оподаткуванням та зменшенням рентабельності власного капіталу. Останній показник зростає до рівня заборгованості в 25 %, після чого під впливом підвищеної ставки за ризик вона починає зменшуватися.

У разі, якщо $P_a < P_c$, то будь-яке зростання рівня заборгованості веде до зниження рентабельності власного капіталу, тим стрімкіше,

чим вища питома вага позичкового капіталу в структурі пасивів підприємства. Можна спостерігати ситуацію, за якої вартість позичкового капіталу (Вп) за рахунок економії на податкових платежах буде меншою за рентабельність активів, хоча остання буде меншою за процентну ставку за кредит: $Вп < Ра < Пс$. Цю обставину слід також враховувати в процесі фінансового планування.

На основі аналізу наведених прикладів можна виявити такі закономірності:

1. Доти, доки рентабельність активів перевищує проценти за користування позичковими коштами і процентна ставка за кредитами є стабільною, рентабельність власного капіталу зростає пропорційно зі зростанням частки заборгованості в структурі капіталу.

2. Якщо рентабельність активів дорівнює процентам за кредит, то незалежно від рівня заборгованості рентабельність власного капіталу до оподаткування дорівнюватиме рентабельності активів і процентам за кредит.

3. При використанні як джерела фінансування позичкового капіталу проявляється ефект економії на податках, у результаті чого вартість позичок зменшується.

4. Якщо рентабельність активів нижча за проценти за користування позичками, то рентабельність власного капіталу падає і може досягати негативних значень. Негативна рентабельність власного капіталу означає, що в результаті одержаних збитків реальний капітал підприємства зменшився на відповідну величину збитків.

5. Якщо рентабельність активів дорівнює нулю або є негативною, рентабельність власного капіталу із зростанням рівня заборгованості набуває негативних значень стрімкіше.

6. У разі, якщо негативне значення рентабельності власного капіталу перевищує мінус 100 %, наприклад становить мінус 110 %, це означає, що реальна вартість активів підприємства зменшена на 110 % власного капіталу, тобто статутного, додаткового капіталу та інших складових власного капіталу не вистачило для покриття збитків. Таким чином, усіх активів підприємства не вистачає для виконання зобов'язань з погашення позичок. Подібна структура балансу є незадовільною.

Наявність ознак незадовільного балансу в багатьох країнах, наприклад у ФРН, Франції, Польщі, Росії, є підставою для порушення справи про банкрутство підприємств, які організовані у формі акціонерних товариств чи товариств з обмеженою відповідальністю. Неплатоспроможність таких підприємств настає при настанні строків виконання зобов'язань.

12.7. ПЛАНУВАННЯ ПРИБУТКІВ І ЗБИТКІВ

Головним напрямом бюджетування є розробка бюджету прибутків і збитків підприємства, які очікуються в плановому періоді. Прогноз фінансових результатів доцільно складати за формою, передбаченою для складання відповідного звіту (форма 2). Інформація, яка міститься в бюджеті фінансових результатів, є основою для подальшого планування руху грошових коштів та платоспроможності підприємства. Необхідність планування фінансових результатів зумовлена такими чинниками:

- по-перше, потребою в інформації щодо майбутніх фінансових результатів і можливих джерел фінансування інвестицій і виплати дивідендів;
- по-друге, необхідністю визначення потреби в капіталі, зокрема капіталі для фінансування затрат, відповідно оборотних активів у плановому періоді;
- по-третє, необхідністю оцінки рівня податкового навантаження в плановому періоді.

Планування фінансових результатів може мати як короткостроковий, так довгостроковий характер. За одиницю періоду планування може братися місяць, квартал, рік. Основою планування фінансових результатів є інформація, що міститься в бюджетах реалізації та виробництва продукції.

Планування фінансових результатів здійснюється зіставленням прогнозів доходів і витрат за всіма видами діяльності (наприклад, виручки від реалізації та собівартості реалізованої продукції). Зрозуміло, що найскладнішим завданням при цьому є прогнозування обсягів реалізації продукції.

Прогнозні показники плану реалізації розраховуються на основі аналізу ситуації на ринку, наявних виробничих та фінансових потужностей. При цьому можуть братися до уваги:

- статистичні показники, що характеризують загальноекономічну ситуацію в країні (чи регіоні), ріст населення та його доходи;
- економічні огляди;
- існуючі тенденції в соціальній та культурній сферах життя населення (можливих споживачів продукції);
- вплив сезонних, циклічних коливань на обсяги реалізації;
- довготривалі тенденції зміни економічних показників;
- дані економічної розвідки тощо.

Обираючи ті чи інші методи прогнозування (експертні, екстраполяції, каузальні), доцільно узагальнити інформацію щодо методик, які використовуються аналогічними підприємствами чи

типovими представниками галузі, до якої належить суб'єкт господарювання.

Оскільки прогнозні показники значною мірою залежать від зовнішніх чинників (кон'юнктура, структурні зміни в економіці тощо), альтернативні планові розрахунки фінансових результатів доцільно будувати на оптимістичних чи песимістичних очікуваннях щодо обсягів реалізації продукції, а отже, рівня завантаженості потужностей (наприклад, 80, 100, 120 %). Прогноз реалізації набуде вигляду бюджету після аналізу можливих альтернатив та виявлення найреальнішої з них (базовий прогноз). Важливим елементом планування фінансових результатів є розрахунок **точки безбитковості**, який полягає у визначенні мінімального обсягу реалізації продукції, за якого підприємство може забезпечити безбиткову операційну діяльність у короткостроковому періоді (див. розд. 11). Для цього слід скористатися даними стосовно прогнозних цін реалізації, величини умовно постійних та умовно змінних витрат.

Базовий бюджет реалізації може бути складений за формою, наведеною в табл. 12.4.

Таблиця 12.4

БЮДЖЕТ РЕАЛІЗАЦІЇ ПРОДУКЦІЇ

Показник	У середньому за 1 день	Квартал			
		I	II	III	IV
1. Обсяг реалізації, шт.: • продукт А • продукт Б					
2. Ціна одиниці продукції, грн: • продукт А • продукт Б					
3. Обсяг реалізації в оптових цінах: • продукт А • продукт Б					

Маючи дані щодо прогнозних обсягів продажів, можна розрахувати, з одного боку, прогнозний обсяг виручки від реалізації продукції, а з іншого — необхідну кількість матеріальних і трудових ресурсів, визначити матеріальні і трудові затрати на виробництво планових обсягів продукції. На основі прогнозів реалізації розробляється **бюджет виробництва продукції** (табл. 12.5).

БЮДЖЕТ ВИРОБНИЦТВА ПРОДУКЦІЇ

Показник	У середньому за 1 день	Квартал			
		I	II	III	IV
1. Плановий обсяг реалізації, шт.: • продукт А • продукт Б					
2. Залишок готової продукції на складі на початок періоду, шт.: • продукт А • продукт Б					
3. Плановий залишок готової продукції на складі на кінець періоду, шт.: • продукт А • продукт Б					
4. Обсяги виробництва в плановому періоді, шт.: • продукт А • продукт Б					
5. Виробнича собівартість одиниці продукції, грн: • продукт А • продукт Б					
6. Виробнича собівартість товарної продукції, грн: • продукт А • продукт Б					
7. Середня тривалість виробництва партії продукції, днів: • продукт А • продукт Б					
8. Середня тривалість зберігання сировини та матеріалів на складі, днів: • продукт А • продукт Б					
9. Середня тривалість зберігання готової продукції на складі, днів: • продукт А • продукт Б					

Наведені в табл. 12.5 показники, які складають бюджет виробництва, можуть доповнюватися іншими або наводитися в інших комбінаціях. Загалом же в цьому бюджеті доцільно відображати таку інформацію:

- асортимент товарів, робіт, послуг, які планується виробляти;
- обсяги виробництва;
- витрати на виробництво продукції;
- необхідний запас сировини та матеріалів;
- інша інформація, пов'язана з виробництвом продукції.

Прогнозний обсяг виробництва визначається як сума прогнозу реалізації та необхідного залишку продукції на складі на кінець планового періоду за мінусом залишку продукції на складі на початок планового періоду.

12.8. ПЛАНУВАННЯ ЛІКВІДНОСТІ

Планування ліквідності (платоспроможності) підприємства здійснюється на основі зіставлення прогнозів грошових надходжень і виплат протягом планового періоду. До основних інструментів планування ліквідності належать оперативний фінансовий план (бюджет) та бюджет робочого капіталу.

У разі *оперативного фінансового планування* за одиницю планування може братися день, тиждень, декада чи місяць. Період планування ліквідності (щоденне, щотижнєве, щодакне, щомісячне) залежить від конкретних умов діяльності підприємства, обсягу щоденних оборотів грошових коштів, наявної інформації для прогнозування.

Головним завданням короткострокових фінансових бюджетів є оперативне забезпечення керівництва підприємства інформацією про очікувані грошові надходження та видатки для завчасного вирішення можливих проблем з **платоспроможністю**. Отже, категоричним імперативом (настійною вимогою) будь-якого короткострокового фінансового планування є принцип забезпечення платоспроможності підприємства протягом одиниці планового періоду (день, тиждень, місяць)¹⁶.

Як правило, оперативний фінансовий план складається на 12 місяців з розбивкою по окремих місяцях. Цей вид планування має револьверний характер: із закінченням першого місяця планового періоду починається планування грошових надходжень та витрат місяця, що слідує за останнім місяцем вказаного періоду, а також

¹⁶ Boemle M. Unetrnehmensfinanzierung. — S. 120.

конкретизуються планові показники інших місяців. Для крупних підприємств з великим обсягами грошових потоків фінансових планів може бути недостатньо для оперативного управління платоспроможністю квартальних чи місячних. На таких підприємствах доцільно запровадити щомісячне планування з розбивкою по декадах і навіть по днях.

Оперативний фінансовий план являє собою балансову таблицю, що містить інформацію про грошові надходження та видатки підприємства. За структурою він може складатися з таких елементів (див. табл. 12.6):

- залишок грошових коштів на початок планового періоду;
- грошові надходження;
- грошові видатки;
- залишок (дефіцит) грошових коштів на кінець планового періоду;
- операції в рамках збалансування планових показників.

З метою запровадження контролю виконання фінансового бюджету, у формі фінансового плану, поряд із плановими показниками, доцільно ввести колонку для відображення фактичних даних.

Таблиця 12.6

СТРУКТУРА ОПЕРАТИВНОГО ФІНАНСОВОГО ПЛАНУ ПІДПРИЄМСТВА

Показники	Плановий період		Місяці					
			I		II		III	
	план	факт	план	факт	план	факт		
1. Залишок грошових коштів на початок періоду								
Грошові надходження від реалізації продукції								
Довгострокові кредити банків								
Короткострокові кредити банків								
Комерційні позички (аванси одержані)								
Надходження від емісії облігацій								
Надходження від реалізації необоротних активів								
Надходження від реалізації фінансових інвестицій								
Доходи від участі в капіталі								
Інші фінансові доходи								

Закінчення табл. 12.6

Показники Плановий період	Місяці							
	I		II		III		...	
	план	факт	план	факт	план	факт		
2. Всього грошових надходжень								
Видатки на закупівлю сировини, матеріалів								
Заробітна плата та нарахування на неї								
Податки в бюджет								
Видатки на адміністративні витрати								
Видатки на збут								
Виплата дивідендів								
Видатки на придбання необоротних активів								
Видатки на придбання фінансових інвестицій								
Погашення комерційних позичок								
Погашення банківських позичок								
Сплата процентів за кредити								
Інші витрати								
Всього грошових видатків								
3. Надлишок / дефіцит грошових коштів на кінець періоду								
4. Операції з покриття дефіциту коштів								
<ul style="list-style-type: none"> • Збільшення статутного капіталу • Залучення банківських позичок • Додаткові дезінвестиції 								
5. Використання надлишку коштів								
<ul style="list-style-type: none"> • Повернення внесків учасників і засновників • Погашення банківських позичок • Короткострокові фінансові вкладення 								
6. Залишок коштів на кінець періоду з урахуванням операцій за пп. 4 і 5								

Склад окремих позицій плану може різнитися залежно від галузевої належності підприємства та рівня деталізації прогнозних показників. Можливе також складання оперативного фінансового плану в розрізі окремих проектів, видів продукції, центрів прибутковості (затрат), підрозділів тощо.

На переважній більшості підприємств основною складовою грошових надходжень є грошові доходи від реалізації продукції. Однак у результаті надання платіжних відстрочок покупцям чи порушення ними розрахунково-платіжної дисципліни фактичні обсяги грошових надходжень в окремих періодах здебільшого не збігаються з обсягами реалізації продукції (в оптових цінах) у цих періодах. З метою прогнозування грошових надходжень від реалізації в окремих періодах з урахуванням коефіцієнта інкасації дебіторської заборгованості доцільно *складати прогнозний графік грошових надходжень*. Цей графік формується на основі аналізу вхідних грошових потоків у попередніх періодах, галузевої специфіки (і тенденцій) здійснення розрахунків, досвіду співпраці з дистриб'юторами, іншими типами споживачів та з використанням інформації щодо умов розрахунків, яка міститься в укладених контрактах. У процесі прогнозування рекомендується використовувати *метод екстраполяції*: обсяги очікуваних грошових надходжень у плановому періоді можна спроектувати на основі побудови та аналізу рядів динаміки (див. розд. 11).

У табл. 12.7 наведено прогнозний графік грошових надходжень і погашення дебіторської заборгованості за умови, що розрахунки за відвантажену продукцію здійснюються таким чином:

- протягом 1-го місяця з моменту відвантаження продукції надходить 20 % коштів за неї;
- протягом 2-го місяця — 30 %;
- протягом 3-го місяця — 40 %;
- протягом 4-го місяця — 8 %;
- безнадійна заборгованість — у середньому 2 % від обсягів реалізації.

Складання револьверного фінансового плану може здійснюватися в такому порядку:

1. На основі бюджету реалізації слід визначити обсяги очікуваної виручки від реалізації в розрізі окремих місяців.

2. Складання прогнозного графіка грошових надходжень від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг).

