

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

Т.В. Літвіна, О.М. Калініна

ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ СУБ'ЄКТІВ ПІДПРИЄМНИЦТВА

Навчальний посібник

Харків «ХАІ» 2007

ББК 5.290 – 93 (4 Укр)

Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва/ Т.В. Літвіна, О.М. Калініна. – Навч. посібник. – Харків: Нац. аерокосм. ун-т «Харк. авіац. ін-т», 2007. – 81 с.

Наведено інформацію про основи фінансової діяльності суб'єктів підприємництва, виявлено зв'язок між організаційно-правовою формою підприємства і особливостями його фінансової діяльності.

Розглянуто формування власного капіталу підприємств, а також питання, пов'язані зі збільшенням і зменшенням статутного капіталу акціонерного товариства. Розкрито суть фінансування підприємства за рахунок внутрішніх джерел. Подано матеріал для ознайомлення з дивідендною політикою на підприємстві. Фінансування підприємства за рахунок позикових ресурсів викладено у рамках фінансування шляхом емісії корпоративних облігацій і застосування товарного кредиту. Описано напрямки та види реорганізації підприємств. Проаналізовано питання, пов'язані з ефективністю фінансового інвестування на підприємстві. Висвітлено методи оцінки вартості підприємств. Визначено суть фінансового контролінгу на підприємстві.

Запропоновані задачі рекомендовано для розв'язання на практичних заняттях, аналітичні вправи – для самостійної роботи та поглибленого опанування матеріалу.

Для студентів економічних спеціальностей очної та заочної форм навчання вищих навчальних закладів при вивченні дисципліни «Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва».

Іл. 6. Табл. 30. Бібліогр.: 31 назва

Рецензенти: проф. І.Ю. Матюшенко,
д-р екон. наук, проф. О.М. Ястремська

© Національний аерокосмічний університет ім. М.Є. Жуковського
“Харківський авіаційний інститут”, 2007 р.

ЗМІСТ

Вступ.....	4
1. Основи фінансової діяльності суб'єктів підприємництва.....	5
1.1. Види діяльності підприємства і їх взаємозв'язок.....	5
1.2. Теоретичні засади фінансової діяльності підприємств.....	6
2. Особливості фінансової діяльності суб'єктів підприємництва різних форм організації бізнесу	11
3. Формування власного капіталу підприємств	14
3.1. Власний капітал підприємства та його складові.....	14
3.2. Корпоративні права підприємства і їх вартісна оцінка	15
3.3. Збільшення статутного капіталу акціонерного товариства.....	17
3.4. Зменшення статутного капіталу акціонерного товариства.....	23
4. Внутрішні джерела фінансування підприємств.....	31
5. Дивідендна політика підприємств.....	35
5.1. Суть та основні поняття дивідендної політики.....	35
5.2. Основні концепції дивідендної політики.....	36
5.3. Основні методи виплати дивідендів.....	37
5.4. Ефективність дивідендної політики.....	38
6. Фінансування підприємств за рахунок позикового капіталу.....	42
6.1. Облігаційна позика	43
6.2. Комерційний кредит	45
7. Фінансові аспекти реорганізації підприємств.....	46
8. Фінансові інвестиції підприємств.....	50
8.1. Оцінка доцільності інвестицій у фінансові активи з фіксованою ставкою дохідності та визначеним строком утримання.....	50
8.2. Дюрація.....	53
8.3. Оцінка доцільності інвестицій у корпоративні права.....	53
8.4. Методи оцінки фінансових інвестицій при їх відображенні у фінансовій звітності.....	55
9. Оцінка вартості підприємств.....	60
10. Фінансовий контролінг на підприємстві.....	71
10.1. Цілі, функції і задачі контролінгу.....	71
10.2. Види контролінгу.....	73
10.3. Методи фінансового контролінгу.....	75
Бібліографічний список.....	79

ВСТУП

Навчальний курс “Фінансова діяльність суб’єктів підприємництва” входить до циклу обов’язкових професійно орієнтованих дисциплін для підготовки бакалаврів за спеціальністю “Фінанси” і тісно пов’язаний з іншими дисциплінами фахового напрямку, такими, як “Фінанси підприємств”, “Гроші та кредит”, “Інвестування”, “Фінансовий ринок”, “Фінансовий аналіз”. Більш того, з методологічної точки зору це синтетична дисципліна, в якій використовуються поняття та методи, перейняті з інших вже засвоєних студентами дисциплін, і яка логічно завершує вивчення фінансових дисциплін студентами-бакалаврами. Отже, курс “Фінансова діяльність суб’єктів підприємництва” потребує міждисциплінарного підходу.

Фінансова діяльність посідає особливе місце в управлінні підприємством. Вона спрямована на забезпечення підприємства фінансовими ресурсами та пошук шляхів фінансування діяльності підприємства в його правовому полі залежно від його галузевої належності, форми власності, організаційно-правової форми та структури його капіталу, що склалася на момент прийняття рішення про фінансування.

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

У результаті вивчення дисципліни студенти отримають базові знання з питань організації фінансової діяльності суб’єктів підприємництва та навчатися приймати усвідомлені фінансові рішення у сфері фінансування, управління грошовими потоками, дивідендної політики, фінансового інвестування, оцінювання вартості підприємств та фінансового контролінгу на підприємстві.

1. ОСНОВИ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ПІДПРИЄМНИЦТВА

1.1. Види діяльності підприємства і їх взаємозв'язок

У фінансовій звітності підприємств відомості про доходи, витрати, фінансові результати та рух грошових коштів, що утворюються в результаті здійснення господарської діяльності, подають окремо в розрізі видів звичайної діяльності – операційної, фінансової та інвестиційної [8].

Операційна діяльність – це основна діяльність підприємства, яка пов'язана з виробництвом і реалізацією продукції (товарів, робіт, послуг), що є головною метою створення підприємства, та забезпечує основну частку його доходу, а також інші види діяльності, які не є інвестиційною або фінансовою діяльністю [7].

Типові приклади руху коштів у результаті операційної діяльності:

- грошові надходження від продажу товарів (робіт, послуг);
- грошові виплати постачальникам за товари та послуги;
- грошові виплати з оплати праці;
- сплата податків та обов'язкових зборів;
- сплата відсотків за короткостроковими кредитами;
- сплата економічних санкцій;
- виручка від реалізації оборотних активів (окрім фінансових інвестицій).

Інвестиційна діяльність – це придбання та реалізація тих необоротних активів, а також тих фінансових інвестицій, які не є складовою еквівалентів грошових коштів [9]. У більш широкому розумінні *інвестиційна діяльність* – це вкладення капіталу в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності з метою його заощадження та зростання в майбутньому або для досягнення соціального ефекту. У процесі здійснення інвестиційної діяльності приймаються *інвестиційні рішення* – рішення щодо вкладення коштів в активи з метою отримання доходів у майбутньому.

Типові приклади руху коштів у результаті інвестиційної діяльності:

- придбання і продаж необоротних активів, фінансових інвестицій, майнових комплексів;
- отримання відсотків;
- отримання дивідендів від володіння корпоративними правами інших підприємств;
- дезінвестиції (вивільнення заморожених у конкретних об'єктах коштів шляхом реалізації або ліквідації фінансових інвестицій, необоротних активів, майнових комплексів).

Фінансова діяльність – це діяльність, що веде до змін розміру і складу власного та позикового капіталу підприємства (які не є результатом операційної діяльності) [9].

Основний зміст фінансової діяльності полягає у фінансуванні підприємства. *Фінансування* – це всі заходи, спрямовані на покриття потреби підприємства в капіталі, які включають мобілізацію фінансових ресурсів, їх повернення, а також відносини між підприємством і капіталодавцями. *Основне завдання фінансової діяльності* – мобілізація капіталу для фінансування операційної та інвестиційної діяльності підприємства.

Таким чином, під фінансовою діяльністю розуміють усі заходи, пов'язані з мобілізацією капіталу, його використанням, примноженням та поверненням, тобто фінансова діяльність включає весь комплекс питань, пов'язаних із фінансуванням, інвестиційною діяльністю та фінансовим забезпеченням операційної діяльності підприємства. У процесі здійснення фінансової діяльності приймаються *фінансові рішення* – рішення щодо обсягу та структури коштів, що інвестуються.

Типові приклади руху коштів у результаті фінансової діяльності:

- надходження власного капіталу із зовнішніх джерел (в акціонерному товаристві – надходження грошових коштів від розміщення акцій; в інших видах господарських товариств – внески учасників грошовими коштами до статутного капіталу);
- викуп акцій власної емісії акціонерним товариством, викуп часток господарським товариством у його учасників;
- отримання і погашення позик;
- сплата дивідендів власникам корпоративних прав підприємства.

1.2. Теоретичні засади фінансової діяльності підприємств*

Теорія оптимізації портфеля інвестицій (Г. Марковіц, 1952 р.)

Під інвестиційним портфелем розуміють набір із двох або більше активів, що належать фізичній або юридичній особі з метою отримання доходу. У складі інвестиційного портфеля підприємства можуть бути акції і облігації різних емітентів, інші фінансові інструменти.

Основними характеристиками цінного папера з точки зору потенційного інвестора є дохідність і рівень ризику. Під ризиком розуміють можливість неотримання очікуваного доходу та (або) можливість неповернення коштів, розміщених у даний цінний папір. Цей ризик поділяють на систематичний і несистематичний.

* У цьому посібнику подано необхідну інформацію лише стосовно основних теоретичних концепцій неокласичної теорії фінансування, на підставі яких побудовано розв'язання задач та аналітичних завдань.

Систематичний (ринковий) ризик – це частина ризику, притаманного активу, що характеризує ризик можливих для інвестора втрат внаслідок кон'юнктурних коливань, зміни процентних ставок, прийняття політичних рішень, інфляції.

Несистематичний (індивідуальний) ризик – це специфічна частина ризику, притаманного конкретному активу, зумовлена економічною природою цього активу. Наприклад, це ризик отримання збитків від операційної діяльності, ризик падіння доходності цінного папера.

Метою створення інвестиційного портфеля є зниження несистематичного ризику шляхом диверсифікації. Під диверсифікацією розуміють вкладення певного обсягу інвестиційного капіталу в різні об'єкти інвестицій.

Мета оптимізації інвестиційного портфеля – формування так званого *ефективного портфеля*, який характеризується максимальною очікуваною доходністю за фіксованим рівнем ризику або мінімальним рівнем ризику за заданою очікуваною доходністю.

Згідно з теорією оптимізації портфеля інвестицій Г. Марковіца очікувана доходність портфеля інвестицій розраховується за формулою середньої арифметичної зваженої

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

де r_i – доходність i -го цінного папера, %;

a – питома вага грошових коштів, інвестованих в i -й цінний папір;

n – кількість цінних паперів, які складають інвестиційний портфель.

Рівень несистематичного ризику портфеля інвестицій вимірюють показником середнього квадратичного (стандартного) відхилення доходності. Для портфеля, що складається з двох активів (А і В), рівень ризику визначають за формулою [30]

$$G_p = [a^2 G_a^2 + (1-a)^2 G_b^2 + 2K(R_a; R_b) a(1-a) G_a G_b]^{1/2}, \quad (1.2)$$

де G_a (G_b) – середнє квадратичне відхилення доходності активу А (В);

$K(R_a; R_b)$ – коефіцієнт кореляції між нормами доходності активів А і В.

Коефіцієнт кореляції характеризує синхронність зміни доходності активів А і В, його величина змінюється від -1 до +1. Якщо коефіцієнт кореляції $K(R_a; R_b) = 1$, то доходність активів А і В перебуває у прямій функціональній залежності. Якщо коефіцієнт кореляції $K(R_a; R_b) = -1$, то доходність активів А і В перебуває у зворотній функціональній залежності, а формула (1.2) набуває такого вигляду:

$$G_p = a G_a - (1 - a) G_b. \quad (1.3)$$

З формули (1.3) випливає, що за повністю зворотним кореляційним зв'язком між нормами доходності активів А і В можна сформувати портфель з нульовим рівнем ризику та позитивною доходністю.

Згідно з теорією оптимізації портфеля інвестицій Г. Марковіца можна сформулювати таке *правило формування інвестиційного портфеля* підприємства: з метою формування ефективного портфеля слід вибирати активи з мінімальним кореляційним зв'язком між рівнями їхньої дохідності. Причому за заданим рівнем дохідності ризик буде тим менше, чим диверсифікованішим є інвестиційний портфель.

Модель оцінки дохідності активів

(В. Шарп, Дж. Лінтнер, Дж. Моссін, 1964 – 1966 рр.)

Модель оцінки дохідності активів (Capital Asset Pricing Model, або CAPM) характеризує процес формування ринкової ціни окремих цінних паперів (інших об'єктів реальних і фінансових інвестицій) за умов досконалого ринку капіталів і з урахуванням систематичного ризику. Враховуючи природу цього ризику, вважають, що його неможливо зменшити шляхом диверсифікації вкладень.

Очікувана дохідність активу А згідно з моделлю CAPM

$$R_A(\text{CAPM}) = i + \beta_A (R_m - i), \quad (1.4)$$

де i – безризикова відсоткова ставка на ринку капіталів (звичайно її значення приймають на рівні дохідності державних цінних паперів, наприклад облігацій внутрішньої державної позики);

β_A – коефіцієнт, що характеризує рівень систематичного ризику при інвестуванні в актив А;

R_m – середня дохідність ринкового портфеля інвестицій.

Ринковий портфель інвестицій – це портфель, який включає всі наявні на ринку активи, є максимально диверсифікованим і характеризується ринковою нормою прибутковості та середнім по ринку рівнем ризику.

Графічну інтерпретацію моделі оцінки дохідності активів наведено на рис. 1.1 у вигляді прямої ринку цінних паперів.

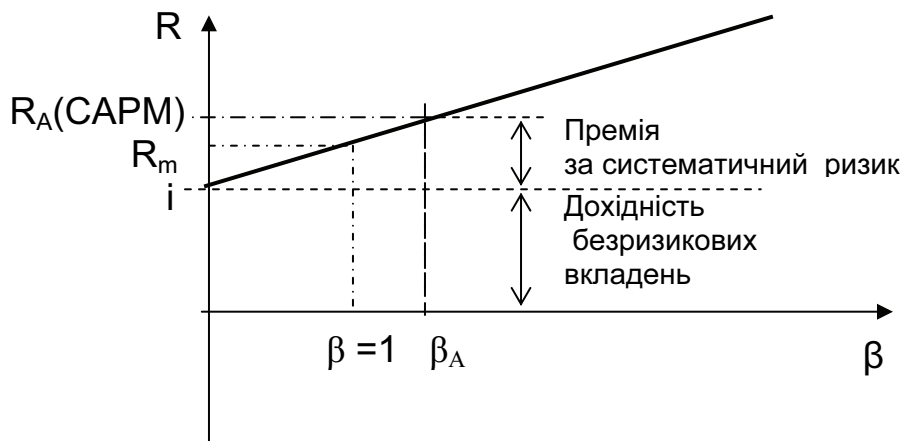


Рис. 1.1. Модель оцінки дохідності активів (CAPM)

Величина β -коефіцієнта може бути розрахована стосовно окремих акцій, інших об'єктів інвестування або портфелів інвестицій. Для інвестиційного портфеля β -коефіцієнт розраховується за формулою середньої арифметичної зваженої

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n a_i \beta_i, \quad (1.5)$$

де β_i – β -коефіцієнт i -го активу.

Правило прийняття інвестиційних рішень згідно з CAPM: *вкладати кошти слід в ті об'єкти інвестицій, прогнозована дохідність яких є вищою за рівноважну дохідність, розраховану за CAPM.*

Задачі

Задача 1.1

Визначте чистий грошовий потік на підприємстві від операційної, 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, з яких на збільшення статутного капіталу спрямовано 80 тис. грн, на збільшення додаткового капіталу – 20 тис. грн.
3. Обсяг виручки від реалізації продукції становив 350 тис. грн з ПДВ.
4. Підприємство отримало дивіденди від володіння корпоративними правами іншого підприємства у сумі 20 тис. грн.
5. Підприємство продало облігації внутрішньої державної позики на суму 40 тис. грн.
6. Підприємство нарахувало дивіденди на суму 40 тис. грн.
7. Сплачено відсотки за користування позиками – 15 тис. грн.
8. Сплачено податок на прибуток від операційної діяльності – 90 тис. грн.
9. Амортизаційні відрахування – 10 тис. грн.
10. Грошові надходження від продажу акцій інших підприємств – 50 тис. грн.
11. Кошти, спрямовані на придбання основних засобів, – 70 тис. грн.

Задача 1.2

Оцініть доцільність вкладення коштів в окремі акції, використовуючи правило прийняття рішень за CAPM, за наявності даних, наведених у табл.1.1.

Задача 1.3

Розрахуйте суму премії за ризик по акціях А, Б, В (див. задачу 1.2), якщо їхня ринкова ціна становить 100, 75 і 90 грн відповідно.

Вихідні дані за акціями

Показник	Акція А	Акція Б	Акція В
Очікувана дохідність, %	11	14	10
β -коефіцієнт	0,9	1,5	1,3
Середня дохідність ринкового портфеля інвестицій (R_m), %	10	10	10
Безризикова відсоткова ставка на ринку капіталів (i), %	6	6	6

Задача 1.4

Очікувана дохідність акцій А і Б дорівнює відповідно 10 і 20%, середнє стандартне відхилення дохідності – відповідно 5 і 60%. Коефіцієнт кореляції між нормами дохідності акцій становить 0,5. Розрахуйте очікувану дохідність і середнє стандартне відхилення дохідності портфеля, якщо він складається з акцій А – 40%, з акцій Б – 60%.

Задача 1.5

Очікувана дохідність акцій А і Б дорівнює відповідно 15 і 10%. Коефіцієнт кореляції між нормами дохідності акцій становить -1. Середнє стандартне відхилення дохідності за зазначеними інвестиціями дорівнює відповідно 8 і 2%. Знайдіть співвідношення, за яким слід сформувати портфель інвестицій з двох видів цінних паперів А і Б, при якому ризик портфеля дорівнюватиме нулю. Розрахуйте очікувану дохідність такого портфеля інвестицій.

Задача 1.6

Портфель інвестора складається з цінних паперів з характеристиками, наведеними в табл. 1.2. Дохідність безризикових цінних паперів дорівнює 7%, середня норма дохідності на фондовому ринку – 14%. Розрахуйте β -коефіцієнт і дохідність портфеля.

Таблиця 1.2

Структура інвестиційного портфеля

Акції	Загальна ринкова вартість пакета, тис. грн	β -коефіцієнт
А	50	0,0
Б	10	0,9
В	25	1,1
Г	8	1,2
Д	7	1,7

2. ОСОБЛИВОСТІ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ПІДПРИЄМНИЦТВА РІЗНИХ ФОРМ ОРГАНІЗАЦІЇ БІЗНЕСУ

Підприємництво – це самостійна, ініціативна, систематична, на власний ризик господарська діяльність, що здійснюється суб'єктами господарювання (підприємцями) з метою досягнення економічних і соціальних результатів та одержання прибутку [1, ст. 42].

Суб'єктами господарювання визнаються учасники господарських відносин, які здійснюють господарську діяльність, реалізуючи господарську компетенцію (сукупність прав та обов'язків), мають відокремлене майно і несуть відповідальність за своїми зобов'язаннями в межах цього майна, крім випадків, передбачених законодавством [1, ст. 55]. Суб'єктами господарювання є юридичні особи, створені і зареєстровані у встановленому законом порядку, та фізичні особи – громадяни України, іноземці та особи без громадянства, що здійснюють господарську діяльність і зареєстровані згідно із законом як підприємці.

Юридична особа, що є суб'єктом підприємництва, має відокремлене майно, набуває від свого імені майнові й особисті немайнові права, відповідає за зобов'язаннями, виступає позивачем і відповідачем у судах. *Мета створення юридичної особи* полягає у *відокремленні* майна, що буде використовуватися у господарському обороті, від майна, яким підприємець і його родина володіють і використовують для задоволення особистих потреб, а також у відділенні своїх особистих прав і обов'язків від тих прав і обов'язків, що виникають у зв'язку з підприємницькою діяльністю.

Юридичні особи можуть бути створені у формі товариств (підприємницьких і непідприємницьких), установ та в інших формах, установлених законом [18, ст. 83]. Підприємницькі товариства можуть бути створені тільки у формі господарських товариств або як виробничий кооператив.

Організаційно-правова форма юридичної особи характеризує специфіку її створення, майнового статусу, характер її прав і прав засновників (власників) на майно, а також особливості відповідальності власників за зобов'язаннями суб'єкта господарювання.

Класифікацію суб'єктів господарювання за правом власності та правовою формою наведено в табл. 2.1.

Існує тісний зв'язок між організаційно-правовою формою підприємства та структурою капіталу, можливостями його фінансування, що пов'язані з можливостями виходу на ринок капіталів, вартістю мобілізації фінансових ресурсів, формою організації менеджменту, оподаткуванням, рівнем накладних затрат. Отже, засновники підприємства мають вибрати з безлічі альтернатив саме таку форму організації бізнесу, яка найбільше прийнятна в конкретних умовах господарювання.