Таблиця 12.7

**ПРОГНОЗНИЙ ГРАФІК ГРОШОВИХ НАДХОДЖЕНЬ
ВІД РЕАЛІЗАЦІЇ ПРОДУКЦІЇ (ТОВАРІВ, РОБІТ, ПОСЛУГ)**

тис. грн

Показник	На початок планового року	Місяці												У плановому році
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	
Прогнозні обсяги реалізації в оптових цінах		50	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	150	1200
Залишок дебіторської заборгованості на кінець планового періоду	220	168	168	168	170	168	166	164	162	160	158	158	200	200
Погашення заборгованості попередніх років		92	65	30	4	4	4	4	4	4	4	2		217
Надходження від реалізації за окремі періоди, місяці)														
I		10	15	20	4									49
II			20	30	40	8								98
III				20	30	40	8							98

Закінчення табл. 12.7

Показник	На початок планового року	Місяці												У плановому році
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	
IV					20	30	40	8						98
V						20	30	40	8					98
VI							20	30	40	8				98
VII								20	30	40	8			98
VIII									20	30	40	8		98
IX										20	30	40	8	98
X											20	30	40	90
XI												20	30	50
XII													30	30
Всього надходжень		102	100	100	98	102	102	102	102	102	102	100	108	1220

3. З використанням даних щодо прогнозних обсягів реалізації та виробництва, планових калькуляцій собівартості продукції формується бюджет виробництва, в якому відображаються необхідні затрати для виготовлення планових обсягів продукції.

4. На основі бюджету виробництва, інших часткових бюджетів (бюджету матеріальних затрат, затрат на персонал тощо) розраховується потреба в коштах на фінансування оборотних активів.

5. Відділ постачання у співпраці із бухгалтерськими службами повинен розробити бюджет затрат на сировину (матеріали) та бюджет виробничих запасів, у яких з розбивкою по окремих місяцях вказуються суми грошових коштів, що перераховуватимуться постачальникам за сировину, матеріали тощо. Для цього аналізуються платіжні умови відповідних договорів поставки, прайс-листи постачальників, а також дані з розшифровки та середнього рівня кредиторської заборгованості за товари, роботи послуги, які мали місце у попередніх періодах.

6. Бухгалтер, відповідальний за облік заробітної плати, разом з фінансовим директором складає бюджет витрат на заробітну плату на основі: відображеної у бюджеті виробництва потреби у виробничому персоналі; в бюджеті адміністративних витрат — потреби в адміністративному персоналі, а також з використанням відповідних наказів щодо встановлення посадових окладів. При цьому враховуються також витрати зі сплати обов'язкових нарахувань на заробітну плату, а також строки виплати заробітної плати та перерахування платежів у бюджет.

7. На основі відповідних договорів, наказів, даних звітних періодів тощо складаються бюджети інших витрат, в тому числі бюджет витрат на збут, бюджет адміністративних витрат тощо, а також графіки відповідних грошових видатків.

Охарактеризований порядок збору та обробки інформації діє за звичайної операційної діяльності, коли відсутні суттєві коливання в обсягах виробництва, реалізації продукції та напрямках діяльності підприємства. У разі ж планування змін у фінансово-господарській діяльності, які зумовлюють рух коштів у результаті інвестиційної та фінансової діяльності, в процесі складання фінансового плану використовується інформація, яка міститься у відповідних часткових бюджетах. Наприклад, враховуючи інформацію, що міститься в бюджеті виробництва і планах фінансових вкладень, визначається потреба в капіталі для фінансування необоротних активів та складається бюджет інвестицій з конкретними графіками відповідних грошових витрат.

На основі зіставлення грошових надходжень і витрат визначається дефіцит чи надлишок грошових коштів у плановому періоді. Надлишок коштів спрямовується, як правило, на фінансування додаткових інвестицій, погашення довгострокових позичок чи виплату дивідендів (якщо наявне відповідне джерело). У разі дефіциту фінансового бюджету слід вжити заходів щодо додаткового залучення ресурсів із зовнішніх джерел чи зменшення видаткової частини, в т. ч. шляхом реструктуризації заборгованості, використання лізингу замість купівлі основних засобів тощо.

На практиці часто трапляються ситуації, коли відбувається затримка платежів за відвантажену продукцію, взаємозалік зустрічних платежів, зменшується обсяг реалізації продукції, діють інші чинники, які призводять до фактичного зменшення дохідної частини бюджету. З метою усунення позапланового дефіциту ліквідності виникає необхідність оперативного перегляду (коригування) бюджету. Збалансованості можна досягти двома шляхами:

1) покриваючи дефіцит ресурсів збільшенням дохідної частини до необхідного рівня (якщо підприємство має вільний доступ до ринків капіталів);

2) зменшуючи планові обсяги грошових видатків (якщо підприємство має обмежені можливості фінансування).

У першому випадку фінансовий бюджет буде вторинним, оскільки спочатку формується видаткова частина, основою якої є інформація щодо затрат (міститься у часткових (первинних) бюджетах). Якщо ж джерела фінансування підприємства обмежені, то інформація про можливі грошові надходження буде основою для розробки всіх інших бюджетів. У даному разі як первинний буде саме фінансовий бюджет, а всі інші бюджети розроблятимуться, виходячи з максимально допустимого рівня затрат.

Перегляд видаткової частини бюджету доцільно розглядати колегіально (за участю керівництва підприємства, керівників структурних підрозділів підприємства), при цьому можливі різноманітні підходи до проблеми перегляду видатків. Рекомендується використовувати підхід до перегляду видатків бюджету, що буде заснований на виробленій **системі пріоритетів фінансування (оплати) поточних видатків підприємства**. До пріоритетних можуть належати такі витрати (видатки) бюджету:

- заробітна плата робітників у розрахунку на виробничу програму підприємства;
- платежі в позабюджетні фонди;
- витрати на закупівлю комплектуючих виробів (матеріалів), необхідних для виконання виробничої програми підприємства і

забезпечення функціонування виробничих приміщень і системи комплектацій (інженерних мереж);

- оплата спожитої електроенергії;
- сплата податків у бюджети всіх рівнів.

Підкреслимо, що фінансові служби підприємств повинні розробити власну систему пріоритетних платежів, враховуючи конкретні умови діяльності.

Важливим чинником, який слід враховувати при складанні оперативного фінансового плану, є **необхідність дотримання правил та принципів фінансування підприємства**. Планування потреби в капіталі та заходів щодо її покриття слід здійснювати, враховуючи правила горизонтальної та вертикальної структури балансу. Саме тому оперативний фінансовий бюджет доцільно інтегрувати в бюджетування балансу. Це дасть змогу оперативно перевірити, яким чином заходи для забезпечення поточної платоспроможності впливають на загальну фінансову рівновагу підприємства, зокрема показники фінансової незалежності, ліквідності тощо, які розраховуються на основі окремих статей балансу. Найважливішим інструментом перевірки узгодженості показників балансу та оперативного фінансового плану на предмет забезпечення стабільної фінансової рівноваги є **прогнозування робочого капіталу** (*Working Capital Prognosen*). Для більшої об'єктивності планування робочого капіталу до складу оборотних активів доцільно включати не всю дебіторську заборгованість, а лише чисту реалізаційну вартість поточної дебіторської заборгованості.

Бюджет робочого капіталу базується на плануванні змін у складі короткострокових активів та пасивів, отже, безпосередньо не стосується фінансових результатів (звіту про прибутки та збитки). Основна мета бюджетування робочого капіталу полягає у прогнозуванні змін показників ліквідності в плановому періоді, що створює базу для оперативного управління ліквідністю. Якщо протягом планового періоду обсяг робочого капіталу залишається стабільним, то це означає, що фінансування підприємства здійснюватиметься відповідно до принципу конгруентності строків.

Як свідчить практика, планування ліквідності є слабким місцем підприємств малого та середнього бізнесу. В Швейцарії, наприклад, короткострокові фінансові плани складають лише близько 20 % малих і 40 % середніх підприємств. Лише 10 % усіх підприємств цієї групи складають план руху грошових коштів (план Cash-flow)¹⁷. На вітчизняних підприємствах ці цифри є ще виразнішими.

¹⁷ Lanz R. Controlling in kleinen und mittleren Unternehmen. — Bern-Stuttgart, 1990. — S. 68.

12.9. ПЛАНУВАННЯ ПОКАЗНИКІВ БАЛАНСУ

Координація та узгодження показників окремих бюджетів між собою та у розрізі дотримання стратегічних цільових установок підприємства відбувається у зведеному (інтегрованому) бюджеті. Роль такого бюджету можуть відігравати річні (квартальні, місячні) плани балансового звіту підприємства. В ньому відображаються наслідки впливу показників системи бюджетів на активи та пасиви. Позиції балансу плануються на основі плану інвестицій, бюджету ліквідності (оперативного фінансового плану), бюджету товарно-матеріальних запасів, бюджету прибутків і збитків, інших функціональних (часткових) бюджетів.

Плановий баланс складається на основі очікуваних показників поточного періоду та прогнозних змін в окремих статтях і розділах, які очікуються в плановому періоді. Розрахунок планових показників балансу здійснюється з використанням інформації, яка міститься в інших бюджетах, зокрема:

- зміни у складі необоротних активів впливають з бюджету інвестицій та амортизаційних відрахувань;
- прогнозні показники окремих статей оборотних активів розраховуються з використанням бюджету товарно-матеріальних запасів, бюджету виробництва, графіків грошових надходжень від реалізації продукції та інкасації дебіторської заборгованості тощо;
- планові показники власного капіталу розраховуються, виходячи з даних бюджету ліквідності, бюджету інвестицій, бюджету фінансових результатів і нормативів розподілу прибутку;
- зміни у складі позичкового капіталу визначаються на основі графіків погашення банківських кредитів, бюджету інвестицій, планів матеріально-технічного постачання, бюджету ліквідності тощо.

Зміни (динаміка) у складі активів та пасивів (приріст чи зменшення), які очікуються в плановому періоді, відображаються в так званому **динамічному (рухомому) балансі**. В такому балансі висвітлюються не окремі статті активів та пасивів, а сумарні зміни в цих статтях, які прогнозуються протягом планового періоду. В активній стороні динамічного балансу слід відображати зміни у використанні фінансових ресурсів, а в пасиві — зміни у джерелах фінансування активів. У загальному вигляді структура динамічного балансу наведена в табл. 12.8.

СТРУКТУРА ДИНАМІЧНОГО (РУХОМОГО) БАЛАНСУ

Використання фінансових ресурсів	Залучення фінансових ресурсів
I. Приріст активів 1. Необоротні активи <ul style="list-style-type: none"> • придбання нематеріальних активів • придбання основних засобів • довгострокові фінансові інвестиції 2. Оборотні активи <ul style="list-style-type: none"> • збільшення запасів • дебіторська заборгованість • поточні фінансові інвестиції • грошові кошти та їх еквіваленти 	I. Збільшення пасивів 1. Власний капітал <ul style="list-style-type: none"> • збільшення статутного капіталу • збільшення резервного капіталу • нерозподілений прибуток 2. Позичковий капітал <ul style="list-style-type: none"> • залучення банківських кредитів • залучення комерційних позичок • забезпечення наступних витрат і платежів
II. Зменшення пасивів <ul style="list-style-type: none"> • погашення заборгованості • виплата дивідендів • повернення внесків власників 	II. Зменшення активів (дезінвестиції) <ul style="list-style-type: none"> • реалізація запасів • реалізація необоротних активів • нарахування амортизації
III. Сума	III. Сума

Побудова такого балансу дає можливість виявити зміни показників балансу, що прогнозуються в окремих періодах, а також проаналізувати причини цих змін (наприклад, зменшення обсягів реалізації, підвищення рівня затрат, зростання вартості капіталу тощо). Як бачимо, будь-яке збільшення активів чи зменшення пасивів пов'язане з використанням фінансових ресурсів. З іншого боку, зменшення активів чи збільшення пасивів вказує на залучення додаткових ресурсів.

Для забезпечення фінансової рівноваги сума приросту пасивів та зменшення активів повинна дорівнювати величині приросту активів та зменшення пасивів. Плануючи показники балансу, слід перевіряти їх на предмет узгодження з обраною фінансовою стратегією та дотримання правил фінансування, зокрема визначеного рівня структури капіталу, показника покриття необоротних активів за рахунок довгострокових пасивів тощо.

Динамічний баланс можна розглядати, з одного боку, як інструмент планування ліквідності підприємства, з іншого — як метод аналізу ліквідності.

12.10. ПРОГНОЗ РУХУ ГРОШОВИХ КОШТІВ (*CASH-FLOW*)

На практиці цілий ряд затрат, що показуються в розшифровці прогнозу прибутків і збитків, не позначаються на порядку здійснення платежів. Необхідність **прогнозу руху грошових коштів (*Cash-flow*)** зумовлена тим, що менеджмент підприємства повинен мати інформацію не лише про зміни в складі майна підприємства і джерелах його формування, доходах і витратах, а й про грошові надходження та виплати, які очікуються протягом планового періоду. Прогноз руху грошових коштів враховує надходження цих коштів, їх видатки, чистий грошовий потік (надлишок або дефіцит), початкове і кінцеве сальдо банківського рахунку.

План руху грошових коштів (*Cash-flow*) може мати як короткостроковий (місяць, квартал), так і довгостроковий характер (на кілька років). Базові прогнозні розрахунки руху грошових коштів у короткостроковому періоді можна легко розширити на кілька періодів, використавши при цьому цільові орієнтири, що містяться у стратегічних довгострокових планах, і таким чином трансформувати короткострокове планування у довгострокове.

В основі планування руху грошових коштів лежить інформація, наведена в зведеному фінансовому плані (балансі) та прогнозних розрахунках фінансових результатів (прибутків і збитків).

Прогноз руху грошових потоків будується на двох складових:

- розрахунок планового обсягу *Cash-flow* від усіх видів діяльності (операційної, інвестиційної та фінансової), який очікується в плановому періоді;
- прогноз основних напрямів використання *Cash-flow* (інвестування, погашення кредитів, розподіл прибутку тощо).

У табл. 12.9 наведено спрощену схему планування руху грошових потоків умовного підприємства. Щоб зменшити рівень невизначеності, прогнозні показники *Cash-flow* доцільно розраховувати за умови різних варіантів завантаженості виробничих потужностей підприємства: завантаженість виробничих потужностей за песимістичного сценарію становить 80 %; базового — 100; оптимістичного — 110 %.

Таблиця 12.9

ПРОГНОЗ CASH-FLOW

Показники	Рівень завантаженості потужностей		
	80	100	110
1. Розрахунок виникнення <i>Cash-flow</i>			
а) Надходження фінансових ресурсів			
— виручка від реалізації	1200	1500	1650
— дезінвестиції	50	50	50
— доходи від фінансових вкладень	30	30	30
— надходження власного капіталу	110	110	110
— позички	70	—	—
б) Витрати в результаті операційної діяльності			
— умовно змінні	700	825	988
— умовно постійні	400	400	400
в) Коригування			
— амортизація	60	60	60
— збільшення (зменшення) забезпечень	—	—	—
г) <i>Cash-flow</i>	420	525	612
2. Використання <i>Cash-flow</i>			
Інвестиції	240	300	330
Погашення заборгованості	20	20	20
Приріст обігових коштів	60	75	85
Податки на прибуток	24	32	40
Розподіл прибутку	36	50	60
Всього	380	477	535
3. Чистий <i>Cash-flow</i>	40	48	77

Як бачимо, за песимістичного сценарію, хоча й забезпечується беззбиткова діяльність, для виконання намічених виробничо-господарських завдань підприємству слід залучити фінансові ресурси із зовнішніх джерел: внески власників у статутний капітал та позички. Із зростанням рівня реалізації продукції розширюється зона безпеки, відповідно збільшуються внутрішні джерела фінансування та зменшується потреба у зовнішньому залученні коштів.