Класифікація суб'єктів господарювання [1; 18]

Правова форма	Вид права власності			
	Приватна власність	Колективна власність	Комунальна власність	Державна власність
Без створення юридичної особи	Фізична особа-підприємець	Договір про спільну діяльність		
Юридична особа	Господарські товариства, фермерське господарство	Підприємства громадських або релігійних організацій, підприємство споживчої кооперації, виробничий кооператив	Комунальне підприємство	Державне комерційне підприємство
Об'єднання	Асоціація	Асоціація, корпорація, консорціум, концерн		

Задачі**Задача 2.1**

На підставі законодавчо-нормативних актів [1; 2; 18] заповніть табл. 2.2.

Задача 2.2

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. Визначте джерела погашення вимог кредиторів підприємства і якою мірою вони будуть задоволені.

Задача 2.3

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

- номінальна вартість акцій – 50 грн; курс емісії – 100 %;
- кількість акцій, які підлягають розміщенню, – 500 000 шт.;
- накладні затрати, пов'язані зі створенням підприємства, – 10 тис. грн.

На момент скликання установчих зборів АТ в цілому було оплачено 60% акцій.

Чи буде створено АТ? Відповідь обґрунтуйте. Сформууйте перший розділ пасиву балансу АТ.

Таблиця 2.2

Особливості фінансової діяльності різних форм організації бізнесу

Організаційно-правова форма	Кількість учасників	Законодавчо встановлений мінімальний розмір статутного капіталу	Можливості фінансування	Можливості участі власників в управлінні підприємством	Відповідальність власників за боргами підприємства	Можливості виходу учасника з бізнесу
Фізична особа-підприємець						
Товариство з обмеженою відповідальністю						
Товариство з додатковою відповідальністю						
Повне товариство						
Командитне товариство						
Акціонерне товариство						
Виробничий кооператив						
Державне комерційне підприємство						

Задача 2.4

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

- номінальна вартість акцій – 15 грн, курс емісії – 110 %;
- кількість акцій, які підлягають розміщенню, – 1 250 000 шт.;
- накладні затрати, пов'язані зі створенням підприємства, – 20 тис. грн.

На момент скликання установчих зборів АТ усі акції були оплачені за ціною емісії. Наведіть всі позиції першого розділу пасиву балансу новоствореного акціонерного товариства.

Задача 2.5

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

- зазначена в установчих документах частка окремих учасників у статутному капіталі становить: А – 40 %, Б – 29 %, В – 31 %;
- на момент реєстрації ТОВ учасник В вніс 341 тис. грн, що дорівнює 110 % його частки в статутному капіталі, учасник А – 400 тис. грн, учасник Б – 200 тис. грн.

Наведіть всі позиції першого розділу пасиву балансу новоствореного ТОВ.

Задача 2.6

Трьома фізичними особами (А, Б і В) прийнято рішення про створення товариства з обмеженою відповідальністю. Формування статутного 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 дорівнює 40 % його частки в статутному капіталі, учасник Б – 50 тис. грн, а учасник В – 15 тис. грн.

Наведіть всі позиції першого розділу пасиву балансу новоствореного ТОВ.

3. ФОРМУВАННЯ ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВ

3.1. Власний капітал підприємства та його складові

Власний капітал формується за рахунок коштів власників підприємства і власних фінансових ресурсів підприємства. Власний капітал підприємства (у вузькому розумінні) – це підсумок першого розділу пасиву балансу, тобто перевищення балансової вартості активів підприємства над його зобов'язаннями. Показник власного капіталу є основою для визначення фінансової незалежності підприємства, його фінансової стійкості та стабільності.

Основні складові власного капіталу [7]:

1. *Статутний (номінальний) капітал* – зафіксована в установчих документах загальна вартість активів, які є внеском власників (учасників) до капіталу підприємства.

2. *Пайовий капітал* – це 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 стартовий капітал формується за рахунок пайових внесків.

3. *Додатковий вкладений капітал* – це сума перевищення доходів, отриманих від емісії власних акцій, над їхньою номінальною вартістю.

4. *Інший додатковий капітал* – це сума приросту майна підприємства, яка виникла в результаті переоцінки основних засобів, проведення індексацій основних фондів, вартість безкоштовно одержаних необоротних активів і суми, внесені учасниками

господарських товариств (окрім акціонерного), які перевищують їхню частку у статутному капіталі, без рішення про зміну розміру статутного капіталу.

5. *Резервний капітал* – це сума резервів, сформованих за рахунок чистого прибутку в розмірах, установлених засновницькими документами підприємства та нормативними актами.

6. *Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)*. За цією позицією балансу відображають або суму прибутку, реінвестовану в підприємство, або суму непокритого збитку. Суму непокритого збитку наводять у дужках і вираховують при визначенні підсумку власного капіталу. У цій статті показують прибуток (збиток), який залишається у підприємства після сплати всіх податків, виплати дивідендів і відрахувань до резервного капіталу.

7. *Неоплачений капітал* – сума заборгованості власників (учасників) за внесками до статутного капіталу. Цю суму наводять у дужках і вираховують при визначенні підсумку власного капіталу.

8. *Вилучений капітал* – це фактична собівартість акцій власної емісії або часток, викуплених товариством у його акціонерів (учасників). Цю суму наводять у дужках і вираховують при визначенні підсумку власного капіталу.

3.2. Корпоративні права підприємства і їх вартісна оцінка

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 [1, ст.167]. Основні види корпоративних прав: акції (акціонерне товариство); частки учасників (господарські товариства); паї (кредитні спілки, споживчі товариства, колективні сільськогосподарські підприємства, житлово-будівельні кооперативи).

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.

Розрізняють такі *види вартісної оцінки корпоративних прав*:

1. **Номінальна вартість.** Це вартість акції, що відображена на її сертифікаті та зафіксована в проспекті емісії. Згідно з [5, ст. 6] мінімальна номінальна вартість акції не може бути менше, ніж 1 копійка, а номінальна вартість акції більше 1 копійки має бути кратною мінімальній номінальній вартості акції.

Сукупна номінальна вартість корпоративних прав підприємства становить його статутний, або номінальний, капітал.

Номінальна вартість однієї акції за заданою величиною статутного капіталу, якщо він складається винятково з простих акцій, обчислюється за формулою

$$N = \text{Статутний капітал} / \text{Кількість акцій}. \quad (3.1)$$

2. Ринкова вартість. Ринкова вартість корпоративних прав визначається винятково співвідношенням попиту та пропозиції на цінні папери і відповідає вартості, за якою акції можуть купуватися і продаватися на фондовому ринку. Ринковий курс дорівнює вираженому у відсотках відношенню ринкової вартості акцій до їхньої номінальної вартості.

3. Емісійна вартість. Емісія акцій – це сукупність операцій емітента щодо продажу акцій їх первинним власникам. *Емісійна вартість* – це ціна, за якою здійснюється купівля-продаж цінного папера при їх первинному розміщенні. *Курс емісії* корпоративних прав дорівнює вираженому у відсотках відношенню емісійної вартості до номінальної. Якщо курс емісії цінних паперів перевищує 100%, то при первинному розміщенні підприємство отримує *емісійний дохід*.

Емісійний дохід (або *ажіо*) – це сума перевищення доходів, отриманих від емісії власних акцій та інших корпоративних прав, над номінальною вартістю таких акцій (часток). Емісійний дохід не включають до складу валового доходу підприємства з метою оподаткування [3, п. 5.3.7].

З юридичної точки зору емісійна вартість не може бути нижчою за номінальну вартість акції [16, ст. 8], а з погляду економічної доцільності – нижчою за суму номінальної вартості та питомих витрат на проведення емісії цінних паперів. При проведенні додаткової емісії верхня межа курсу емісії має знаходитися на рівні ринкового курсу акцій, що склався на момент прийняття рішення про додаткову емісію акцій. Правильний вибір курсу емісії є вирішальним фактором успіху її розміщення.

4. Балансова вартість. Розрахункова балансова вартість визначається співвідношенням між елементами власного капіталу підприємства і дорівнює величині чистих активів, які припадають на одиницю номінальної вартості акції (частки, паю):

$$B = \text{Чисті активи} / \text{Кількість акцій}. \quad (3.2)$$

Чисті активи – це активи підприємства за відрахуванням його зобов'язань [13], тобто це активи, джерелом формування яких є власні кошти підприємства.

Балансовий курс корпоративних прав розраховується за формулою

$$K_B = (B / N) \cdot 100\%, \quad (3.3)$$

або

$$K_B = (\text{Власний капітал} / \text{Статутний капітал}) \cdot 100\%. \quad (3.4)$$

Додатна різниця між ринковим і балансовим курсами акцій свідчить про потенціал прибутковості підприємства. Балансовий курс є одним із чинників, який визначає інвестиційну привабливість корпоративних прав підприємства і за певних обставин може братися за основу при визначенні курсу емісії корпоративних прав.

5. Курс корпоративних прав за капіталізованою вартістю. Визначення курсу корпоративних прав на основі розрахунку їхньої капіталізованої вартості побудовано на концепції теперішньої вартості очікуваних майбутніх доходів від володіння корпоративними правами.

Капіталізована вартість підприємства – це приведена до теперішньої вартості величина майбутніх доходів на основі їхнього дисконтування:

$$KB = (ЧП / k), \quad (3.5)$$

де *ЧП* – чистий прибуток підприємства;

k – ставка капіталізації (коефіцієнт, що використовується для переведення очікуваного доходу у вартість).

Курс корпоративних прав за капіталізованою вартістю розраховується за формулою

$$K_K = ((KB / \text{Кількість акцій}) / N) \cdot 100\%, \quad (3.6)$$

або

$$K_K = (KB / \text{Статутний капітал}) \cdot 100\%. \quad (3.7)$$

3.3. Збільшення статутного капіталу акціонерного товариства

Господарське товариство має право змінювати (збільшувати або зменшувати) розмір статутного фонду [2, ст.16]. Прийняття рішення про внесення змін до Статуту акціонерного товариства, пов'язаних зі збільшенням його статутного фонду, є винятковою компетенцією загальних зборів акціонерів, і рішення приймається більшістю в 3/4 голосів акціонерів, що беруть участь у зборах [2, ст. 41, 42]. Законом передбачено винятковий випадок, коли збільшення статутного фонду акціонерного товариства не більш як на 1/3 може бути здійснено за рішенням правління за умови, що таке передбачено статутом.

До *основних способів збільшення статутного капіталу акціонерного товариства* належать такі:

- 1) збільшення кількості акцій існуючої номінальної вартості;
- 2) збільшення номінальної вартості акцій;
- 3) обмін облігацій на акції.

Джерела збільшення статутного фонду акціонерного товариства визначені Положенням [16, п. 5]. Взаємозв'язок між способами і можливими джерелами збільшення статутного капіталу наведено у табл. 3.1.

Способи та джерела збільшення статутного капіталу
акціонерного товариства

Джерела збільшення	Способи збільшення статутного капіталу		
	Збільшенням кількості акцій	Збільшенням номінальної вартості акцій	Обміном облігацій на акції
Додаткові внески акціонерів (інвесторів)			
Реінвестування прибутку (дивідендів)			
Капітальні резерви*			

Можливі у вітчизняному правовому полі варіанти поєднання способу та джерела збільшення статутного капіталу (на перетині певних рядка та стовпця в табл. 3.1) – різні з юридичного та бухгалтерського погляду господарські операції. До того ж вони мають різні фінансові наслідки. Тому розглянемо їх окремо.

3.3.1. Додаткова емісія акцій за рахунок додаткових внесків акціонерів (інвесторів)

Під *додатковою емісією акцій* розуміють сукупність операцій емітента з продажу додаткової кількості акцій при їх первинному розміщенні. Додатковий випуск акцій підлягає обов'язковій реєстрації в Державній комісії з цінних паперів і фондового ринку.

При додатковій емісії акцій за рахунок додаткових внесків акціонерів (інвесторів) відбувається реальне залучення фінансових ресурсів на підприємство.

Основні витрати підприємства-емітента на проведення емісії акцій становлять у середньому 4 – 10 % від номінальної вартості емісії і включають:

- оплату послуг аудиторської фірми щодо засвідчення фінансової звітності емітента;
- оплату послуг андеррайтерів [5, ст. 17] – ліцензованих фінансових посередників, що займаються розміщенням випуску акцій;
- витрати на публікацію інформації про випуск акцій;
- витрати на оплату державного мита при реєстрації емісії акцій;

* Це резерви, створені за рахунок капіталу власників (або інших осіб). До капітальних резервів акціонерного товариства належать: сума емісійного доходу; сума приросту майна, яка виникла в результаті переоцінки (індексації) необоротних активів; вартість безкоштовно отриманих необоротних активів.

- витрати на друкування сертифікатів цінних паперів (при документарній формі випуску) або оплати послуг депозитарія (при бездокументарній формі);
- оплати послуг незалежного реєстратора;
- витрати на рекламу.

Витрати, пов'язані з емісією цінних паперів, включають до складу валових витрат підприємства-емітента [3, п. 7.9.3]. У бухгалтерському обліку підприємства-емітента згідно з [12, п. 25] витрати на випуск акцій відбиваються за рахунок зменшення додаткового вкладеного капіталу, а за його відсутності – за рахунок зменшення нерозподіленого прибутку (збільшення непокритого збитку).

У разі збільшення статутного капіталу шляхом додаткової емісії акцій власники корпоративних прав можуть зазнати певних втрат, які виражаються, по-перше, в можливішому зменшенні ринкового курсу акцій, а, по-друге, в зменшенні рівня контролю над підприємством. Саме тому законодавством передбачено, що у разі збільшення статутного капіталу акціонери можуть користуватися **переважним правом на купівлю додатково випущених акцій** [2, ст. 38; 16]. Кількість переважних прав на придбання акцій нової емісії є пропорційною частці окремих акціонерів у статутному капіталі на момент початку першого етапу підписки на акції додаткової емісії. З моменту початку розміщення акцій додаткової емісії переважне право акціонера стає самостійним, воно відокремлюється і продається на окремому ринку переважних прав*. Відокремлення переважного права спричиняє зниження ринкового курсу “старих” акцій на величину вартості переважного права.

Розрахункова (теоретична)** ціна переважного права визначається за такою формулою:

$$ПП = (K_{mo} - K_E) / (C + 1), \quad (3.8)$$

де K_{mo} – ринковий курс акцій напередодні розміщення акцій додаткової емісії;

K_E – курс емісії додатково випущених акцій.

Співвідношення, за яким здійснюється додаткова емісія акцій, розраховується за формулою

$$C = SK_0 / (SK_1 - SK_0), \quad (3.9)$$

де SK_0 – статутний капітал підприємства до його збільшення;

SK_1 – статутний капітал підприємства після його збільшення.

* Чинним вітчизняним законодавством не передбачена можливість передачі акціонером переважного права на придбання акцій додаткової емісії іншим особам.

** Фактична ринкова ціна переважних прав визначається попитом і пропозицією на них і тому може відрізнятись від розрахункової.

Якщо збільшення статутного капіталу здійснюється шляхом збільшення кількості акцій існуючої номінальної вартості, то формула (3.9) спрощується:

$$C = n_0 / n_{де}, \quad (3.10)$$

де n_0 – кількість акцій до збільшення статутного капіталу;
 $n_{де}$ – кількість акцій додаткової емісії.

Співвідношення (3.10) показує, скільки “старих” акцій (а отже, і переважних прав) слід подати акціонеру для того, щоб придбати одну “нову” акцію за курсом емісії.

На рис. 3.1 наведено зміну розрахункової ціни переважного права залежно від курсу емісії акцій додаткової емісії. Якщо курс емісії “нових” акцій збігається з номіналом, то вартість переважного права досягає свого максимуму. Якщо курс емісії “нових” акцій збігається з ринковим курсом “старих” акцій напередодні прийняття рішення про збільшення статутного капіталу, то вартість переважного права дорівнює нулю.

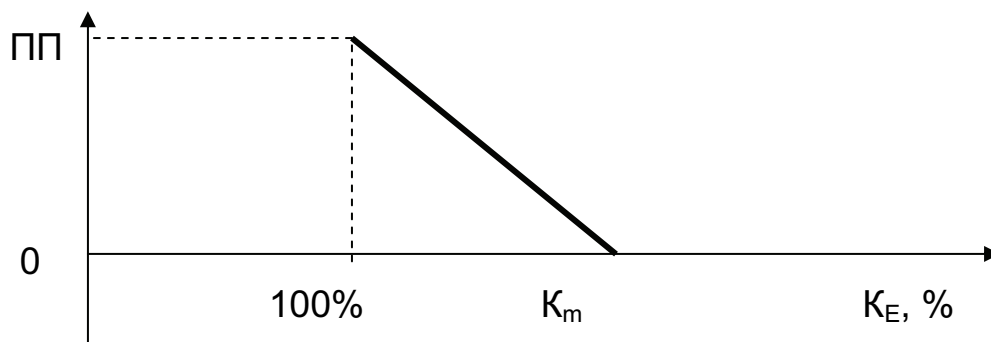


Рис. 3.1. Залежність ціни переважного права від курсу емісії акцій додаткової емісії

У разі, якщо нові інвестори бажають придбати акції нової емісії або акціонери бажають купити акції у кількості, більшій за кількість акцій додаткової емісії, що припадає на їхню частку у статутному капіталі, їм слід придбати переважні права безпосередньо в тих акціонерів, які не мають бажання ними скористатися, або на ринку переважних прав.

Переважне право на придбання акцій додаткової емісії дає можливість власникам:

- зберегти свою частку (в процентному співвідношенні) в статутному капіталі;
- попередити розмивання вартості свого пакета корпоративних прав у статутному капіталі внаслідок додаткової емісії акцій за курсом емісії, нижчим за ринковий;
- зберегти свою частку голосів на загальних зборах акціонерів;
- компенсувати збитки від розмивання частки в статутному капіталі тим власникам, які продали свої переважні права.

Середній ринковий курс акцій, що формується після завершення розміщення акцій додаткової емісії, якщо на зміну курсу вплинув лише факт збільшення статутного капіталу, а інші фактори впливу на курс залишилися без змін, можна розрахувати кількома способами:

1. Як різницю між ринковим курсом акцій до додаткової емісії та грошовою оцінкою переважного права акціонера в розрахунку на одну “стару” акцію (див. формулу (3.8)):

$$K_{m1} = K_{m0} - \text{ПП}. \quad (3.11)$$

2. Як середню арифметичну зважену між ринковим курсом “старих” акцій до збільшення статутного капіталу та курсом емісії акцій додаткової емісії:

$$K_{m1} = (K_{m0} \cdot n_0 + K_e \cdot n_{\text{де}}) / (n_0 + n_{\text{де}}). \quad (3.12)$$

3. Як вартість однієї акції додаткової емісії для інвестора, який на момент прийняття рішення про збільшення статутного капіталу не був акціонером:

$$K_{m1} = K_E + \text{ПП} \cdot C, \quad (3.13)$$

де $(\text{ПП} \cdot C)$ – вартість переважних прав у розрахунку на одну акцію додаткової емісії, що сплачується на користь “старих” акціонерів.

3.3.2. Додаткова емісія акцій за рахунок реінвестиції прибутку (дивідендів) або капітальних резервів

У цьому випадку відбувається зміна структури власного капіталу без припливу реальних фінансових ресурсів на підприємство. Однак це сприяє збільшенню довіри к підприємству з боку інвесторів і кредиторів, оскільки для них збільшуються фінансові гарантії. Склад акціонерів товариства не змінюється, а акції, що додатково емітуються, розподіляються між акціонерами пропорційно їхній частці в статутному капіталі на дату прийняття рішення про додаткову емісію акцій [16, ст. 5]. Операція “безкоштовного” розподілу акцій виявляє право власності акціонерів на резерви підприємства.

Якщо додаткова емісія акцій відбувається за рахунок реінвестиції прибутку звітного року та залишку нерозподіленого прибутку минулих років, то операцію “безкоштовного” розподілу акцій можна трактувати як виплату дивідендів акціонерами. Така виплата не змінює пропорцій участі всіх акціонерів у статутному капіталі. Акціонери, які бажають отримати грошові кошти, можуть реалізувати безкоштовно отримані акції. До цієї форми виплати дивідендів вдаються підприємства, які динамічно розвиваються і мають постійну потребу в капіталі.

Слід зазначити, що додаткова емісія акцій за рахунок капітальних резервів у вітчизняному правовому полі можлива лише в межах сум індексацій вартості основних фондів, проведених акціонерним товариством згідно з Постановами Кабінету Міністрів України.

3.3.3. Збільшення статутного капіталу шляхом збільшення номінальної вартості акцій

Особливістю цього способу є законодавче обмеження на джерела збільшення статутного капіталу, тому що збільшення розміру статутного капіталу за рахунок додаткових внесків здійснюється винятково шляхом збільшення кількості акцій існуючої номінальної вартості [15, ст. 5].