12.11. БЮДЖЕТНИЙ КОНТРОЛЬ ТА АНАЛІЗ ВІДХИЛЕНЬ

Бюджетний контроль — це порівняння фактичних показників фінансово-господарської діяльності з плановими (бюджетними) на предмет перевірки їх узгодженості за величиною і термінами, а також аналіз причин відхилень з метою вироблення пропозицій щодо коригування бюджетів чи фінансово-господарської діяльності підприємства. Бюджетний контроль є дійовим інструментом стимулювання підвищення фінансової відповідальності та продуктивності як окремих працівників, центрів прибутковості, структурних підрозділів, так і підприємства в цілому.

Для здійснення контролю за виконанням бюджетів, як правило, використовують дворівневу систему контролю. Нижній рівень — це контроль за виконанням часткових (функціональних) бюджетів структурних підрозділів підприємства, безпосередньо здійснюваний економічними службами цих підрозділів; при цьому контролюються як окремі показники зведеного бюджету, так і його складових, тобто функціональних бюджетів. Верхній рівень — контроль за виконанням бюджетів усіх структурних підрозділів, центрів відповідальності та зведених бюджетів по підприємству в цілому, здійснюваний безпосередньо службами контролінгу. До основних елементів системи контролю належать:

- об'єкти контролю — бюджети структурних підрозділів, часткові (функціональні) та зведені бюджети;
- предмети контролю — окремі показники витрат і доходів, надходжень і видатків (дотримання бюджету ліквідності, оплати праці, витрат сировини і матеріалів тощо);
- суб'єкти контролю — служби контролінгу, що здійснюють контроль за дотриманням бюджетів та підрозділи чи окремі працівники, що відповідальні за виконання бюджетів;
- інструменти контролю бюджетів — методи, процедури, які використовуються в процесі бюджетного контролю (аналіз відхилень, SWOT-аналіз тощо).

Діяльність контролера в галузі бюджетного контролю передбачає такі заходи:

- ◆ ідентифікація фактичних даних;
- ◆ розрахунок відхилень;
- ◆ визначення причин і факторів відхилень;
- ◆ розробка (підбір) каталогу заходів щодо коригування планів і діяльності в цілому;

- ◆ оцінка запропонованих заходів;
- ◆ ініціювання рішень щодо коригування планів;
- ◆ контроль виконання скоригованих планів.

Належний бюджетний контроль можливий лише за умови обліку всіх операцій, пов'язаних з грошовими надходженнями і виплатами, доходами та витратами, причому класифікація і способи визначення окремих показників повинні бути стандартизованими як під час планування, так і під час обліку. *Ідентифікація* фактичних показників і визначення відхилень здійснюється на основі даних управлінського обліку, який є своєрідним продовженням і деталізацією фінансового обліку.

Розрахунок та аналіз відхилень фактичних показників від бюджетних може проводитися як в абсолютних, так і відносних величинах. Він здійснюється як у розрізі окремих періодів, так і кумулятивно, тобто з урахуванням певної сукупності звітних періодів. Виявлені в процесі контролю відхилення сигналізують про необхідність корекції планів чи фінансово-господарської діяльності.

Конкретні рекомендації щодо коригування планів повинні формуватися лише після ретельного факторного аналізу причин відхилень та їх інтерпретації, що є найскладнішим елементом бюджетного контролю. Причини відхилень рекомендується систематизувати в розрізі трьох функціональних рівнів¹⁸:

1. Рівень планування:

- помилкова оцінка розвитку зовнішнього середовища;
- неправильні прогнози щодо причинно-наслідкових взаємозв'язків між діяльністю підприємства та зовнішніми факторами впливу;
- дефіцити в інформаційному забезпеченні чи обробці інформації, які призвели до нереальних прогнозів.

2. Рівень прийняття рішень:

- акцептування помилкових планових альтернатив, побудованих на задалегідь неправильних пропозиціях;
- затвердження планових альтернатив, відмінних від тих, які згідно із обґрунтуваннями є найреальнішими до виконання.

3. Рівень реалізації:

- дефіцити в якісному та кількісному забезпеченні матеріальними, фінансовими та трудовими ресурсами, які призвели до зриву виконання планових показників;

¹⁸ Eilenberg G. Betriebliche Finanzwirtschaft: Einfuehrung in Investition und Finanzierung, Finanzpolitik und Finanzmanagement von Unternehmen. 6. Aufl. — München; Wien: Oldenburg, 1997. — S. 315—316.

- дефіцити у виробничому процесі;
- слабкі місця в організації виробничо-господарської діяльності;
- недостатня мотивація до виконання планових показників.

За загальним правилом у процесі аналізу відхилень показники інтерпретуються в контексті їх впливу на фінансові результати та ліквідність (платоспроможність) підприємства. Здебільшого на практиці проводиться факторний аналіз відхилень фактичних фінансових результатів від бюджетних. Метою аналізу є визначення та оцінка всіх факторів, що зумовили відхилення та вироблення на цій основі висновків і пропозицій щодо подолання виявлених негативних факторів і слабких місць, використання можливих резервів і відповідної корекції планів. Особлива увага при цьому звертається на аналіз прибутків від операційної діяльності та затрат, що може здійснюватися в розрізі окремих структурних підрозділів, видів продукції, центрів затрат тощо.

Аналіз відхилень фактичного прибутку від бюджетних показників здійснюється, як правило, за такими факторами:

- вплив зміни обсягів реалізації;
- вплив зміни цін;
- вплив зміни асортименту реалізованої продукції;
- вплив зміни величини затрат.

Вплив останнього фактору в процесі аналізу «розщеплюють» на окремі компоненти (групи чи статті затрат): постійні/змінні затрати, затрати на сировину та матеріали, затрати на персонал тощо.

Аналіз відхилень фактичних показників від бюджетних вважається основним інструментом оцінки діяльності центрів відповідальності чи затрат (прибутковості). Однак він характеризується двома основними недоліками:

1. Враховуються лише внутрішні співвідношення між плановими і фактичними показниками, оскільки базою для порівняння є результати діяльності одного підприємства; відсутність порівняння з показниками діяльності інших підприємств зумовлює небезпеку суб'єктивного трактування результатів аналізу та помилкових висновків.

2. Незбіг періоду, в якому виникли відхилення, з періодами, в яких проводиться аналіз та здійснюється відповідна реакція на відхилення.

Враховуючи вказані недоліки на провідних підприємствах, аналіз відхилень здійснюють за такими основними напрямками:

- факт — план аналізованого підприємства;
- звітний — попередній період;

- факт звітнього періоду — факт аналогічного звітнього періоду попереднього року;
- оцінні — бюджетні показники наступного періоду;
- порівняно із середньогалузевими показниками та показниками підприємств, що є найкращими в галузі.

Результати бюджетного контролю доцільно оформляти у вигляді **звіту (рапорту) про виконання бюджетів**. Аналіз відхилень при цьому візуалізується у формі діаграм, графіків, рисунків. У звітах поряд з фіксацією відхилень пояснюються їх причини та формулюються пропозиції щодо коригування бюджетів чи вдосконалення фінансово-господарської діяльності. Звітні аналітичні матеріали з виконання зведеного і функціональних бюджетів представляють керівництву підприємства для оперативної корекції зведених бюджетів підприємства та бюджетів структурних підрозділів чи центрів відповідальності. Результати аналізу виконання бюджетів, відносних показників і коефіцієнтів можуть зумовити необхідність розробки **нового варіанта бюджету**, який повинен починатися з вибору заданих значень.

На великих підприємствах, як правило, функціонують **комплексні автоматизовані системи бюджетного планування та контролю**. Це дозволяє максимально оперативно (щоденно, щодавно, щомісячно) одержувати інформацію про виконання бюджетів і, відповідно, вносити необхідні корективи в них з метою підвищення ефективності оперативного управління фінансами підприємства. Основне значення в плануванні за допомогою автоматизованої системи полягає, по-перше, в змозі моделювати різні сценарії побудови зведеного бюджету за різних його параметрів, по-друге, застосувати інтерактивні засоби аналізу відхилень, які дають можливість «розшифрувати» окремі показники і дійти висновків щодо факторів, які на них впливають.

ТЕСТИ І ЗАДАЧІ

Тести

Тест 1. До основних характерних ознак бюджетування належать...

- 1) короткостроковість;
- 2) середньостроковість;
- 3) високий рівень конкретизації;
- 4) низький рівень конкретизації;
- 5) тісна інтеграція з контролем та аналізом відхилень.

Тест 2. Які з наведених характеристик можна віднести до нуля-базис-бюджетування?

1. Метод може використовуватись при визначенні потреби в капіталі у разі заснування нового підприємства.

2. В основі бюджетування лежать показники діяльності, зокрема показники потреби в капіталі та рівня витрат попередніх періодів.

3. Цей спосіб, як правило, використовується за відносно стабільних обсягів виробництва та реалізації продукції.

4. Інструментом бюджетування є фінансовий план.

5. Бюджетні показники за цим способом розраховуються на основі нового обрахунку потреби в капіталі.

Тест 3. До типових часткових бюджетів можна віднести:

1) плановий баланс;

2) бюджет фонду оплати праці та нарахувань на неї;

3) бюджет прибутків і збитків;

4) бюджет матеріальних витрат;

5) бюджет ліквідності.

Тест 4. До основних інструментів планування ліквідності належать:

1) план прибутків і збитків;

2) бюджет виробництва та реалізації продукції;

3) нуля-базис-бюджетування;

4) оперативний фінансовий план;

5) бюджет робочого капіталу.

Тест 5. Основою для визначення потреби в капіталі в плановому періоді є...

1) показники балансу звітного періоду;

2) показники звіту про рух грошових коштів у звітному періоді;

3) бюджет виробництва в плановому періоді;

4) прибуток звітного періоду;

5) обсяг власного капіталу підприємства.

Тест 6. На обсяги потреби підприємства в капіталі для фінансування інвестицій впливають такі фактори:

1) форми розрахунків за готову продукцію;

2) вартість модернізації існуючих основних засобів;

3) вартість сировини та матеріалів;

4) продуктивність обладнання;

5) вартість монтажу обладнання.

Тест 7. Потреба підприємства в капіталі для фінансування оборотних активів дорівнює...

1) величині витрат на виробництво та реалізацію продукції в плановому періоді;

2) добутку середньоденних витрат на тривалість операційного циклу;

- 3) сумі запасів на дату складання балансу;
- 4) сумі запасів і дебіторської заборгованості на дату складання балансу;
- 5) сумі оборотних активів на дату складання балансу.

Тест 8. Потреба в капіталі для фінансування виробничих запасів визначається такими чинниками:

- 1) первісною вартістю запасів сировини, матеріалів тощо;
- 2) вартістю зберігання сировини та матеріалів на складі;
- 3) кількістю днів зберігання запасів на складі;
- 4) строками оплати сировини та матеріалів;
- 5) строками оплати готової продукції.

Тест 9. Золоте правило балансу вимагає...

- 1) паралельності строків фінансування та інвестування;
- 2) дотримання певних співвідношень між окремими статтями пасивів та активів;
- 3) щоб основні засоби фінансувалися за рахунок власного капіталу та довгострокових позичок;
- 4) дотримання певних співвідношень між окремими статтями пасиву;
- 5) щоб довгострокові пасиви використовувалися не тільки для фінансування основних фондів, а й для довгострокових оборотних активів.

Тест 10. Правило фінансування, яке вимагає, щоб строки, на які мобілізуються фінансові ресурси, збігалися зі строками, на які вони вкладаються в реальні чи фінансові інвестиції, називається...

- 1) золотим правилом фінансування;
- 2) золотим банківським правилом;
- 3) правилом вертикальної структури балансу;
- 4) правилом узгодженості строків;
- 5) золотим правилом балансу.

Тест 11. До правил, які характеризують горизонтальну структуру капіталу, належать:

- 1) золоте правило фінансування;
- 2) золоте банківське правило;
- 3) правило вертикальної структури балансу;
- 4) правило узгодженості строків;
- 5) золоте правилом балансу.

Тест 12. Правило вертикальної структури балансу вимагає...

- 1) щоб відношення власного капіталу до позичкового дорівнювало 1 : 1;
- 2) щоб коефіцієнт заборгованості не перевищував 100 %;
- 3) щоб структура капіталу та структура активів були узгоджені між собою;

4) дотримання певного співвідношення між власним та позичковим капіталом підприємства, що залежить від галузевих та інших умов діяльності останнього;

5) розрахунку двох показників: коефіцієнта фінансової незалежності та коефіцієнта заборгованості.

Тест 13. Які з наведених висловлювань правильні?

1. З приростом заборгованості зростає рентабельність власного капіталу, якщо проценти за кредит менші за рентабельність сукупного капіталу.

2. Якщо рентабельність активів дорівнює процентам за кредит, то останні дорівнюють рентабельності власного капіталу.

3. Рентабельність власного капіталу зростає разом з приростом коефіцієнта заборгованості, якщо проценти за кредит перевищують рентабельність власного капіталу.

4. У разі негативного значення показника рентабельності активів, рентабельність власного капіталу буде завжди негативною.

5. У разі позитивного значення показника рентабельності активів рентабельність власного капіталу буде завжди позитивною.

Тест 14. До показників, які характеризують структуру капіталу підприємства, належать:

- 1) відношення Cash-flow до позичкового капіталу;
- 2) коефіцієнт заборгованості;
- 3) коефіцієнт фінансової незалежності;
- 4) коефіцієнт покриття;
- 5) робочий капітал.

Тест 15. До основних розділів фінансового плану (бюджету ліквідності) належать:

- 1) грошові надходження;
- 2) чистий прибуток;
- 3) грошові видатки;
- 4) собівартість реалізованої продукції;
- 5) залишок (дефіцит) грошових коштів на кінець планового періоду.

Задачі

Задача 1

Необоротні активи підприємства становлять 600 тис. грн.

Короткострокові активи — 700 тис. грн.

Власний капітал — 400 тис. грн.

Довгострокові зобов'язання — 350 тис. грн.

Поточні зобов'язання — 550 тис. грн.

Перевірити рівень виконання підприємством умов золотого правила фінансування. Розрахувати робочий капітал підприємства та зробити висновки.

Задача 2

Визначити планову потребу в капіталі новостворюваного підприємства, якщо прогнозні розрахунки дають таку інформацію:

1. Затрати, пов'язані із заснуванням підприємства, — 5 тис. грн.
2. Первісна вартість необхідної для виробництва планового обсягу продукції виробничої споруди — 1 млн грн.
3. Придбання машин та обладнання — 500 тис. грн.
4. Щоденні виплати на закупку сировини та матеріалів — 6 тис. грн.
5. Середньоденні затрати на утримання персоналу — 10 тис. грн.
6. Середньоденні затрати за іншими видами елементів затрат — 3 тис. грн.
7. Середній період з моменту оплати вартості сировини та матеріалів до запуску їх у виробництво — 7 днів.
8. Тривалість виробничого циклу — 3 дні.
9. Середній термін зберігання готової продукції на складі — 5 днів.
10. Збут готової продукції здійснюється з відстрочкою платежу у 10 днів.

Задача 3

Затрати на виробництво та реалізацію продукції в плановому кварталі становлять 8 млн грн, в т. ч.:

- затрати на сировину і матеріали — 45 % усіх затрат;
- затрати на заробітну плату та нарахування на неї — 35 % усіх затрат;
- інші затрати, пов'язані з виробництвом та реалізацією продукції, — 20 %.

Оплату сировини та матеріалів планується здійснювати на другий робочий день з дня оприбуткування їх на складі. Середній термін перебування виробничих запасів на складі — 2 дні. Тривалість виробництва продукції — 3 дні. Середній термін складування готової продукції — 5 днів. Підприємство планує відвантажувати готову продукцію з наданням відстрочок в її оплаті на 10 днів.

Фінансові служби підприємства повинні розрахувати плановий обсяг потреби підприємства в капіталі для фінансування оборотних активів у цілому та у розрізі окремих елементів затрат.

Задача 4

Розрахувати основні показники, що характеризують структуру капіталу підприємства, за таких даних (станом на кінець звітного періоду), тис. грн:

1. Статутний капітал — 500.
2. Додатковий капітал — 100.
3. Чистий прибуток — 200.
4. Нерозподілений прибуток — 150.
5. Валюта балансу — 2000.

Задача 5

Визначити оптимальну структуру фінансування інвестицій з метою максимізації рентабельності власного капіталу, за таких даних, тис. грн:

1. Загальний обсяг інвестицій — 100.
2. Базова рентабельність інвестицій — 25 % (за базового рівня процентів за кредит 20 %).
3. Можливі варіанти структури джерел фінансування (частка власного капіталу): 80 %; 70 %; 60 %; 50 %; 40 %; 30 %.
4. Починаючи з позначки 70 % (включно) зростання позичкових джерел фінансування в загальній структурі капіталу на 10 % веде до збільшення процентів за користування позичками на 1 %.

Задача 6

Капітал АТ «Х» становить 1 млн грн. Коефіцієнт заборгованості — 0,25. Вартість залучення позичкового капіталу — 5 %; вартість обслуговування власного капіталу (рентабельність власного капіталу) = 15 %. В рамках існуючої стратегії розвитку підприємство планує здійснити додаткові інвестиції. З метою зменшення вартості капіталу підприємства фінансовим контролінгом була внесена пропозиція щодо збільшення частки позичок у структурі капіталу до 50 % шляхом залучення додаткових кредитних ресурсів. Оцінити доцільність фінансування інвестицій за рахунок додаткових позичок та підвищення ризику структури капіталу з погляду зменшення середньозваженої вартості капіталу підприємства, якщо ставка податку на прибуток підприємства дорівнює 25 %.

Глосарій

Ажіо (*agio, Agio n*) — сума перевищення доходів, отриманих від емісії цінних паперів, над їх номіналом.

Аквізиція (*acquisition, Akquisition f*) — скупка корпоративних прав підприємства, у результаті чого покупець набуває контроль над чистими активами та діяльністю такого підприємства. Придбання може здійснюватися в обмін на передачу активів, взяття покупцем на себе зобов'язань або випуск акцій.

Акція (*stock, share, Aktie f*) — цінний папір без установленого строку обігу, що засвідчує часткову участь у статутному капіталі акціонерного товариства, підтверджує членство в акціонерному товаристві та право на участь в управлінні ним, дає право його власникові на одержання частини прибутку у вигляді дивіденду, а також на участь у розподілі майна при ліквідації акціонерного товариства.

Андеррайтери (*underwriter, Underwriter m*) — фінансові посередники, професійні торговці цінними паперами, до послуг яких вдаються емітенти корпоративних чи боргових прав з метою швидкого та ефективного розміщення цінних паперів (акцій, облігацій). Посередники можуть взяти на себе зобов'язання з розміщення всієї емісії або її частини. При цьому емітенту надається гарантія розміщення емісії.

Асоціації (від лат. *assotiatio* — сполучення, з'єднання; *association, Assoziation f*) — договірні об'єднання, створені з метою постійної координації господарської діяльності. Асоціація не має права втручатися у виробничу і комерційну діяльність будь-кого з її учасників.

Банківський консорціум (*banking consortium, Bankenconsortium n*) — тимчасове об'єднання банків, яке створюється для координації дій при проведенні різного роду банківських операцій або для кредитування однієї, але великої та ризикової угоди. Заснований банками на паритетних засадах. Банківські консорціуми для надання санаційних кредитів можуть створюватися з метою об'єднання кредитних ресурсів, диверсифікації кредитного ризику, підтримання ліквідності балансу банку.

Банкрутство (*bankruptcy, Konkurs m*) — неспроможність юридичної особи задовольнити в установлений для цього строк пред'явлені до неї з боку кредиторів вимоги і виконати зобов'язання перед бюджетом, пов'язана з недостатністю активів у ліквідній формі. Згідно із Законом «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» справа про банкрутство порушується арбітражним судом, якщо безспірні вимоги кредиторів до боржника сукупно складають не менше трьохсот мінімальних розмірів заробітної плати і не були задоволені протягом трьох місяців після встановленого для їх погашення строку.

Бенчмаркінг (*benchmarking, Benchmarking m*) — метод контролінгу, який полягає в перманентному, безперервному процесі порівняння товарів (робіт, послуг), виробничих процесів, методів та інших параметрів досліджуваного підприємства (структурного підрозділу) з аналогічними показниками інших підприємств чи структурних підрозділів. Основна мета бенчмаркінгу полягає у виявленні негативних відхилень у значенні порівняльних показників, причин таких відхилень та розробці пропозицій щодо їх ліквідації. Розрізняють три види бенчмаркінгу: внутрішній; орієнтований на конкурентів; функціональний.

Бланковий індосамент (*blank endorsement, Blankoindossament n*) — індосамент без зазначення визначеної особи, за яким векселедержатель передає всі права придбавачу векселя. Бланковий індосамент може складатися лише з підпису векселедержателя. Вексель, який підлягає оплаті наказу з проставленим бланковим індосаментом, підлягає оплаті пред'явнику і може бути переданий у подальшому шляхом простого передавання самого векселя доти, доки не буде вчинений повний індосамент. Векселедержатель може перетворити бланковий індосамент на повний, виконавши над підписом бланкового індосанта вказівку на визначену особу.

Бюджет на підприємстві (*budget, Budget n*) — короткостроковий план, в якому відображається алокація (розподіл) ресурсів. У бюджеті можуть відображатися як вартісні, так і кількісні показники планового періоду. Він може складатися у формі заданих показників, яких слід дотримуватися у плановому періоді. Є тип бюджетів, в яких поряд з напрямками використання ресурсів відображаються джерела покриття витрат.

Бюджетний контроль (*budgetary control, Budgetkontrolle f*) — порівняння фактичних показників фінансово-господарської діяльності з плановими (бюджетними) на предмет їх узгодженості за величиною і термінами, а також аналіз причин відхилень з метою вироблення пропозицій щодо коригування бюджетів чи фінансово-господарської діяльності підприємства.

Бюджетування (*budgeting, Budgetierung f*) — процес складання бюджетів і контролю за їх виконанням. До основних характеристик бюджетування належать: короткостроковість (до одного року); високий рівень конкретизації; внутрішня спрямованість; тісна інтеграція з контролем та аналізом відхилень.

Вантажна митна декларація (*customs declaration, Zollerklärung f*) — заява, що містить відомості про товари та інші предмети і транспортні засоби та мету їх переміщення через митний кордон України або про зміну митного режиму щодо цих товарів, а також інформацію, необхідну для здійснення митного контролю, митного оформлення, митної статистики, нарахування митних платежів.

Варант (*warrant, Optionsschein f*) — різновид опціону на купівлю, який випускається емітентом разом з власними привілейованими акціями чи облигаціями, та надає його власнику право на придбання простих акцій чи облигацій даного емітента протягом певного періоду на заздалегідь узгоджених умовах. Варанти, як правило, емітуються в пакеті з облигаціями. Найвідомішими є варанти з правом придбання облигацій та варанти, які випускаються разом з облигаціями і дають право їх власникам придбати прості акції емітента.

Вартість капіталу (*cost of capital, Kapitalkosten pl*) — це плата за користування залученими фінансовими ресурсами, в т. ч. сплата процентів, дивідендів, комісійних, негативних курсових різниць та інші затрати.

Вартість підприємства (*firm value, Unternehmenswert m*) — вартість бізнесу в цілому або вартість 100 % корпоративних прав у діловому підприємстві, визначена на основі процедури оцінки вартості підприємства.

Виділення підприємств (*Ausgliederung f*) — форма реорганізації, за якої на базі існуючого суб'єкта господарювання чи його структурної одиниці створюється нове підприємство. Підприємство, що реорганізується, продовжує свою фінансово-господарську діяльність.

Власний капітал (*equity, Eigenkapital n*) — це підсумок першого розділу пасиву балансу. Він показує частку активів (майна) підприємства, яка фінансується за рахунок внесків держателів корпоративних прав і власних коштів суб'єкта господарювання. Основними його складовими є статутний капітал, додатковий капітал, резервний капітал та прибуток. Показник власного капіталу є одним з головних індикаторів кредитоспроможності підприємства. Він є основою для визначення фінансової незалежності підприємства, його фінансової стійкості та стабільності.

Глобальний сертифікат (*global certification, Globalzertifikat n*) — документ, оформлений на весь випуск цінних паперів у бездокументарній формі, який підтверджує право на здійснення операцій з цінними паперами цього випуску в Національній депозитарній системі.

Гудвіл (*goodwill, Firmenwert m*) — вартість фірми, її ділової репутації, нематеріальний актив, який визначається як різниця між балансовою вартістю активів підприємства та його ринковою вартістю, що виникає внаслідок використання кращих управлінських якостей, домінуючої позиції на ринку, нових технологій тощо.

Дезінвестиції (*disinvestment, Desinvestment f*) — повернення (вивільнення) заморожених у конкретних майнових об'єктах фінансових засобів. Дезінвестиції можуть здійснюватися шляхом реалізації чи ліквідації фінансових інвестицій, необоротних активів, майнових комплексів.

Дельфі метод (*Delphi-Method, Delphi-Methode f*) — спосіб експертного прогнозування, який ґрунтується на зведенні, систематизації та оцінці думок групи експертів, на основі їх письмового опитування на предмет оцінки майбутніх кількісних та якісних показників розвитку підприємства. До основних характеристик методу належать: використання формально ідентичних анкет для опитування; анонімність опитування; визначення середньостатистичної відповіді опитуваної групи експертів; інформування учасників про результати опитування та середньостатистичну відповідь; повторне опитування.

Деномінація акцій (*stock denomination, die Denomination von Aktien*) — зменшення номінальної вартості акцій акціонерного товариства, яке здійснюється з метою приведення у відповідність номінальної вартості випущених в обіг акцій з величиною статутного капіталу у разі його зменшення. Деномінація може здійснюватися шляхом подрібнення акцій або їх консолідації.

Державний реєстр застав рухомого майна — єдина комп'ютерна база даних, яка забезпечує зберігання інформації про заставу рухомого майна, її видачу і захист від несанкціонованого доступу. Держатель Державного реєстру — Міністерство юстиції України, що забезпечує функціонування Державного реєстру, надає завірені витяги з нього, які свідчать про внесення запису до Державного реєстру або про його відсутність.

Дивіденди (*dividend, Dividende f*) — частина чистого прибутку, розподілена між учасниками (власниками) відповідно до частки їх участі у власному капіталі підприємства.

Дивідендна політика (*dividend policy, Dividendenpolitik f*) — це набір цілей і завдань, які ставить перед собою керівництво підприємства щодо виплати дивідендів, а також сукупність методів і засобів їх досягнення. Оптимізація дивідендної політики — це оптимізація співвідношення між прибутком, що виплачується у вигляді дивідендів, і тим, який реінвестується з метою максимізації доходів власників.

Дизажіо (*disagio, Disagio n*) — відхилення ринкового курсу цінних паперів від їх номінальної вартості в бік зменшення від номіналу.

Дисконтування (*discounting, Diskontierung f*) — процес приведення майбутньої вартості грошей (грошових надходжень) до їх теперішньої вартості. Процес дисконтування може здійснюватися за простими чи складними процентами.

Дискримінантний аналіз (*discriminant analysis, Diskriminanzanalyse f*) — комплекс методів математичної статистики, за допомогою якого здійснюється класифікація досліджуваних одиниць (підприємств) залежно від значень обраної сукупності показників відповідно до побудованої метричної шкали.

Дюрація (*duration, Duration f*) — показник, який характеризує середньозважений період, протягом якого інвестор може амортизувати собівартість інвестиції, тобто отримати початкову суму фінансових вкладень. Дюрація є найважливішим інструментом оцінки ризику зміни процентних ставок за інвестиціями з фіксованою ставкою процента та його нейтралізації.

Еквіваленти грошових коштів — короткострокові високоліквідні фінансові інвестиції, які вільно конвертуються у певні суми грошових коштів і які характеризуються незначним ризиком зміни їх вартості.

Екстраполяції методи (*extrapolation method, die Extrapolierende Prognosen*) — методи прогнозування фінансових показників, які ґрунтуються на поширенні кількісних (статистичних) висновків щодо існуючих тенденцій, одержаних у результаті вивчення минулих подій на майбутні (прогнозні) періоди. Основними методами екстраполяції є методи визначення середніх величин; екстраполяція тренду; експоненціальне згладжування.