Рішення про емісію акцій у зв'язку зі збільшенням їхньої номінальної вартості приймається загальними зборами акціонерів. Випуск акцій за результатами збільшення статутного фонду шляхом збільшення номінальної вартості акцій підлягає обов'язковій реєстрації в ДКЦПФБ.

У цьому випадку здійснюється збільшення номінальної вартості всіх випущених акцій. Акції попередніх випусків обмінюються на акції нової номінальної вартості відповідно до кількості акцій, якими володіє акціонер. При цьому нова номінальна вартість акції має бути визначена таким чином, щоб забезпечити виконання умови неподільності акцій і здійснення обміну акцій, які належать акціонеру, на цілу кількість акцій нової номінальної вартості.

3.3.4. Додаткова емісія акцій на основі обміну облигацій на акції

У цьому випадку відбувається трансформація довгострокового позикового капіталу у власний. Капіталодавці (власники облигацій) із статусу кредиторів переходять у статус власників. Обмін облигацій на акції відбувається шляхом конвертації.

Конвертація іменних цінних паперів – це переведення цінного папера одного виду або форми випуску в інший вид або форму випуску, що здійснюється згідно з рішенням органу управління підприємства-емітента або згідно з зареєстрованим проспектом емісії. *Конвертовані облигації* – це іменні цінні папери, умовами випуску яких передбачена можливість їх обміну на звичайні акції підприємства.

Коефіцієнт конвертації показує, скільки облигацій слід подати для того, щоб одержати одну акцію, і визначається шляхом ділення загальної номінальної вартості конвертованих облигацій на суму збільшення статутного капіталу.

Оскільки збільшення статутного капіталу на основі конвертації облигацій в акції призводить до тих самих наслідків для «старих» акціонерів, що й додаткова емісія акцій, то акціонери мають **переважне право на купівлю конвертованих облигацій**

підприємства. Співвідношення, за яким акціонер може реалізувати своє переважне право у цьому випадку, визначається шляхом ділення вихідної величини статутного капіталу на загальну номінальну вартість облігацій.

Зазначений метод збільшення статутного капіталу існує лише теоретично, тому що чинне вітчизняне законодавство не містить нормативного механізму для його реалізації. Згідно з Положенням [14, п. 2.7] передбачено тільки обмін облігацій винятково на попередньо викуплені акції власної емісії, тобто без збільшення статутного фонду.

При збільшенні статутного фонду акціонерного товариства не допускається [16, п. 4]:

- 1) поєднувати джерела збільшення розміру статутного капіталу;
- 2) поєднувати способи збільшення розміру статутного капіталу;
- 3) приймати рішення про збільшення розміру статутного фонду до реєстрації всіх попередніх випусків акцій;
- 4) приймати рішення про збільшення розміру статутного фонду до повної сплати всіх раніше випущених акцій за ціною, не нижчою за номінальну.

Акціонерному товариству заборонено випускати акції для покриття збитків, пов'язаних з його господарською діяльністю [2, ст. 34].

3.4. Зменшення статутного капіталу акціонерного товариства

Рішення про зменшення статутного капіталу акціонерного товариства приймається у тому ж порядку, що і рішення про його збільшення. Зміни в статуті акціонерного товариства, пов'язані зі зменшенням статутного капіталу, підлягають державній реєстрації у тому ж порядку, який передбачено для державної реєстрації товариства.

Акціонерному товариству забороняється приймати рішення про зменшення статутного капіталу:

- 1) якщо попередній випуск акцій не зареєстровано [16, п.18];
- 2) без повідомлення всіх його кредиторів у порядку, передбаченому законом; при цьому кредитори товариства мають право вимагати дострокового виконання товариством відповідних зобов'язань і відшкодування збитків [18, ст. 157].

При зменшенні статутного капіталу акціонерного товариства забороняється поєднувати способи зменшення розміру статутного капіталу [16, п.19]. Розмір статутного капіталу після його зменшення не може бути меншим за законодавчо визначений мінімальний* розмір [2].

Згідно з [18, ст. 155] діє порядок, коли акціонерне товариство зобов'язано оголосити про зменшення свого статутного капіталу та

* 1250 мінімальних заробітних плат на момент створення товариства.

zareєструвати відповідні зміни у статуті, якщо після закінчення другого та кожного наступного фінансового років вартість чистих активів виявляється меншою, ніж розмір статутного капіталу. Якщо вартість чистих активів стає меншою за законодавчо визначений мінімальний розмір статутного капіталу, то акціонерне товариство підлягає ліквідації. Ця норма служить для виконання захисної функції власного капіталу – саме у межах своїх внесків у статутний капітал акціонери несуть відповідальність за зобов'язаннями товариства перед його кредиторами.

До основних способів зменшення статутного капіталу акціонерного товариства належать такі [2, ст. 39; 16, п. 17]:

- 1) зменшення номінальної вартості акцій;
- 2) зменшення кількості акцій існуючої номінальної вартості.

Зменшення статутного капіталу на основі зменшення номінальної вартості акцій здійснюється шляхом емісії акцій за новою номінальною вартістю. При цьому додержуються принципу пропорційного зменшення номіналу всіх акцій, що перебувають в обігу, тому що згідно з [2, ст. 24] вони повинні мати однакову номінальну вартість. Зменшення номінальної вартості акцій не допускається, якщо номінальна вартість акцій дорівнює встановленому мініальному розміру.

Цей спосіб є єдино можливим у рамках обов'язкового зменшення статутного капіталу згідно з [18, ст. 155].

Зменшення статутного капіталу шляхом зменшення кількості акцій можна досягти за рахунок:

- конверсії акцій;
- викупу акцій з подальшим анулюванням;
- безкоштовної передачі акцій до анулювання.

Конверсія акцій – це обмін за встановленим співвідношенням однієї кількості акцій на іншу. Наприклад, конверсія акцій у співвідношенні 4:3 означає, що чотири «старі» акції можна обміняти на три акції нової емісії.

Зменшення статутного капіталу шляхом зменшення кількості акцій на основі їх викупу з подальшим анулюванням допускається у тому разі, якщо така можливість передбачена статутом товариства [18, ст. 157]. Рішення про викуп акцій власної емісії є основою для публікації відкритими акціонерними товариствами інформації про викуп акцій.

Акціонерне товариство має право викупити у акціонера оплачені ним акції для таких цілей [2, ст. 32]:

- подальшого перепродажу;
- розповсюдження серед своїх працівників;
- з метою анулювання.

Власні акції можуть бути викуплені товариством на відкритому ринку через ліцензованого торговця цінними паперами або шляхом

безпосереднього звернення до акціонерів. Викуп акцій акціонерного товариства може здійснюватися емітентом для підтримки ринкового курсу, збільшення прибутковості акцій або з метою запобігання поглинанню. Викуплені акції власної емісії відбивають за статтею "Вилучений капітал" І розділу пасиву балансу за їхньою фактичною собівартістю. Суму вилученого капіталу наводять у дужках і вираховують при визначенні підсумку власного капіталу. Викуплені товариством власні акції згідно з [2, ст. 32] мають бути реалізовані або анульовані в термін не більше одного року. Протягом цього періоду розподіл прибутку, голосування і визначення кворуму на загальних зборах акціонерів відбуваються без урахування зазначених акцій.

Анулювання цінних паперів – це сукупність дій емітента з припинення дії всіх прав, що надають цінні папери.

Рішенням акціонерного товариства про зменшення розміру статутного капіталу акції, не подані для анулювання, визнаються недійсними, але не раніше як через шість місяців після доведення до відома про це всіх акціонерів передбаченим статутом способом [2, ст. 39].

Прибуток (збиток) від анулювання власних акцій відбивається у бухгалтерському обліку емітента за рахунок збільшення (зменшення) додаткового вкладеного капіталу [12, п. 28]. Сума перевищення збитку від анулювання власних акцій над величиною додаткового вкладеного капіталу відбивається за рахунок зменшення нерозподіленого прибутку (збільшення непокритого збитку).

Безкоштовне подання своїх акцій до анулювання здійснюють зазвичай крупні (мажоритарні) акціонери, власники контрольних пакетів.

Порядок зменшення розміру статутного капіталу акціонерного товариства визначений у Положенні [16]. У разі зменшення розміру статутного фонду інформація про випуск акцій не підлягає обов'язковій реєстрації і опублікуванню. Звіт про результати зменшення розміру статутного фонду не складається і до Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку не подається [16, п. 21].

3.4.1. Зменшення статутного капіталу акціонерного товариства з метою санації балансу

Акціонерні товариства не зацікавлені відбивати збитки у своїй фінансовій звітності, оскільки вона підлягає обов'язковому опублікуванню [18, ст. 152]. За наявності збитків, що фігурують у балансі, акціонерному товариству майже неможливо розраховувати на залучення фінансових ресурсів із зовнішніх джерел, оскільки для потенційних інвесторів збиткове підприємство не є привабливим.

На покриття збитків використовуються різні типи резервів. Типовий порядок використання резервів на покриття збитків такий [30]:

- 1) приховані резерви; 2) резервний капітал; 3) капітальні резерви; 4) статутний капітал.

Підприємства у своїх внутрішніх документах можуть установлювати інший порядок, якщо це не суперечить законодавству.

Відбиття у балансі непокритих збитків означає, що всі наявні в підприємства джерела їх покриття вже вичерпано. Єдиним виходом з такої ситуації, який залишається у підприємства, є спроба одержати санаційний прибуток з метою його спрямування на покриття збитків.

Санація балансу полягає в покритті відображених у балансі збитків і створенні необхідних резервів за рахунок одержання санаційного прибутку. Економічний зміст санації балансу – приведення розміру статутного (номінального) капіталу підприємства у відповідність до реального обсягу майна, що йому відповідає. При цьому збитки для акціонерів виникають не в момент зменшення номінального капіталу, а тоді, коли підприємство зазнало збитків унаслідок господарсько-фінансової діяльності. Балансовий курс корпоративних прав при цьому досягає позначки 100% або перевищує її. Це дає можливість формально підвищити кредитоспроможність підприємства та в подальшому залучити фінансові ресурси шляхом додаткової емісії акцій.

Санація балансу за рахунок санаційного прибутку доцільна лише за умови вичерпання всіх інших можливостей покриття балансових збитків, тобто після спрямування на це всіх відкритих і прихованих резервів.

Санаційний прибуток – це прибуток, який виникає внаслідок [30]:

- 1) викупу підприємством власних корпоративних прав за курсом, нижчим за номінальну вартість цих прав (дизажіо);
- 2) безкоштовної передачі акцій до анулювання;
- 3) зниження номінальної вартості акцій;
- 4) одержання безповоротної фінансової допомоги.