Емісійний дохід (*agio, Agio n*) — сума перевищення доходів, отриманих від емісії (випуску) власних акцій та інших корпоративних прав, над номіналом таких акцій (інших корпоративних прав). Інакше кажучи, емісійний дохід — це різниця між курсом емісії і номінальним курсом акцій. Емісійний дохід є одним з джерел формування додаткового капіталу підприємства.

Емісія акцій або облігацій підприємств (*issue, Emission f*) — сукупність дій емітента щодо здійснення підписки на акції або продажу облігацій.

Ефективна ставка процента (*effective interestrate, Effektivverzinsung f*) — ставка процента, що визначається діленням суми річного процента та дисконту (або різниці річного процента та премії) на середню величину собівартості інвестиції (або зобов'язання) та вартості її погашення.

Єдиний митний тариф України — систематизований звід ставок мита, яким обкладаються товари та інші предмети, що ввозяться на митну територію України, вивозяться за межі цієї території або переміщуються транзитом. Ставки Єдиного митного тарифу єдині для всіх суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності незалежно від форм власності, організації господарської діяльності і територіального розташування, за винятком випадків, передбачених законами України та її міжнародними договорами.

Забезпечення наступних витрат і платежів (*special reserves, provisions, Rückstellungen pl*) — створювані з власної ініціативи підприємств забезпечення (резерви) для відшкодування майбутніх витрат, збитків,

зобов'язань, величина яких є невизначеною. У складі забезпечень наступних витрат і платежів (розділ 2 пасиву балансу) відображаються нараховані у звітному періоді майбутні витрати і платежі, величина яких може бути визначена тільки на основі прогнозних оцінок, а також залишки коштів цільового фінансування і цільових надходжень.

Застава (*pledge, Verpfändung f*) — засіб забезпечення виконання зобов'язання, своєрідна майнова гарантія його виконання в обумовленому обсязі й у визначені умовами договору застави терміни. Для оформлення застави складається документ, в якому фіксуються: вид зобов'язання (грошовий, майновий, іпотечний та ін.), його величина, терміни та порядок одержання. Заставне зобов'язання видається кредиторі з метою підтвердження його права на отримання належної суми коштів у разі невиконання погоджених умов.

Заставний індосамент (*pledge endorsement, Pfandindossament n*) — індосамент, за яким вексель не переходить у власність і знаходиться у векселедержателя за заставним правом. При заставному індосаменті векселедержатель має право передавати вексель іншій особі тільки в порядку передоручення.

Зворотний лізинг (*sale and leaseback, Verkauf und Rückmiete n*) — господарська операція, яка передбачає продаж основних фондів з одночасним зворотним отриманням таких основних фондів в оперативний або фінансовий лізинг.

Злиття підприємств (*merger, Verschmelzung f*) — форма реорганізації суб'єктів господарювання, яка перебуває шляхом об'єднання підприємства (або кількох підприємств), яке перебуває у фінансовій кризі, з іншим, фінансово стійким підприємством (або кількома підприємствами). У разі злиття підприємств усі майнові права та зобов'язання кожного з них переходять до суб'єкта господарювання, який виник у результаті злиття. Бухгалтерські баланси підприємств консолідуються; активи і пасиви підприємств, що реорганізуються, в повному обсязі, передаються підприємству- правонаступнику, а підприємства, які злилися, припиняють свою господарську діяльність і втрачають свій юридичний статус.

Золоте правило балансу (*gold Bankers Rule, goldene Bilanzregel*) — принцип фінансування підприємств, який вимагає не лише паралельності строків фінансування та інвестування, а й дотримання певних співвідношень між окремими статтями пасивів та активів.

Золоте правило фінансування (*gold financing Rule, goldene Finanzierungsregel*) — називають також золотим банківським правилом або правилом узгодженості строків. Дане правило вимагає, щоб строки, на які мобілізуються фінансові ресурси, збігалися зі строками, на які вони вкладуються в реальні чи фінансові інвестиції. Це означає, що фінансовий капітал повинен бути мобілізований на строк, не менший від того, на який даний капітал заморожується в активах підприємства,

тобто в об'єкти основних та оборотних засобів. Дотримання вимог золотого правила фінансування забезпечує підприємству стабільну ліквідність і платоспроможність.

Імобілізація коштів (від лат. *immobilis* — *нерухомий*) — відволікання коштів.

Інвестиційна діяльність (*investing activities, Investitionstätigkeit f*) — придбання та реалізація тих необоротних активів, а також тих фінансових інвестицій, які не є складовою еквівалентів грошових коштів. Під інвестиційними можна розуміти всі вкладення підприємства (як довгострокового, так і поточного характеру), які здійснюються з метою забезпечення приросту вартості його майна.

Інжиніринг (*engineering, Engineering m*) — включає комплекс інженерно-консультаційних робіт і послуг, в які входять послуги з підготовки і забезпечення процесу виробництва і реалізації продукції, обслуговування будівництва й експлуатації промислових, інфраструктурних, сільськогосподарських та інших об'єктів. Сукупність інжинірингових робіт можна поділити на дві групи: 1) роботи, пов'язані з підготовкою виробничого процесу; 2) роботи із забезпечення нормального процесу виробництва і реалізації продукції.

Капітал підприємства (*capital, Kapital m*) — це засвідчені в пасивній стороні балансу вимоги на майно, яке відображено в активах; демонструє джерела фінансування придбання активів підприємства.

Комерційний кредит (*commercial credit, kommerzieller Kredit m*) — форма кредиту, яка характеризує відносини позички між двома суб'єктами господарської діяльності, що виникають у результаті одержаних авансів у рахунок наступних поставок продукції (робіт, послуг) чи одержання товарів з відстрочкою платежів. Кредиторами за цього виду кредитування виступають комерційні партнери підприємства.

Консорціум (від лат. *consortium* — *спільність*) — тимчасове статутне об'єднання промислового і банківського капіталу для досягнення спільної мети, як правило, при здійсненні крупних фінансових операцій. Наприклад, банківські консорціуми створюються з метою зменшення ризику при кредитуванні великих ризикових проектів або при розміщенні значної емісії цінних паперів.

Контролінг (*controlling, Controlling m*) — спеціальна, саморегулююча система методів та інструментів, спрямована на функціональну підтримку менеджменту підприємства, що включає інформаційне забезпечення, планування, координацію, контроль та внутрішній консалтинг.

Контрольний пакет акцій (*controlling interest, Aktienmehrheit m*) — кількість корпоративних прав, яка забезпечує їх власнику право здійснювати фактичний контроль над діяльністю підприємства. При високій

концентрації статутного капіталу контрольний пакет становить не менше 50 % загальної його суми плюс одна акція. За широкої диверсифікації контрольний пакет може дорівнювати 20—30 % номінальної вартості всіх корпоративних прав.

Концерн (від англ. *concern* — об'єднання, *Konzern m*) — статутне об'єднання підприємств промисловості, наукових організацій, транспорту, банків, торгівлі тощо на основі повної фінансової залежності від одного або групи підприємств, які перебувають під єдиним контролем.

Кооператив (*cooperative, Genossenschaft m*) — юридична особа, утворена фізичними та/або юридичними особами на засадах добровільного членства та об'єднання майнових пайових внесків для спільної виробничої діяльності й обслуговування переважно членів кооперативу.

Корпоративні права (*participation, Beteiligung f*) — це права власності на частку (пай) у статутному капіталі юридичної особи, включаючи права на управління, отримання відповідної частки прибутку такої юридичної особи, а також частки активів у разі її ліквідації. Право акціонера (учасника) на частину майна підприємства, яка перевищує його внесок у статутний капітал, може бути реалізоване лише при ліквідації юридичної особи та наявності активів після задоволення першочергових зобов'язань.

Корпорація (від лат. *corporatio* — снілка, *corporation, Verein f*) — договірне об'єднання, створене на основі поєднання виробничих, наукових і комерційних інтересів, з делегуванням окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників. Корпорацію як вид об'єднання не слід плутати з корпоративною формою організації бізнесу. Наприклад, у США та Західній Європі, під корпораціями здебільшого розуміють підприємства, засновані на частковій участі та з обмеженою відповідальністю (*Ltd, limited liability*), наприклад, акціонерні товариства, товариства з обмеженою відповідальністю.

Котування (*quotation, Notierung f*) — механізм визначення та/або фіксації ринкової ціни цінного папера.

Кредитор (*creditor, Gläubiger m*) — юридична та (або) фізична особа, яка має підтвержені належними документами грошові вимоги до боржника, в т. ч. вимоги з виплати заробітної плати, зі сплати податків та інших обов'язкових платежів тощо.

Кредитоспроможність (*creditworthiness, Kreditwürdigkeit f, Bonität*) — наявність передумов для отримання кредиту і здатність повернути його. Кредитоспроможність позичальника визначається показниками, які характеризують його акуратність при розрахунках за раніше отриманими кредитами, його поточне фінансове становище, спроможність у разі необхідності мобілізувати кошти з різних джерел, забезпечення оперативної трансформації активів у ліквідні кошти.

Курс емісії акцій (*stock price, Aktienkurs m*) — курс, за яким відбувається підписка на акції. З юридичного погляду нижньою межею курсу емісії нових акцій є їх номінальна вартість, з економічного — номінальна вартість плюс витрати на проведення емісії. Верхня межа курсу емісії — ринковий курс акцій.

Лістинг (*listing, Auflistung f*) — внесення акцій, облігацій, інших цінних паперів до списку цінних паперів, які котируються на фондовій біржі або можуть бути предметом укладення угод у торговельно-інформаційній системі.

Логістика (*logistics, Logistik f*) — комплекс заходів з управління матеріально-технічним забезпеченням і товарно-матеріальними запасами на підприємстві, спрямований на оптимізацію руху сировини, матеріалів, продукції на всіх стадіях операційного циклу: транспортування, складування, виробництво, збут.

Маржинальний прибуток (*marginal contribution, Deckungsbeitrag m*) — різниця між виручкою від реалізації та змінними витратами. Це та сума прибутку, який спрямовується на покриття постійних затрат і формування прибутку. Маржинальний прибуток можна розраховувати як на весь обсяг реалізації, так і на одиницю продукції. Даний показник використовується в ході аналізу точки беззбитковості.

Наглядова рада АТ (*supervisory board, Aufsichtsrat m*) — орган акціонерного товариства, що здійснює загальне керівництво його діяльністю, контроль за діяльністю виконавчого органу та захист інтересів акціонерів. Членом наглядової ради може бути будь-яка фізична особа, обрана на цю посаду річними загальними зборами власників.

Немонетарні активи (*nicht-monetäre Vermögen*) — всі активи, крім грошових коштів, їх еквівалентів та дебіторської заборгованості у фіксованій (або визначеній) сумі грошей.

Облігація (*bond, Schuldverschreibung f*) — цінний папір, що засвідчує внесення його власником грошових коштів і підтверджує зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного папера в передбаченій у ньому строк з виплатою доходу, порядок визначення якого передбачається умовами випуску.

Облігації з нульовим купоном (*zero bond, Zerobond m*) — вид облігацій, які характеризуються відсутністю поточних процентних платежів і розміщуються з дизажіо (дисконтом). Проценти і проценти на проценти за облігаціями з нульовим купоном тезавруються і виплачуються при погашенні цінних паперів у складі їх номінальної вартості

або у вигляді премії. Процентна ставка і номінальна вартість, які підлягають погашенню, залишаються фіксованими протягом усього терміну записання.

Операційна діяльність (*operating activities, laufende Geschäftstätigkeit*) — це основна діяльність підприємства, пов'язана з виробництвом та реалізацією продукції (товарів, робіт, послуг), що є головною метою створення підприємства і забезпечує основну частку його доходу, а також інші види діяльності, які не підпадають під категорію інвестиційної чи фінансової діяльності.

Операційний Cash-flow (*Cash-flow-from operating activities, Cash-flow aus laufender Geschäftstätigkeit*) — показник, який характеризує величину чистих грошових потоків, що утворюються в результаті операційної діяльності, тобто частину виручки від реалізації, яка залишається в розпорядженні підприємства в певному періоді після здійснення всіх грошових видатків операційного характеру.

Операційний цикл (*operating cycle, Operationszyklus m*) — проміжок часу між придбанням запасів для здійснення виробничо-господарської діяльності та отриманням коштів від реалізації виробленої з них продукції (товарів, послуг).

Опціон (*option, Option m*) — стандартний документ, який закріплює право (але не зобов'язання) його власника на придбання від емітента опціону (опціон на купівлю) чи на продаж емітенту (опціон на продаж) у термін, визначений у ньому, зазначену кількість базового активу за фіксованою при укладанні ціною (ціною виконання).

Пайовий капітал (*share capital, Grundkapital m*) — сукупність коштів фізичних і юридичних осіб, добровільно розміщених у товаристві відповідно до установчих документів для здійснення його господарсько-фінансової діяльності. Ця стаття передбачена для кредитних спілок, споживчих товариств, колективних сільськогосподарських підприємств, житлово-будівельних кооперативів, в яких статутний капітал формується за рахунок пайових внесків. У цьому рядку необхідно відображати суму пайових внесків товариств та інших підприємств, передбачену установчими документами.

Первісна вартість основних засобів (історична вартість) (*purchase value, Anschaffungswert m*) — вартість окремих об'єктів основних фондів, за якою вони були зараховані на баланс підприємства. Включає суму витрат, пов'язаних з виготовленням, придбанням, доставкою, спорудженням, встановленням, страхуванням під час транспортування, державною реєстрацією, реконструкцією, модернізацією та іншим поліпшенням основних фондів. У контексті оцінки вартості майна первісна вартість — це вартість відтворення основних засобів на дату оцінки з урахуванням затрат, пов'язаних з їх поліпшенням.

Перетворення (*conversions, Umwandlung f*) — спосіб реорганізації підприємства, який передбачає зміну форми власності або організаційно-правової форми юридичної особи без припинення господарської діяльності підприємства. При перетворенні одного підприємства на інше до підприємства, яке щойно виникло, переходять усі майнові права і зобов'язання колишнього підприємства.

Підприємство з іноземними інвестиціями (*internationals Joint Venture*) — підприємство будь-якої організаційно-правової форми, створене відповідно до законодавства України, іноземна інвестиція у статутному капіталі якого, за його наявності, становить не менше 10 %.

Повний індосамент (*full endorsement, Voll-indossament n*) — іменний передатний індосамент. Вексель з повним індосаментом підлягає оплаті наказу особи, на ім'я якої виконано індосамент, і може бути переданий у подальшому лише за індосаментом цієї особи.

Поділ (*de-merger, Unternehmensaufspaltung m*) — спосіб реорганізації підприємства, за якого одна юридична особа припиняє свою діяльність, а на базі її створюються кілька нових підприємств, оформлених у вигляді самостійних юридичних осіб.