Складові санаційного прибутку

Дизажіо як складова санаційного прибутку дорівнює різниці між номінальною вартістю корпоративного права та ціною його викупу емітентом. У разі викупу власних корпоративних прав за курсом, нижчим за їхню номінальну вартість, санаційний прибуток дорівнює різниці між величиною дизажіо та затратами, пов'язаними з процедурою викупу прав і зменшенням статутного капіталу. Викуп акцій власної емісії може здійснюватися або за цінами, встановленими рішенням загальних зборів акціонерів, або за цінами, які склалися на ринку. В обох випадках санаційний прибуток виникає лише тоді, коли ціна викупу нижча за номінальну вартість. При санації шляхом викупу емітентом акцій власної емісії акціонерне товариство, незважаючи на незадовільне фінансове становище, повинно мати у своєму

розпорядженні достатньо ліквідних коштів, необхідних для виплат власникам акцій.

Дизажіо можна розглядати як один із видів емісійного доходу, що згідно з законодавством [3, п. 5.3.7] не є об'єктом оподаткування.

Якщо корпоративні права подаються до анулювання безкоштовно, то санаційний прибуток дорівнює номінальній вартості поданих до анулювання прав за мінусом витрат, пов'язаних зі зменшенням статутного капіталу.

У разі зниження номінальної вартості всіх випущених акцій без повернення акціонерам різниці між старою і більш нижчою новою вартістю їхнього пакета санаційний прибуток дорівнює різниці між загальною номінальною вартістю 100%-пакета корпоративних прав до і після зниження номінальної вартості акцій за мінусом витрат, пов'язаних зі зменшенням статутного капіталу.

Важливою складовою санаційного прибутку є безповоротна фінансова допомога підприємству, що перебуває в фінансовій кризі. Безповоротна фінансова допомога – це сума коштів, переданих підприємству на умовах, які не передбачають відповідної компенсації або повернення таких коштів. Вона може здійснюватися:

- акціонерами шляхом цільових внесків, що здійснюються на добровільних засадах, для покриття збитків і проведення санації;
- кредиторами у разі повного або часткового списання заборгованості, у тому числі під час укладання мирової угоди;
- іншими зацікавленими в санації підприємства особами.

Завдяки санації балансу створюються можливості для подальшого залучення фінансових ресурсів шляхом додаткової емісії акцій.

Задачі

Задача 3.1

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.

Розрахуйте приріст власного капіталу підприємства за звітний період у розрізі окремих статей.

Задача 3.2

Розрахуйте балансовий курс акцій підприємства та курс на основі розрахунку капіталізованої вартості, якщо середньорічний чистий

прибуток підприємства дорівнює 70 тис. грн, а ставка капіталізації – 10%. Структуру власного капіталу підприємства наведено в табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Структура власного капіталу

Статті I розділу пасиву	Вартість, тис. грн
Статутний капітал	900
Додатковий вкладений капітал	225
Інший додатковий капітал	-
Резервний капітал	35
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	265
Неоплачений капітал	-
Вилучений капітал	(110)
Усього, власний капітал	1315

Задача 3.3

Загальні збори акціонерного товариства прийняли рішення про збільшення статутного капіталу підприємства з 40 до 50 млн грн шляхом додаткової емісії акцій. На кожні чотири “старі” акції було вирішено випустити одну акцію додаткової емісії. Перед збільшенням статутного капіталу ринковий курс однієї акції номінальною вартістю 100 грн становив 150 грн. Курс емісії – 125 %. Визначте емісійний дохід емітента та середній ринковий 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?

Задача 3.4

Акціонерне товариство згідно з рішенням загальних зборів акціонерів з метою збільшення статутного капіталу шляхом збільшення кількості акцій існуючої номінальної вартості відкрило підписку на акції додаткової емісії за ціною 1000 грн. Акції додаткової емісії були випущені у такому співвідношенні: 4 “нові” акції на 10 “старих”. На день оголошення про початок розміщення додаткової емісії ринковий курс акції становив 1227,5 грн. Визначте ціну однієї акції додаткової емісії для “старого” акціонера та інвестора, який не був акціонером на день оголошення про додаткову емісію акцій.

Задача 3.5

Підприємство, акції якого котируються на біржі, випустило 3 акції додаткової емісії за ціною 2500 грн на 10 “старих”. Напередодні емісії акції продавалися за ціною 3220 грн. Визначте курс переважного права на підписку і ціну, що повинен заплатити інвестор, який не має “старих” акцій, для купівлі однієї акції додаткової емісії.

Задача 3.6

Акціонерне товариство має статутний капітал, що складається з 16 тис. акцій номінальною вартістю 100 грн. Ринковий курс однієї акції становить 220 грн. Керівництво АТ вважає, що рівень капіталізації підприємства недостатній. Тому загальні збори акціонерів прийняли

рішення про збільшення статутного капіталу шляхом зарахування капітальних резервів до його складу на суму 400 тис. грн з подальшим безкоштовним розміщенням додатково емітованих акцій між акціонерами. Акціонер, власник 100 акцій, бажає одержати 30 “нових” акцій. Які затрати він понесе?

Задача 3.7

Акціонерне товариство має статутний капітал у розмірі 700 тис. грн, що складається з 20 тис. акцій. Ринковий курс зафіксувався на позначці 50,35 грн за акцію. На загальних зборах акціонерів прийнято рішення про збільшення статутного капіталу шляхом збільшення кількості акцій за рахунок реінвестування прибутку на величину 120 тис. грн. Акціонер, власник 105 “старих” акцій, бажає одержати у своє володіння 20 акцій додаткової емісії. Яку суму коштів для цього він повинен мати?

Задача 3.8

Акціонер володіє пакетом акцій, який становить 20% статутного капіталу акціонерного товариства. Статутний капітал АТ дорівнює 500 тис. грн і складається з 10 тис. акцій. Ринковий курс акції зафіксувався на позначці 75 грн. Загальними зборами акціонерів прийнято рішення про збільшення статутного капіталу на 250 тис. грн шляхом збільшення кількості акцій, що перебувають в обігу. Курс емісії дорівнює номінальній вартості акції. Яку суму коштів має витратити зазначений акціонер, щоб збільшити в ході розміщення акцій додаткової емісії свою частку в статутному капіталі до 30%?

Задача 3.9

Акціонер володіє пакетом акцій, який становить 25% статутного капіталу акціонерного товариства, що дозволяє йому блокувати прийняття ключових рішень. Статутний капітал АТ дорівнює 500 тис. грн і складається з 10 тис. акцій. Ринковий курс акції зафіксувався на позначці 140 %. Загальними зборами акціонерів прийнято рішення про збільшення статутного капіталу на 30 % шляхом збільшення кількості акцій, що перебувають в обігу. Курс емісії дорівнює номінальній вартості акції. Якщо в зазначеного акціонера відсутні вільні кошти, то яку частку в статутному капіталі він зможе залишити за собою, продавши свої переважні права і купивши на виручені гроші акції додаткової емісії?

Задача 3.10

Статутний фонд відкритого акціонерного товариства «Омега» складається з 70 тис. простих акцій номінальною вартістю 10,75 грн. Ринковий курс акцій на організованому ринку цінних паперів дорівнює 17,64 грн. Потреба підприємства у капіталі становить 247,5 тис. грн, яку планується покрити за рахунок додаткової емісії простих акцій та їх відкритого публічного розміщення через андеррайтера. Визначте структуру погашення потреби у капіталі, вартість переважного права на придбання однієї акції, а також очікуваний середній ринковий курс акцій після проведення додаткової емісії, якщо акції нової емісії розміщуються

за такими курсами емісії (або обґрунтуйте неможливість проведення цієї господарської операції): 1) 10,0 грн; 2) 12,5 грн; 3) 15,0 грн; 4) 17,5 грн; 5) 20,0 грн.

Задача 3.11

Статутний капітал акціонерного товариства становить 10 млн грн. Прийнято рішення про зменшення статутного капіталу шляхом конверсії акцій у співвідношенні 5:3. Оскільки 12% акціонерів не подали свої акції до конверсії, їхні акції було анульовано. Натомість у процесі конверсії на дану кількість акцій у відповідному співвідношенні були емітовані акції, які в подальшому реалізували на біржі за курсом 125%. Розрахуйте розмір компенсації для акціонерів, які не подали свої акції до обміну у процесі конверсії.

Аналітичні завдання

Завдання 3.1

Відкрите акціонерне товариство «Гамма» проводить господарську операцію щодо збільшення статутного капіталу шляхом публічного розміщення простих акцій нової емісії. Емісія акцій здійснюється у співвідношенні 9:4. Акції розміщуються за курсом емісії 125 % із використанням послуг андеррайтера. На момент проведення господарської операції власний капітал ВАТ «Гамма» характеризується даними, наведеними в табл. 3.3.

Визначте вплив господарської операції на власний капітал ВАТ «Гамма» та складіть 1-й розділ пасиву балансу підприємства після завершення публічного розміщення “нових” акцій, якщо результати відкритої підписки на акції такі:

- 1) номінальна вартість акції товариства – 10 грн;
- 2) накладні витрати на оплату емітентом послуг андеррайтера становлять відповідно до договору 2,5 % виручки від розміщених акцій;
- 3) надійшли заявки від інвесторів на придбання 77,5 % простих акцій;
- 4) на момент завершення відкритої підписки 70 % передплатників оплатили акції повністю за курсом емісії, решта – 80 % від емісійної вартості акцій;
- 5) усі розрахунки в процесі проведення відкритої підписки проводились винятково грошовими коштами.

Таблиця 3.3

Структура власного капіталу ВАТ «Гамма»

Власний капітал	До емісії, грн	Після емісії, грн
Статутний капітал	900 000	
Додатковий вкладений капітал	43 831	
Інший додатковий капітал	84 414	
Резервний капітал	281 380	
Нерозподілений прибуток	48 375	
Неоплачений капітал	-	
Вилучений капітал	-	
Усього за розділом I пасиву	1 358 000	

Завдання 3.2

ВАТ «Альфа» з метою підтримання ринкового курсу акцій, що становить 90 %, прийняло рішення щодо зменшення статутного капіталу шляхом об'єднання акцій у співвідношенні 4:3. Акціонерам запропоновано альтернативу: обмін у співвідношенні 1:1 за умови здійснення доплати у розрахунку 1,75 грн за кожну акцію номінальною вартістю 7,00 грн. Накладні витрати на проведення операції дорівнювали 8,75 тис. грн. Власний капітал ВАТ «Альфа» характеризується даними, наведеними в табл. 3.4.