Потреба в капіталі (*capital need, Kapitalbedarf m*) — виражена в грошовому еквіваленті потреба підприємства в грошових та матеріальних засобах, необхідних для виконання поставлених цілей та забезпечення фінансової рівноваги. Базою для класифікації форм потреби в капіталі є класифікація вихідних грошових потоків підприємства. Виникнення потреби в капіталі зумовлене незбігом у часі моменту здійснення грошових витрат і моменту надходження грошових коштів за продукцію, на виробництво якої понесені витрати.

Реверсія (при оцінці вартості підприємства) — очікувана (залишкова) вартість об'єкта оцінки в період, що є наступним за прогнозним періодом.

Резерв дивідендів (*dividend reserve, Dividendenreserve f*) — частина власного капіталу (чистого прибутку) підприємства, яка резервується в роки з високим обсягом чистого прибутку з метою забезпечення стабільного рівня дивідендних виплат у роки з недостатнім рівнем прибутковості; резерв також використовують для забезпечення дивідендних виплат за привілейованими акціями.

Резервний капітал (у вузькому розумінні) (*revenue reserves, provisions, Gewinnrücklagen m*) — сума резервів, сформованих за рахунок чистого прибутку підприємства в розмірах, установлених засновницькими документами підприємства та нормативними актами.

Резервний капітал (у широкому розумінні) (*reserve capital, Rücklagen m*) — частина капіталу підприємства, призначена для покриття можливих у майбутньому непередбачених збитків, втрат. Класифікують

за такими ознаками: джерелами формування; способом відображення у звітності; обов'язковістю створення.

Реорганізація підприємства (*reorganization, Reorganisation f*) — повна або часткова заміна власників корпоративних прав підприємства, зміна організаційно-правової форми організації бізнесу, ліквідація окремих структурних підрозділів або створення на базі одного підприємства кількох, наслідком чого є передача (прийняття) його майна, коштів, прав та обов'язків правонаступникам. Основними формами реорганізації є злиття, приєднання, поділ, виділення, перетворення.

Рефінансування дебіторської заборгованості — форма реструктуризації активів, яка полягає в переведенні дебіторської заборгованості в інші, ліквідні форми оборотних активів: грошові кошти, короткострокові фінансові вкладення тощо. До основних форм рефінансування дебіторської заборгованості належать факторинг, форфейтинг, облік векселів.

Робочий капітал (*working capital, Nettoumlaufvermögen f*) — різниця між оборотними активами підприємства та його поточними зобов'язаннями; показує частину оборотних активів, які фінансуються за рахунок власного капіталу і довгострокових зобов'язань. Використовується для оцінки рівня ліквідності підприємства. Для більшої об'єктивності при розрахунку робочого капіталу до складу оборотних активів доцільно включати не всю дебіторську заборгованість, а лише чисту реалізаційну вартість поточної дебіторської заборгованості.

Роялті (*royalty, Royalty n*) — платежі за використання нематеріальних активів підприємства (платежів, торгових марок, авторського права, програмних продуктів тощо).

Самофінансування (*self-financing, Selbstfinanzierung f*) — одна з форм фінансування підприємств за рахунок внутрішніх фінансових джерел. Пов'язана з реінвестуванням (тезаврацією) прибутку у відкритій чи прихованій формі. Розрізняють відкрите та приховане самофінансування.

Спільна діяльність — господарська діяльність зі створенням або без створення юридичної особи, котра є об'єктом спільного контролю двох чи більше сторін згідно з письмовою угодою між ними.

Ставка дисконту (*discount rate, Diskontierungsfaktor m*) — коефіцієнт, що використовується для переведення прогнозованих майбутніх грошових потоків у їх поточну (теперішню) вартість.

Ставка капіталізації (*capitalization rate, Kapitalisierungsfaktor m*) — коефіцієнт, що використовується для переведення очікуваного доходу у вартість за умови, що очікуваний дохід прогнозується незмінним протягом періоду прогнозування чи зі стабільними темпами зростання (падіння).

Статутний капітал (*share capital, issued capital, Grundkapital n*) — сукупність вкладів (у грошовому виразі) учасників (власників) у майно підприємства для забезпечення його діяльності в розмірах, визначених установчими документами; сума вкладів власників підприємства в його активи за номінальною вартістю відповідно до засновницьких документів. Це та сума капіталу, в межах якої засновники підприємства (АТ, ТОВ) несуть матеріальну відповідальність перед його кредиторами.

Стійкі пасиви — кошти цільового призначення, які постійно перебувають у господарському обороті підприємства, однак йому не належать. В сумі стабільного мінімального залишку вони є джерелами формування обігових коштів підприємства. До них належать резерв майбутніх платежів, залишки внутрівиробничих пенсійних фондів тощо.

Структура капіталу підприємства (*capital gearing, Kapitalstruktur f*) — співвідношення власних і позичкових джерел у структурі пасивів; характеризується такими основними показниками: коефіцієнт заборгованості, коефіцієнт фінансової незалежності (автономії).

Тезаврація прибутку (*hoarding, Nichtausschüttung f*) — це спрямування його на формування власного капіталу підприємства з метою фінансування інвестиційної та операційної діяльності. Величина тезаврації відповідає обсягу чистого прибутку, який залишився у розпорядженні підприємства після сплати всіх податків та нарахування дивідендів.

Технічний аналіз акцій (*technical analysis, technische Aktienanalyse*) — метод оцінки доцільності інвестування коштів в акції, який ґрунтується на вивченні тенденцій розвитку ринкового курсу цінних паперів на основі аналізу ринкових індексів і рейтингів, побудови графіків і таблиць, що характеризують динаміку ціноутворення акцій. За результатами технічного аналізу визначають найсприятливіші проміжки часу для купівлі-продажу акцій з погляду можливостей отримання прибутку у вигляді курсових різниць.

Факторинг (*factoring, Factoring n*) — операція з переуступки першим кредитором прав вимоги боргу третьої особи другому кредитору (фактору) з попередньою або наступною компенсацією вартості такого боргу першому кредитору.

Фінансова діяльність підприємства (*financing activitis, Finanzierungstätigkeit f*) — у вузькому розумінні діяльність, яка веде до змін розміру і складу власного та позичкового капіталу, тобто діяльність, пов'язана з фінансуванням підприємства. У широкому розумінні під фінансовою діяльністю розуміють усі заходи, пов'язані з мобілізацією капіталу, його використанням, примноженням (збільшенням вартості) та поверненням. Фінансова діяльність з такого погляду включає весь

комплекс функціональних завдань, пов'язаних з фінансуванням підприємства, інвестиційною діяльністю та фінансовим забезпеченням (обслуговуванням) операційної діяльності.

Фінансовий кредит (*financed credit, Finanzkredit m*) — позичковий капітал, який надається банком-резидентом або нерезидентом, кваліфікованим як банківська установа згідно із законодавством країни перебування нерезидента, або резидентами і нерезидентами, які мають статус небанківських фінансових установ, згідно з відповідним законодавством у позичку юридичній або фізичній особі на визначений строк для цільового використання та під процент.

Фінансові інвестиції (*financial investment, Finanzinvestitionen f*) — активи, які утримуються підприємством з метою збільшення прибутку у вигляді процентів, дивідендів тощо, зростання вартості капіталу або інших вигід для інвестора.

Фінансування (*financing, Finanzierung f*) — мобілізація підприємством необхідних для виконання поставлених перед ним планових завдань фінансових ресурсів; комплекс заходів щодо формування та обслуговування капіталу підприємства.

Форфейтинг (*nonrecourse financing, forfaiting, Forfaitierung f*) — спосіб фінансування (кредитування) зовнішньоекономічних операцій, який полягає у купівлі в експортера експортних вимог форфетером (комерційним банком чи спеціалізованою компанією) з виключенням права регресу (зворотної вимоги).

Фундаментальний аналіз акцій (*fundament analyses, fundamentale Aktienanalyse*) — набір аналітичних прийомів і методів, які використовуються при оцінці доцільності інвестиційних вкладень у ті чи інші акції (інші види корпоративних прав) і базуються на дослідженні ряду кількісних та якісних чинників, які характеризують фінансово-господарську діяльність емітента; ринковий курс акцій визначається їх внутрішньою вартістю. Якщо ця вартість є вищою за ринкову ціну, то курс акцій є заниженим, а отже, в них можна вкладати кошти; навпаки, якщо внутрішня вартість акцій є нижчою за ринкову, то їх курс є завищеним, а отже, інвестиції в такі корпоративні права робити не слід.

Чисті активи (*net assets, Reinvermögen n*) — активи підприємства за вирахуванням його зобов'язань. Якщо власний капітал підприємства набуває від'ємного значення, то чисті активи також будуть зі знаком мінус.

Література

1. Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» від 12.07.01.
2. *Дайле А.* Практика контролінга: Пер. с нем. / Под ред. М. Л. Лукашевича, Е. Н. Тихоненковой. — М.: Финансы и статистика, 2001. — 336 с.
3. *Дикки Т.* Бюджетирование малого бизнеса: Пер. с англ. — СПб.: Полигон, 1999. — 240 с.
4. *Терещенко О. О.* Фінансова санація та банкрутство підприємств: Навч. посібник. — К.: КНЕУ, 2000.
5. Фінанси підприємств: Підручник / За ред. А. М. Поддєрьогіна. 3-тє вид. — К.: КНЕУ, 2000.
6. *Шериньова З. Є., Оборська С. В.* Стратегічне управління. — К.: КНЕУ, 1999. — 384 с.
7. *Altman E. J.* Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy // *Journal of Finance*. — No. 4. — 1968. — P. 589—609.
8. *Arrow, Kenneth J.* The Economics of Agency, in: Pratt, J.W. / Zeckhauser, R.J., *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, Mass. 1985. — S. 37—51.
9. *Barrer R.* Kreditgeschäft im Umbruch. — Bern; Stuttgart; Wien: Haupt, 1999.
10. *Baetge J., Niehaus H.-J.* Früherkennung von Unternehmenskrisen. — Düsseldorf: IDW-Verlag, 1987.
11. *Baetge J.* Früherkennung negativer Entwicklungen der zu prüfenden Unternehmung mit Hilfe Kennzahlen // *Die Wirtschaftsprüfung*, Heft 22—23. — 1980. — S. 651—668.
12. *Baetge J.* Möglichkeiten der Früherkennung negativer Unternehmensentwicklung mit Hilfe statistischer Jahresabschlußanalysen, in: *ZfbF* 1989. — S. 792—811.
13. *Baur W.* Sanierungen — Wege aus Unternehmenskrisen, Wiesbaden 1978.
14. *Beaver W.* Financial Ratios as Predictors of Failure // *Empirical Research in Accounting, Selected Studies* 1966, Supplement to: *Journal of Accounting Research*, Vol. 4 (1966). — P. 71—111.

15. *Beermann K.* Prognosemöglichkeiten von Kapitalverlusten mit Hilfe von Jahresabschlüssen. — Düsseldorf, 1976.
16. *Bitz M.* Der Jahresabschluß: Rechtsvorschriften, Analyse, Politik / Von Michael Bitz; Dieter Schneeloch; Wilfried Wittstock. — München: Vahlen, 1991.
17. *Blum M.* Failing Company Discriminant Analysis, in: JAR, Vol. 12. — S. 1—25.
18. *Boemle Max.* Unternehmensfinanzierung. — 12 Aufl. Verlag SKV Zürich, 1998.
19. *Breuer W.* Finanzierungstheorie: eine systematische Einführung. — Wiesbaden: Gabler, 1998.
20. *Copeland T. E., Koller T., Murrin J.* Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, Frankfurt / New York, 1998.
21. *Druckarczyk J.* Theorie und Politik der Finanzierung. 2. Aufl. — München: Vahlen, 1993. — S. 200—235.
22. *Eilenberg G.* Betriebliche Finanzwirtschaft: Einführung in Investition und Finanzierung, Finanzpolitik und Finanzmanagement von Unternehmungen. 6. Aufl. — München, Wien: Oldenburg, 1997.
23. *Eisele W.* Technik des betrieblichen Rechnungswesens: Buchführung und Bilanzierung — Kosten — und Leistungsrechnung. — 6., überarb. Aufl. — München: Vahlen, 1998.
24. *Fischer.* Th. Agency-Probleme bei der Sanierung von Unternehmen. — Wiesbaden: Dt. Univ. — Verl.: Gabler, 1999.
25. *Funke R.* Die bestmögliche Befriedigung der Gläubiger als Hauptziel des Insolvenzverfahrens, in: BfuP, 1995. — S. 26—39.
26. *Graefer H.* Finanzierung. — 3., Aufl. Hamburg: S + W Steuer-und Wirtschaftsverl, 1997.
27. *Haerle D.* Finanzierungsregeln und Liquiditätsbeurteilung, in: Finanzierungshandbuch / Von H. Janberg, 2. Aufl. — Wiesbaden, 1970.
28. Handbuch des Finanzmanagements: Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung / Von Günter Gebhard... — München: Beck, 1993.
29. *Helbling C.* Bilanz- und Erfolgsanalyse. — 8., überarb. Aufl. — Verlag Paul Haupt: Bern-Stuttgart-Wien, 1992.
30. *Helbling C.* Kapitalverlust, Überschuldung und Zahlungsunfähigkeit — Verbesserte Maßnahmen der RRG zum Schutz der Kapitalgeber, ST 73 (1999) 459 ff.
31. *Hess H., Fechner D.* Sanierungshandbuch, 3 Aufl. — Neuwied, 1997.
32. *Horvath, Peter.* Controlling. 4., überarb. Aufl. — München: Vahlen, 1991.
33. International accounting standards 1997: deutsche Fassung / International Accounting Standards Committee. — Stuttgart: Schäfer-Pöschel, 1998.

34. *Kesselbach St.* Krise und Sanierung bei Aktiengesellschaften — insbesondere aus strafrechtlicher Sicht. — Zürich: Schulthess, 2001.
35. *Lautenschlager P.* Workout-Management: theoretische Fundierung und empirische Analyse des Managements von Problemkrediten im schweizerischen Kreditgeschäft. — Bern, Stuttgart, Wien: Haupt, 2000.
36. *Markowitz H. M.* Portfolio Selection // Journal of Finance. — No 7. — 1952.— P. 77—92.
37. *Matschke M. J.* Insolvenzprognosen aus vergangenheitsorientierten Jahresabschlüssen als Basis von Kreditentscheidungen, in: BfuP, 1979, 31. Jg. — S. 485—504.
38. *Maurer C. H.* Kompetenz in der Vermögensverwaltung. — Zürich: Schulthess Polygraphischer Verlag, 1998.
39. Mensch, Gerhard: Finanz-Controlling: Finanzplanung und -Kontrolle, Controlling zur finanziellen Unternehmensführung / Von G. Mensch. — München; Wien: Oldenburg, 2001.
40. *Modigliani F., Miller M. H.* The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment // American Economic Review. — 1958. — № 48. — P. 261—297.
41. *Nicholson S. F.* Price-Earning-Ratios // Financial Analyst Journal 16 (1960) 4.
42. *Olfert O.* Finanzierung. Kompendium der praktischen Betriebswirtschaft. Ludwigshafen: Friedrich Kiehl Verlag GmbH, 1999.
43. *Pellengahr Ch.* Die Forfaitierung in der Praxis. — München: DG-Verlag, Wiesbaden / Bayerischer Raiffeisen — und Volksbanken-Verlag GmbH, 1995.
44. *Perridon L.* Finanzwirtschaft der Unternehmen. 10. Aufl. — München: Vahlen, 1999.
45. *Rappaport A.* Creating Shareholder Value, The New Standart for Business Performance. — New York, 1986.
46. *Rappaport A.* Creating Shareholder Value, A Guide for Managers and Investors. 2nd edition. — New York, 1998.
47. *Riss H. E.* Die Restrukturierung von Unternehmen aus der Sicht der kreditgebenden Bank, Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschungen Bd. 83, 3. Aufl., Bern, Stuttgart, Wien, 1993.
48. *Reinartz P.* Die Unternehmenssanierung im Lichte des Aktien- und des Steuerrechts, AJP 6 (1997) 443 ff.
49. *Ross S. A.* Return, Risk and Arbitrage, in: Friend I.; Bicklsler J. L. Risk and Return in Finance, Vol. 1. — Cambridge / Mass, 1977. — P. 189—218.
50. Sanierungs-Management / Von M. Harz, H. Hub, E. Schlarb. — Düsseldorf: Verlag Wirtschaft und Finanzen, 1999.
51. *Schellberg B.* Insolvenzprognosemodelle: ein Beitrag zur theoretischen Fundierung der Jahresabschlußanalyse. — Stuttgart: Verl. für Wiss. und Forschung, 1994.
52. *Schmidt R. H.* Asymetrische Information und Gläubigerverfügungsrechte in der Insolvenz, in: ZfB 1984. — S. 717—742.

53. *Schneider D.* Investition, Finanzierung und Besteuerung. 7., vollst. überarb. u. erw. Aufl., Studentenausg. — Wiesbaden: Gabler, 1992.
54. *Sharpe W. F.* Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // *The Journal of Finance*, Vol. 1964. — P. 425—442.
55. *Sharpe W. F.* Portfolio Theory and Capital Markets. — New York, 1970.
56. *Süchting J.* Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung. 6. Aufl. — Wiesbaden: Gabler, 1995.
57. Schweizerische Kammer der Wirtschaftsprüfer, Steuer- und Treuhandexperten: Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung 1998, Bd. 1. — Zürich, 1998.
58. *Swoboda P.* Betriebliche Finanzierung, 3. Aufl. — Heidelberg, 1994.
59. *Tamari.* Meir: Financial Ratios as a Means of Forecasting Bankruptcy, Bank of Israel Bulletin. — S. 15—45.
60. *Volkart R.* Finanzmanagement: Beiträge zu Theorie und Praxis. Bd 1—2. — Zürich: Versus, 1998.
61. *Volkart R.* Unternehmensfinanzierung und Kreditpolitik. — Zürich: Versus, 2000.
62. *Volkart R.* Strategische Finanzpolitik. — 2., überarb. und erw. Aufl. — Zürich: Versus, 1998.
63. *Volkart R.* Unternehmensbewertung und Akquisitionen. — Zürich: Versus, 1999.
64. *Wegmann J.* Die Sanierungsprüfung, Bergisch Gladbach. — Köln, 1987.
65. *Weibel P. F.* Die Aussagefähigkeit von Kriterien zur Bonitätsbeurteilung im Kreditgeschäft der Banken // *Bankwirtschaftliche Forschungen*, Bd. 24. — Bern-Stuttgart, 1973.
66. *Williams J. M.* The Theory of Investment-Value. — Cambridge, 1938.
67. *Wöhe G., Bilstein J.* Grundzüge der Unternehmensfinanzierung. 8., überarb. Aufl. — München: Vahlen, 1998.
68. *Ziegenbein K.* Controlling. — 4 Aufl. — Lüdwiegshafen: Kiel, 1992.
69. Zur Unternehmensfinanzierung in Deutschland und Frankreich: Eine vergleichende Analyse // Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Oktober 1999.
70. *Zünd A.* Treasurer und Controler — Umriss zweier moderner Berufsbilder im Finanz- und Rechnungswesen grösserer Unternehmungen // Büro und Verkauf, 1973. — S. 99—73.

Додатки

МАЙБУТНЯ ВАРТІСТЬ ОДНІЄЇ ГРОШОВОЇ

Період, <i>n</i>	Процентна ставка								
	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
1	1.0100	1.0200	1.0300	1.0400	1.0500	1.0600	1.0700	1.0800	1.0900
2	1.0201	1.0404	1.0609	1.0816	1.1025	1.1236	1.1449	1.1664	1.1881
3	1.0303	1.0612	1.0927	1.1249	1.1576	1.1910	1.2250	1.2597	1.2950
4	1.0406	1.0824	1.1255	1.1699	1.2155	1.2625	1.3108	1.3605	1.4116
5	1.0510	1.1041	1.1593	1.2167	1.2763	1.3382	1.4026	1.4693	1.5386
6	1.0615	1.1262	1.1941	1.2653	1.3401	1.4185	1.5007	1.5869	1.6771
7	1.0721	1.1487	1.2299	1.3159	1.4071	1.5036	1.6058	1.7138	1.8280
8	1.0829	1.1717	1.2668	1.3686	1.4775	1.5938	1.7182	1.8509	1.9926
9	1.0937	1.1951	1.3048	1.4233	1.5513	1.6895	1.8385	1.9990	2.1719
10	1.1046	1.2190	1.3439	1.4802	1.6289	1.7908	1.9672	2.1589	2.3674
11	1.1157	1.2434	1.3842	1.5395	1.7103	1.8983	2.1049	2.3316	2.5804
12	1.1268	1.2682	1.4258	1.6010	1.7959	2.0122	2.2522	2.5182	2.8127
13	1.1381	1.2936	1.4685	1.6651	1.8856	2.1329	2.4098	2.7196	3.0658
14	1.1495	1.3195	1.5126	1.7317	1.9799	2.2609	2.5785	2.9372	3.3417
15	1.1610	1.3459	1.5580	1.8009	2.0789	2.3966	2.7590	3.1722	3.6425
16	1.1726	1.3728	1.6047	1.8730	2.1829	2.5404	2.9522	3.4259	3.9703
17	1.1843	1.4002	1.6528	1.9479	2.2920	2.6928	3.1588	3.7000	4.3276
18	1.1961	1.4282	1.7024	2.0258	2.4066	2.8543	3.3799	3.9960	4.7171
19	1.2081	1.4568	1.7535	2.1068	2.5270	3.0256	3.6165	4.3157	5.1417
20	1.2202	1.4859	1.8061	2.1911	2.6533	3.2071	3.8697	4.6610	5.6044
21	1.2324	1.5157	1.8603	2.2788	2.7860	3.3996	4.1406	5.0338	6.1088
22	1.2447	1.5460	1.9161	2.3699	2.9253	3.6035	4.4304	5.4365	6.6586
23	1.2572	1.5769	1.9736	2.4647	3.0715	3.8197	4.7405	5.8715	7.2579
24	1.2697	1.6084	2.0328	2.5633	3.2251	4.0489	5.0724	6.3412	7.9111
25	1.2824	1.6406	2.0938	2.6658	3.3864	4.2919	5.4274	6.8485	8.6231
26	1.2953	1.6734	2.1566	2.7725	3.5557	4.5494	5.8074	7.3964	9.3992
27	1.3082	1.7069	2.2213	2.8834	3.7335	4.8223	6.2139	7.9881	10.245
28	1.3213	1.7410	2.2879	2.9987	3.9201	5.1117	6.6488	8.6271	11.167
29	1.3345	1.7758	2.3566	3.1187	4.1161	5.4184	7.1143	9.3173	12.172
30	1.3478	1.8114	2.4273	3.2434	4.3219	5.7435	7.6123	10.063	13.268
40	1.4889	2.2080	3.2620	4.8010	7.0400	10.286	14.974	21.725	31.409
50	1.6446	2.6916	4.3839	7.1067	11.467	18.420	29.457	46.902	74.358
60	1.8167	3.2810	5.8916	10.520	18.679	32.988	57.946	101.26	176.03

ОДИНИЦІ ЧЕРЕЗ n -ПЕРІОДІВ $(1+r)^n$

Процентна ставка										
10 %	12 %	14 %	15 %	16 %	18 %	20 %	24 %	28 %	32 %	36 %
1.1000	1.1200	1.1400	1.1500	1.1600	1.1800	1.2000	1.2400	1.2800	1.3200	1.3600
1.2100	1.2544	1.2996	1.3225	1.3456	1.3924	1.4400	1.5376	1.6384	1.7424	1.8496
1.3310	1.4049	1.4815	1.5209	1.5609	1.6430	1.7280	1.9066	2.0972	2.3000	2.5155
1.4641	1.5735	1.6890	1.7490	1.8106	1.9388	2.0736	2.3642	2.6844	3.0360	3.4210
1.6105	1.7623	1.9254	2.0114	2.1003	2.2878	2.4883	2.9316	3.4360	4.0075	4.6526
1.7716	1.9738	2.1950	2.3131	2.4364	2.6996	2.9860	3.6352	4.3980	5.2899	6.3275
1.9487	2.2107	2.5023	2.6600	2.8262	3.1855	3.5832	4.5077	5.6295	6.9826	8.6054
2.1436	2.4760	2.8526	3.0590	3.2784	3.7589	4.2998	5.5895	7.2058	9.2170	11.703
2.3579	2.7731	3.2519	3.5179	3.8030	4.4355	5.1598	6.9310	9.2234	12.166	15.917
2.5937	3.1058	3.7072	4.0456	4.4114	5.2338	6.1917	8.5944	11.806	16.060	21.647
2.8531	3.4785	4.2262	4.6524	5.1173	6.1759	7.4301	10.657	15.112	21.199	29.439
3.1384	3.8960	4.8179	5.3503	5.9360	7.2876	8.9161	13.215	19.343	27.983	40.037
3.4523	4.3635	5.4924	6.1528	6.8858	8.5994	10.699	16.386	24.759	36.937	54.451
3.7975	4.8871	6.2613	7.0757	7.9875	10.147	12.839	20.319	31.691	48.757	74.053
4.1772	5.4736	7.1379	8.1371	9.2655	11.974	15.407	25.196	40.565	64.359	100.71
4.5950	6.1304	8.1372	9.3576	10.748	14.129	18.488	31.243	51.923	84.954	136.97
5.0545	6.8660	9.2765	10.761	12.468	16.672	22.186	38.741	66.461	112.14	186.28
5.5599	7.6900	10.575	12.375	14.463	19.673	26.623	48.039	85.071	148.02	253.34
6.1159	8.6128	12.056	14.232	16.777	23.214	31.948	59.568	108.89	195.39	344.54
6.7275	9.6463	13.743	16.367	19.461	27.393	38.338	73.864	139.38	257.92	468.57
7.4002	10.804	15.668	18.822	22.574	32.324	46.005	91.592	178.41	340.45	637.26
8.1403	12.100	17.861	21.645	26.186	38.142	55.206	113.57	228.36	449.39	866.67
8.9543	13.552	20.362	24.891	30.376	45.008	66.247	140.83	292.30	593.20	1178.7
9.8497	15.179	23.212	28.625	35.236	53.109	79.497	174.63	374.14	783.02	1603.0
10.835	17.000	26.462	32.919	40.874	62.669	95.396	216.54	478.90	1033.6	2180.1
11.918	19.040	30.167	37.857	47.414	73.949	114.48	268.51	613.00	1364.3	2964.9
13.110	21325	34.390	43.535	55.000	87.260	137.37	332.95	784.64	1800.9	4032.3
14.421	23.884	39.204	50.066	63.800	102.97	164.84	412.86	1004.3	2377.2	5483.9
15.863	26.750	44.693	57.575	74.009	121.50	197.81	511.95	1285.6	3137.9	7458.1
17.449	29.960	50.950	66.212	85.850	143.37	237.38	634.82	1645.5	4142.1	10143.
45.259	93.051	188.88	267.86	378.72	750.38	1469.8	5455.9	19427.	66521.	*
117.39	289.00	700.23	1083.7	1670.7	3927.4	9100.4	46890.	*	*	*
304.48	897.60	2595.9	4384.0	7370.2	20555.	56348.	*	*	*	*

* $FVIF > 99,999$.