Визначте, яким чином зміниться власний капітал ВАТ «Альфа», якщо 25 % акціонерів віддали перевагу альтернативному варіанту об'єднання акцій, а всі операції здійснено повністю і винятково у грошових коштах. Розрахуйте ринковий курс акцій, що встановиться після повного завершення конверсії акцій, якщо на зміну курсу вплинув лише факт зменшення статутного капіталу, інші фактори впливу на курс залишилися без змін.

Таблиця 3.4

Структура власного капіталу ВАТ «Альфа»

Власний капітал	До емісії, грн	Після емісії, грн
Статутний капітал	700 000	
Додатковий вкладений капітал	-	
Інший додатковий капітал	24 500	
Резервний капітал	-	
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	(48 000)	
Неоплачений капітал	-	
Вилучений капітал	-	
Усього за розділом I пасиву	676 500	

4. ВНУТРІШНІ ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ

Внутрішні джерела фінансування – це фінансові ресурси підприємства, джерелом формування яких є операційна та інвестиційна діяльність і наявність котрих не пов'язана із залученням ресурсів на ринку капіталу. При внутрішньому фінансуванні капітал, що був вкладений в необоротні та оборотні активи (за винятком грошових еквівалентів), вивільняється і трансформується в ліквідні кошти у вигляді частини виручки від реалізації та інших доходів, які залишаються на підприємстві після сплати всіх податків. Класифікацію внутрішніх джерел фінансування наведено на рис. 4.1.

Самофінансування є основним внутрішнім джерелом фінансування. Воно пов'язано з реінвестуванням прибутку у відкритій або прихованій формі.

Тезаврація прибутку (або відкрите самофінансування) – це спрямування прибутку на формування власного капіталу підприємства з метою фінансування інвестиційної і операційної діяльності. Величина

тезаврації відповідає обсягу чистого прибутку, який залишився в розпорядженні підприємства після сплати всіх податків і нарахування дивідендів. Тезаврований прибуток відображають в пасиві балансу за такими статтями: нерозподілений прибуток; резервний капітал; статутний капітал. В активі він може бути спрямований на фінансування будь-яких майнових об'єктів: оборотних і необоротних, короткострокових і довгострокових. При тезаврації прибутку, як правило, підвищується курс корпоративних прав підприємства.

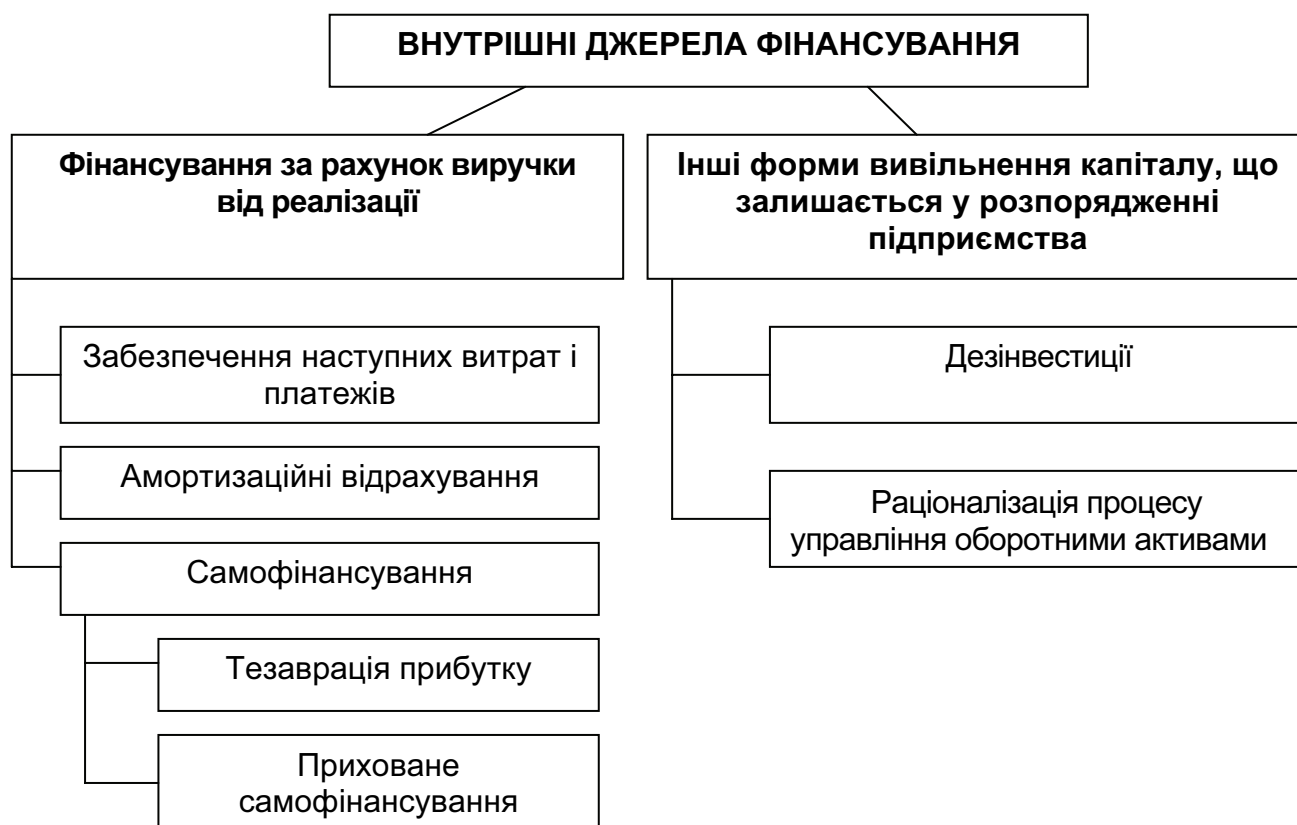


Рис. 4.1. Класифікація внутрішніх джерел фінансування

Приховане самофінансування пов'язано з використанням прихованого прибутку. Виникнення прихованого (в економічному розумінні) прибутку здійснюється у результаті формування прихованих резервів. *Приховані резерви* – це частина власного капіталу підприємства, яка жодним чином не відображена в його балансі. Отже, в результаті формування прихованих резервів обсяг власного капіталу, відображеного у фінансовій звітності підприємства, буде меншим, ніж це є насправді.

Існують два способи формування прихованих резервів у балансі:

1) недооцінка активів (передчасне списання окремих активів, застосування прискореної амортизації, незастосування індексації основних фондів, використання методу LIFO при оцінці запасів тощо);

2) переоцінка зобов'язань (наприклад, за статтями «Забезпечення наступних витрат і платежів», «Поточні зобов'язання із внутрішніх розрахунків» тощо).

Величина прихованих резервів в активі балансу дорівнює різниці між балансовою вартістю окремих майнових об'єктів підприємства і їхньою реальною вартістю. Для акціонерних товариств, акції яких котируються на біржі, величину прихованих резервів можна оцінити різницею між ринковим курсом акцій та їхнім балансовим курсом.

У складі **забезпечень наступних витрат і платежів** (II розділ пасиву балансу) відображають 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 [7]. За економічним змістом забезпечення (окрім коштів цільового фінансування) можна віднести до позикового капіталу підприємства з невизначеними строками та сумами погашення. *Ефект фінансування за рахунок забезпечень* проявляється завдяки існуванню часового розриву між моментами їх формування (нарахування) та використання. *Забезпечення наступних витрат і платежів* можна розглядати як один із інструментів прихованого фінансування.

Амортизація основних фондів і нематеріальних активів – це поступове віднесення витрат на їх придбання, виготовлення або поліпшення, на зменшення скоригованого прибутку платника податку на прибуток у межах норм амортизаційних відрахувань [3, п. 8.1]. Стандартом [10] і законом [3] встановлено кілька бухгалтерських і податкових методів амортизації.

Ефект фінансування завдяки амортизації виникає в результаті специфічного виду реструктуризації активів: заморожені в необоротних активах фінансові ресурси вивільняються і залишаються на розрахунковому рахунку підприємства у вигляді відповідної частин виручки від реалізації. У результаті спрямування амортизаційних відрахувань на фінансування реальних інвестицій проявляється так званий *ефект розширення потужностей*, або ефект Логмана - Рушті [25]. Цей ефект є наслідком незбігу періоду вивільнення капіталу, авансованого в необоротні активи, що амортизуються, з періодом вибуття зношених активів із виробничого процесу. Здебільшого авансований капітал повертається на підприємство швидше, ніж виникає потреба в оновленні засобів.

Індикатором спроможності до фінансування за рахунок внутрішніх джерел можуть служити показники, що розраховуються на основі показників чистих грошових потоків:

1. *Коефіцієнт тривалості погашення заборгованості*, що визначається шляхом ділення суми позикового капіталу, зменшеної на суму грошових коштів, їхніх еквівалентів, поточних фінансових інвестицій і чистої реалізаційної вартості поточної дебіторської заборгованості, на операційний чистий грошовий потік. Цей коефіцієнт показує, скільки періодів потрібно підприємству при даному рівні операційного Cash-flow, щоб розрахуватись зі своїми боргами за рахунок результатів операційної діяльності.

2. *Коефіцієнт самофінансування інвестицій*, що визначається шляхом ділення величини операційного Cash-flow на величину чистих інвестицій, що дорівнюють сумі приросту нематеріальних активів, основних засобів і довгострокових фінансових інвестицій. Цей коефіцієнт показує частку інвестицій, профінансовану за рахунок внутрішніх джерел.

3. *Незалежний чистий грошовий потік (Free Cash-flow)* – це алгебраїчна сума операційного й інвестиційного чистих грошових потоків. Він характеризує здатність підприємства забезпечити операційну діяльність і планові інвестиції за рахунок внутрішніх фінансових джерел. Надлишок додатного значення Free Cash-flow може бути використаний на виплату дивідендів, погашення позичок, викуп власних корпоративних прав. Від'ємне значення Free Cash-flow показує, що для здійснення запланованих видатків підприємство має потребу у зовнішньому фінансуванні.