ТЕПЕРІШНЯ ВАРТІСТЬ

Період, "n"	Ставка дисконту								
	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
1	.9901	.9804	.9709	.9615	.9524	.9434	.9346	.9259	.9174
2	.9803	.9612	.9426	.9246	.9070	.8900	.8734	.8573	.8417
3	.9706	.9423	.9151	.8890	.8638	.8396	.8163	.7938	.7722
4	.9610	.9238	.8885	.8548	.8227	.7921	.7629	.7350	.7084
5	.9515	.9057	.8626	.8219	.7835	.7473	.7130	.6806	.6499
6	.9420	.8880	.8375	.7903	.7462	.7050	.6663	.6302	.5963
7	.9327	.8706	.8131	.7599	.7107	.6651	.6227	.5835	.5470
8	.9235	.8535	.7894	.7307	.6768	.6274	.5820	.5403	.5019
9	.9143	.8368	.7664	.7026	.6446	.5919	.5439	.5002	.4604
10	.9053	.8203	.7441	.6756	.6139	.5584	.5083	.4632	.4224
11	.8963	.8043	.7224	.6496	.5847	.5268	.4751	.4289	.3875
12	.8874	.7885	.7014	.6246	.5568	.4970	.4440	.3971	.3555
13	.8787	.7730	.6810	.6006	.5303	.4688	.4150	.3677	.3262
14	.8700	.7579	.6611	.5775	.5051	.4423	.3878	.3405	.2992
15	.8613	.7430	.6419	.5553	.4810	.4173	.3624	.3152	.2745
16	.8528	.7284	.6232	.5339	.4581	.3936	.3387	.2919	.2519
17	.8444	.7142	.6050	.5134	.4363	.3714	.3166	.2703	.2311
18	.8360	.7002	.5874	.4936	.4155	.3503	.2959	.2502	.2120
19	.8277	.6864	.5703	.4746	.3957	.3305	.2765	.2317	.1945
20	.8195	.6730	.5537	.4564	.3769	.3118	.2584	.2145	.1784
21	.8114	.6598	.5375	.4388	.3589	.2942	.2415	.1987	.1637
22	.8034	.6468	.5219	.4220	.3418	.2775	.2257	.1839	.1502
23	.7954	.6342	.5067	.4057	.3256	.2618	.2109	.1703	.1378
24	.7876	.6217	.4919	.3901	.3101	.2470	.1971	.1577	.1264
25	.7798	.6095	.4776	.3751	.2953	.2330	.1842	.1460	.1160
26	.7720	.5976	.4637	.3607	.2812	.2198	.1722	.1352	.1064
27	.7644	.5859	.4502	.3468	.2678	.2074	.1609	.1252	.0976
28	.7568	.5744	.4371	.3335	.2551	.1956	.1504	.1159	.0895
29	.7493	.5631	.4243	.3207	.2429	.1846	.1406	.1073	.0822
30	.7419	.5521	.4120	.3083	.2314	.1741	.1314	.0994	.0754
35	.7059	.5000	.3554	.2534	.1813	.1301	.0937	.0676	.0490
40	.6717	.4529	.3066	.2083	.1420	.0972	.0668	.0460	.0318
45	.6391	.4102	.2644	.1712	.1113	.0727	.0476	.0313	.0207
50	.6080	.3715	.2281	.1407	.0872	.0543	.0339	.0213	.0134
55	.5785	.3365	.1968	.1157	.0683	.0406	.0242	.0145	.0087

ОДНІЄ ГРОШОВОЇ ОДИНИЦІ $(1/(1+r)^n)$

Ставка дисконту										
10 %	12 %	14 %	15 %	16 %	18 %	20 %	24 %	28 %	32 %	36 %
.9091	.8929	.8772	.8696	.8621	.8475	.8333	.8065	.7813	.7576	.7353
.8264	.7972	.7695	.7561	.7432	.7182	.6944	.6504	.6104	.5739	.5407
.7513	.7118	.6750	.6575	.6407	.6086	.5787	.5245	.4768	.4348	.3975
.6830	.6355	.5921	.5718	.5523	.5158	.4823	.4230	.3725	.3294	.2923
.6209	.5674	.5194	.4972	.4761	.4371	.4019	.3411	.2910	.2495	.2149
.5645	.5066	.4556	.4323	.4104	.3704	.3349	.2751	.2274	.1890	.1580
.5132	.4523	.3996	.3759	.3538	.3139	.2791	.2218	.1776	.1432	.1162
.4665	.4039	.3506	.3269	.3050	.2660	.2326	.1789	.1388	.1085	.0854
.4241	.3606	.3075	.2843	.2630	.2255	.1938	.1443	.1084	.0822	.0628
.3855	.3220	.2697	.2472	.2267	.1911	.1615	.1164	.0847	.0623	.0462
.3505	.2875	.2366	.2149	.1954	.1619	.1346	.0938	.0662	.0472	.0340
.3186	.2567	.2076	.1869	.1685	.1372	.1122	.0757	.0517	.0357	.0250
.2897	.2292	.1821	.1625	.1452	.1163	.0935	.0610	.0404	.0271	.0184
.2633	.2046	.1597	.1413	.1252	.0985	.0779	.0492	.0316	.0205	.0135
.2394	.1827	.1401	.1229	.1079	.0835	.0649	.0397	.0247	.0155	.0099
.2176	.1631	.1229	.1069	.0930	.0708	.0541	.0329	.0193	.0118	.0073
.1978	.1456	.1078	.0929	.0802	.0600	.0451	.0258	.0150	.0089	.0054
.1799	.1300	.0946	.0808	.0691	.0508	.0376	.0208	.0118	.0068	.0039
.1635	.1161	.0829	.0703	.0596	.0431	.0313	.0168	.0092	.0051	.0029
.1486	.1037	.0728	.0611	.0514	.0365	.0261	.0135	.0072	.0039	.0021
.1351	.0926	.0638	.0531	.0443	.0309	.0217	.0109	.0056	.0029	.0016
.1228	.0826	.0560	.0462	.0382	.0262	.0181	.0088	.0044	.0022	.0012
.1117	.0738	.0491	.0402	.0329	.0222	.0151	.0071	.0034	.0017	.0008
.1015	.0659	.0431	.0349	.0284	.0188	.0126	.0057	.0027	.0013	.0006
.0923	.0588	.0378	.0304	.0245	.0160	.0105	.0046	.0021	.0010	.0005
.0839	.0525	.0331	.0264	.0211	.0135	.0087	.0037	.0016	.0007	.0003
.0763	.0469	.0291	.0230	.0182	.0115	.0073	.0030	.0013	.0006	.0002
.0693	.0419	.0255	.0200	.0157	.0097	.0061	.0024	.0010	.0004	.0002
.0630	.0374	.0224	.0174	.0135	.0082	.0051	.0020	.0008	.0003	.0001
.0573	.0334	.0196	.0151	.0116	.0070	.0042	.0016	.0006	.0002	.0001
.0356	.0189	.0102	.0075	.0055	.0030	.0017	.0005	.0002	.0001	*
.0221	.0107	.0053	.0037	.0026	.0013	.0007	.0002	.0001	*	*
.0137	.0061	.0027	.0019	.0013	.0006	.0003	.0001	*	*	*
.0085	.0035	.0014	.0009	.0006	.0003	.0001	*	*	*	*
.0053	.0020	.0007	.0005	.0003	.0001	*	*	*	*	*

* The factor is zero to four decimal places.

Алфавітно-предметний покажчик

- ABC-аналіз — 440
- Агентських відносин теорія — 49
- Ажіо — 115, 124, 127, 133
- Аквізиція — 310
- Акредитив — 394
- Акція — 75, 108, 109, 113, 340, 344
- проста — 108
 - привілейована — 110
- Альтмана модель — 425
- Амортизована собівартість інвестиції — 348
- Аналіз відхилень — 411, 414, 521
- Аналіз точки беззбитковості — 428
- Андеррайтери — 138
- Антикризове управління фінансами — 20
- Асоціації — 60, 64
- АРТ (*Arbitrage Pricing Theory*) — 47
- Балансовий курс акцій — 112
- Банківський кредит — 239
- Банківські консорціуми — 269
- Банкрутство — 65, 420
- Баумоля модель — 332
- Бенчмаркінг — 436
- Бета-коефіцієнт — 42, 360
- Бівера система показників — 423
- Бланковий індосамент — 261
- Бюджет
- ліквідності — 466, 506
 - на підприємстві — 466, 504
 - продажу — 466, 503
 - фінансових результатів — 457
- Бюджетний контроль — 519
- Бюджетування — 20, 457
- Вайбеля система показників — 424
- Валютний фіксинг — 265
- Вантажна митна декларація — 400
- Варант — 282
- Вартість бізнесу — 356
- Вартість капіталу — 356
- власного — 360
 - позичкового — 359
 - середньозважена — 358
- Вартість підприємства — 307, 356
- Вексель — 288

Виділення підприємств — 315
 Відновна вартість — 371
 Власний капітал — 13, 102
 Внутрішня норма прибутку — 336
 WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) — 358, 367
 Working capital — 251, 514

Гарантія — 262
 Гордона модель — 213, 361, 368
 Глобальний сертифікат — 137, 141
 Графік грошових надходжень — 509
 Гудвіл — 372
 Gratisaktien — 220

Джерела фінансування — 24
 Дебіторська заборгованість — 183
 Дезінвестиції — 24, 170
 Дельфі метод — 445, 446
 Деномінація акцій — 145
 Державний реєстр застав рухомого майна — 259
 Диверсифікація — 38, 300
 Дивіденди — 154, 210, 223
 Дивідендна політика — 210
 Дизажіо — 148, 149
 Директ-костинг — 429
 Дисконт — 274, 335
 Дисконтування — 272, 333
 Дискримінантний аналіз — 422
 Додатковий капітал — 120
 Доходи майбутніх періодів — 238
 Дюрація — 338

DCF (*Discounted Cash-flow*) — 333, 363
 Експертне прогнозування — 445, 447
 Експоненціальне згладжування — 452
 Експорт — 383
 Екстраполяції методи — 445, 449, 451
 Елективний метод — 486
 Емісія акцій — 132
 Емісія облігацій — 269
 Емісійний дохід — 133
 Ефективна ставка відсотка — 335
 Ефект фінансового лівериджу — 497

Єдиний митний тариф України — 398
 Єдиний податок — 68

Забезпечення наступних витрат і платежів — 177
 Залишковий метод виплати дивідендів — 224
 Запаси — 479
 Застава — 257
 Заставний індосамент — 261
 Звіт про власний капітал — 152
 Звіт про оцінку вартості підприємства — 377
 Звіт про рух грошових коштів — 188
 Злиття підприємств — 300
 Змішана форма виплати дивідендів — 218
 Золоте правило балансу — 492
 Золоте правило фінансування — 490

- Імпорт — 383
- Інвестиційна діяльність — 14, 191
- Інвестиції — 326
- реальні — 327
 - фінансові — 327
- Інкасо — 395
- ІНКОТЕРМС — 385
- Іпотека — 260
- Іррелевантності теорія — 35, 212
- Investor Relation — 54, 243
- IRR (*Internal Rate of Return*) — 336
- Казенні підприємства — 90
- Капіталізація доходів — 11, 13
- Капітал підприємства — 368
- Ковзна середня — 450
- Каузальне прогнозування — 447
- Командитні товариства — 77
- Комерційний кредит — 284
- Конвертовані облігації — 279
- Конверсії коефіцієнт — 280
- Конверсія — 146, 280
- Консорціум — 64
- Контролінг — 404
- Контроль — 406
- Контрольний пакет акцій — 76
- Концерн — 65
- Кооператив — 79
- Корпоративні права — 107
- Корпорація — 64
- Котирування — 113
- Кредитне забезпечення — 257
- Кредитна спілка — 84
- Кредитор — 235
- Кредитоспроможність — 245
- Критерії кредитоспроможності — 245
- кількісні — 248
 - якісні — 247
- Критерії прийняття фінансових рішень — 26, 59
- Кумулятивна надбавка за ризик — 367
- Кумулятивні дивіденди — 111
- Курс емісії акцій — 132
- CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) — 42, 360
- Cash-flow — 181, 186, 255, 410, 517
- Cash Management — 18
- Ліквідаційна вартість — 368
- Ліквідність — 27
- Лінія ринку капіталів — 43
- Лінія ринку цінних паперів — 45
- Лістинг — 114
- Логістика — 482
- Майновий підхід — 361, 370
- Маржинальний прибуток — 428
- Марковіца концепція — 38
- Метод дисконтування грошових потоків — 333, 363
- Метод зіставлення мультиплікаторів — 373
- Метод ефективної ставки відсотка — 348
- Метод участі в капіталі — 350

- Mergers & Acquisitions — 311
- Модільяні, Міллер — 32, 36, 212
- Наглядова рада акціонерного товариства — 76, 136
- Надлишкові активи — 363
- Незавершене виробництво — 479
- Нерозподілений прибуток — 104
- Номінальна вартість — 107
- Нуль-базис-бюджетування — 463
- Об'єднання підприємств — 64, 299
- Облігація — 267
- Облігації з нульовим купоном (*Zero-bond*) — 275
- Оборотні активи — 478
- Операційна діяльність — 15, 189
- Операційний Cash-flow — 181, 189
- Операційний цикл — 478
- Оподаткування дивідендів — 225, 226
- Опціон — 282
- Основний бюджет — 466
- Оцінка доцільності інвестицій — 332, 340
- Пайовий капітал — 80, 104
- Первинний бюджет — 466
- Первісна вартість — 371
 - необоротних активів — 479
 - оборотних активів — 477
- Переважні права на придбання цінних паперів — 127, 128, 279
- Перетворення — 319
- Підприємство з іноземними інвестиціями — 86
- Платіжні ризики — 384, 393
- Повний індосамент — 109
- Поглинання — 310
- Поділ — 314
- Подрібнення акцій — 221
- Позичковий капітал — 29, 13, 236
- Поручительство — 262
- Поточні зобов'язання — 237
- Потреба в капіталі — 469, 472
- Приватне підприємство — 70
- Приватний підприємець — 65
- Принципал-агент конфлікт — 50, 219
- Принципи — 467
 - бюджетування — 467
 - оцінки вартості підприємства — 358
- Приховані дивіденди — 219
- Приховані резерви — 172
- PER (*price earnings ratio*) — 341, 360
- Раціоналізація — 170, 171
- Реверсія — 367
- Револьверний фінансовий план — 509
- Резерв дивідендів — 222
- Резервний капітал (у широкому розумінні) — 117
- Резервний капітал (у вузькому розумінні) — 119
- Реінвестиції — 175
- Реорганізація підприємства — 293
- Репатріація — 96

Ринковий курс акцій — 113, 111
Ринковий підхід в оцінці вартості підприємства — 361, 372
Робочий капітал — 251, 514
Розподіл виручки — 388
Розукрупнення підприємств — 312

Самофінансування — 171
Санаційний прибуток — 148
Санація балансу — 148
СВОТ-аналіз — 443
Система бюджетів — 465, 468
Система раннього попередження та реагування — 419
Сконто — 31, 285
Спільна діяльність — 92
Справедлива вартість — 347
Ставка дисконту — 367
Ставка капіталізації — 369
Стандарти оцінювання — 357
Статутний капітал — 103

- збільшення — 122, 124, 175, 220
- зменшення — 142, 145
- сутність — 104
- функції — 105

Стратегічне планування — 408
Структура капіталу підприємства — 27, 36
Сума покриття — 428
Shareholder Value — 28, 54, 409

Тезаврація прибутку — 173
Технічний аналіз акцій — 344

Товарні кредити — 285
Товариство з обмеженою відповідальністю — 72, 123, 143, 216
Точка беззбитковості — 428, 504
Фактори дивідендної політики — 214
Факторинг — 289
Фіксований бюджет — 463
Фіксований податок — 67
Фінансова діяльність підприємства — 16, 193
Фінансовий кредит — 239
Фінансовий менеджмент — 17
Фінансові інвестиції — 326

- довгострокові — 329
- поточні — 331

Фінансування — 16, 24, 65, 74
Фондові індекси — 345
Фондова біржа — 113
Форфейтинг — 396
Фундаментальний аналіз акцій — 340
Free Cash-flow — 184, 256, 364, 366

Частковий бюджет — 467
Чиста теперішня вартість — 333, 362
Чисті активи — 371

Швейцарський метод оцінки — 372