Задачі

Задача 4.1

Визначте чистий грошовий потік від операційної діяльності підприємства за звітний період непрямим методом, виходячи з таких даних:

1. Чистий прибуток від операційної діяльності – 100 тис. грн.
2. Надходження від емісії акцій – 250 тис. грн, з яких на збільшення статутного капіталу було спрямовано 200 тис. грн.
3. Надходження від емісії облігацій – 50 тис. грн.
4. Підприємство нарахувало дивіденди 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 4.2

Визначте Free Cash-flow (перед фінансуванням), виходячи з таких даних:

1. Величина операційного чистого грошового потоку – 100 тис. грн.
2. Надходження від емісії облігацій – 60 тис. грн.
3. Підприємство нарахувало та виплатило дивіденди 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 4.3

Розрахуйте, 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 чистий грошовий потік за звітний період становив 500 тис. грн;
- 2) довгострокові зобов'язання – 750 тис. грн;

- 3) поточні зобов'язання – 900 тис. грн;
- 4) поточні фінансові інвестиції на кінець звітного періоду – 30 тис. грн;
- 5) грошові кошти і їхні еквіваленти на кінець періоду – 50 тис. грн;
- 6) резерв сумнівних боргів – 40 тис. грн;
- 7) дебіторська заборгованість – 200 тис. грн.

5. ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА ПІДПРИЄМСТВ

5.1. Суть та основні поняття дивідендної політики

Дивідендна політика – це набір цілей і завдань, які ставить перед собою керівництво підприємства в області розподілу чистого прибутку, а також сукупність методів і засобів їх досягнення.

Дивіденди – частина чистого прибутку, розподілена між учасниками (власниками) відповідно до частки їх участі у статутному капіталі підприємства. *Маса дивіденду* – це сума коштів, що за рішенням власників спрямовується на виплату дивідендів. Слід зазначити, що акціонерне товариство не має права оголошувати і виплачувати дивіденди у таких випадках [18, ст. 158]:

- 1) до повної оплати всіх випущених акцій за ціною, не меншою за номінальну;

- 2) при зменшенні вартості чистих активів до розміру, що є меншим за суму статутного та резервного капіталу.

Резерв дивідендів – частина власного капіталу (нерозподіленого прибутку минулих років) підприємства, яка резервується в роки з високим обсягом чистого прибутку з метою забезпечення стабільного рівня дивідендних виплат у роки з недостатнім рівнем прибутковості. Резерв дивідендів також використовують для забезпечення дивідендних виплат за привілейованими акціями.

Сукупний дохід власника корпоративних прав включає суму отриманих дивідендів і приріст ринкової вартості належних йому корпоративних прав підприємства.

Оптимізація дивідендної політики полягає в пошуку оптимального співвідношення між частиною чистого прибутку, що виплачується у вигляді дивідендів, і тією частиною, яка реінвестується, з метою максимізації сукупного доходу власників корпоративних прав.

Політика дивідендних виплат – складова дивідендної політики підприємства, яка визначає ефективні з погляду менеджменту підприємства пропорції розподілу чистого прибутку у формі грошових виплат на користь власників корпоративних прав і формування нерозподіленого прибутку, що збільшує капіталізацію підприємства, а отже, і ринкову вартість корпоративних прав.

5.2. Основні концепції дивідендної політики

Концепція про іррелевантність* дивідендної політики (Ф. Модільяні, М. Міллер, 1961 р.)

Суть цієї концепції полягає в такому: немає зв'язку між сумою сплачених дивідендів і ринковим курсом акцій, оскільки курс акцій визначається нинішніми та майбутніми доходами підприємства, а також потенціалом його зростання. Весь прибуток необхідно реінвестувати, дивіденди не виплачувати. При цьому акціонери максимізують доходи здебільшого в результаті зростання курсу акцій. Правило використання прибутку відповідно до цієї концепції полягає в такому: спрямовувати на виплату дивідендів слід лише ту частину прибутку, яку неможливо ефективно реінвестувати.

Концепція про пріоритетність дивідендів (М. Гордон, Дж. Лінтнер, 1962 - 63 рр.)

Суть цієї концепції, яка ще має назву «синиця в руках» полягає в такому: факт виплати дивідендів впливає на вартість корпоративних прав. Це обумовлено тим, що ряд інвесторів, зокрема дрібні акціонери, віддають перевагу реальним дивідендам, які є менш ризикованими порівняно з майбутніми доходами від зростання курсу. Ринковий курс акцій визначається теперішньою вартістю очікуваних доходів на ці акції, які включають усі майбутні дивіденди, а також очікувану виручку від реалізації акцій. Очікувану ринкову вартість простої акції з постійним темпом приросту дивідендів можна оцінити за формулою Гордона

$$P_0 = D_0 (1+q) / (k - q), \quad (5.1)$$

де D_0 – останній сплачений дивіденд попереднього року;

q – постійний темп приросту дивідендів;

k – норма дохідності акцій, яку вимагають акціонери.

Зростання дивідендів досить часто сприймають як сигнал до того, що підприємство працює успішно, і навпаки, зменшення рівня дивідендів може свідчити про фінансові проблеми підприємства. Саме тому вважається, що виплата дивідендів є пріоритетнішою, ніж реінвестування.

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, їхнього інформаційного забезпечення тощо. Саме тому фінансовий менеджер має проаналізувати всю сукупність факторів дивідендної політики і

* Від irrelevant (англ.) – те, що не стосується справи, нейтральний.

виробити найоптимальнішу для конкретного підприємства дивідендну стратегію.

5.3. Основні методи виплати дивідендів

Метод стабільних дивідендів. Абсолютна величина грошових дивідендів не прив'язується до фактичних фінансових результатів за звітний період і відповідає встановленому рівню дохідності корпоративних прав, що забезпечує найбільшу інформаційну впевненість акціонерів щодо очікуваного рівня своїх доходів.

Політика стабільних дивідендів домінує в практиці країн із розвинутим вторинним ринком цінних паперів. Це обумовлено тим, що стабільні дивіденди відповідають інтересам стратегічних інвесторів, які вкладають кошти в корпоративні права підприємства на тривалий період, і навпаки, обмежують можливості біржових спекулянтів, оскільки курс корпоративних прав при такій дивідендній політиці матиме тенденцію до стабілізації або навіть поступового зростання.

Водночас за наявності у підприємства додаткових можливостей виплати більшої величини грошових дивідендів менеджери такого підприємства віддають перевагу оголошенню екстра-дивідендів, а не збільшенню величини регулярних дивідендів. Це забезпечує формування в учасників ринку капіталу очікувань такої самої величини грошових дивідендів і в наступних періодах.

Метод гнучкої дивідендної політики (метод стабільного дивідендного виходу). Цей метод ураховує те, що на відміну від облігацій корпоративні права є більш ризикованими вкладеннями, і тому винагородою за ризик має бути відповідний дохід, який коливається залежно від рівня прибутковості підприємства. Саме тому розмір грошових дивідендних виплат прив'язують до абсолютної величини фінансових результатів підприємства у звітному фінансовому періоді, за який виплачуються дивіденди, шляхом затвердження величини коефіцієнта дивідендних виплат.

Недолік такого методу дивідендних виплат полягає у невизначеності щодо очікуваних доходів акціонерів. Це, у свою чергу, негативно впливає на ринковий курс корпоративних прав такого підприємства. Розглянутий метод (як і метод залишкових дивідендних виплат) можна рекомендувати підприємству, структура власності якого стабільна, а акціонерів можна кваліфікувати як стратегічних інвесторів (інвесторів, що активно реалізують політику корпоративного контролю над підприємствами). Це стосується, наприклад, товариств з обмеженою відповідальністю, акціонерних товариств закритого типу тощо.

Метод стійкого приросту дивідендів полягає в стійкому прирості грошових виплат (дивідендів). Основними перевагами використання цього методу є формування позитивного іміджу на ринку капіталу, спрощення доступу до фінансових ресурсів шляхом розміщення

наступних емісій корпоративних прав. Це стосується новостворених підприємств. Однак така політика грошових дивідендних виплат через обмеженість зростання абсолютної величини підсумкового фінансового результату – чистого прибутку підприємства – може бути реалізована лише протягом чітко обмеженого періоду часу (не більше 10 років).

Компромісна дивідендна політика. Щорічні рішення щодо грошових дивідендних виплат розглядаються та приймаються, зважаючи на такі чинники: потреба у капіталі для фінансування інвестиційних проектів з додатним NPV; уникнення рішення про скорочення абсолютної величини грошових дивідендних виплат; уникнення емісії нових корпоративних прав; підтримка оптимальної структури капіталу; забезпечення цільового рівня коефіцієнта дивідендних виплат (DPR).

5.4. Ефективність дивідендної політики

Ефективна дивідендна політика – це дивідендна політика, за якою забезпечуються:

- усунення або мінімізація принципал-агент конфлікту [30] як поміж окремими власниками, так і поміж власниками, менеджерами, кредиторами;

- максимізація сукупного доходу власників корпоративних прав підприємства;

- зростання ринкової вартості підприємства.

З метою кількісної оцінки ефективності дивідендної політики підприємства застосовують здебільшого такі відносні показники:

1. *Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію*, який розраховується шляхом ділення суми чистого прибутку (після виплати дивідендів за привілейованими акціями) на кількість простих акцій, що перебувають в обігу.

2. *Дивіденд на одну просту акцію*, що розраховується шляхом ділення суми оголошених грошових дивідендів на кількість простих акцій, що перебувають в обігу.

3. *Дивідендна дохідність (рентабельність) простої акції* – це відношення абсолютної величини нарахованих грошових дивідендів за звітний період до ринкової вартості акції на момент придбання.

4. *Дохідність (рентабельність) простої акції* – це відношення суми абсолютної величини нарахованих грошових дивідендів за звітний період і приросту ринкової вартості акції за той самий період до ринкової вартості корпоративних прав на початок звітного періоду.

5. *Коефіцієнт дивідендних виплат* – це відношення маси дивіденду до суми чистого прибутку підприємства або відношення дивіденду на одну просту акцію до чистого прибутку на одну акцію.

6. *Коефіцієнт цінності акції* – це відношення ринкового курсу акції до чистого прибутку на одну акцію.

Задачі

Задача 5.1

Визначте чисту суму дивідендів, яку одержить акціонер, що володіє пакетом акцій, який становить 10 % статутного капіталу акціонерного товариства, за наявності таких даних: статутний капітал АТ – 100 тис. грн (5000 акцій номінальною вартістю 20 грн); власний капітал АТ – 250 тис. грн; податок на прибуток підприємства – 30 тис. грн; маса дивіденду – 50 тис. грн.

Задача 5.2

Загальні збори акціонерного товариства на пропозицію правління прийняли рішення про подрібнення акцій у співвідношенні 1 : 5 та зменшення розміру статутного капіталу з 15 до 12 млн грн шляхом викупу і анулювання акцій. Номінальна вартість акцій до їх подрібнення становила 15 грн, ринкова – 30 грн. Визначте дивіденди на одну акцію, які отримають акціонери в результаті здійснення зазначених операцій, і кінцевий ринковий курс акцій.

Задача 5.3

Чистий прибуток підприємства за рік становив 17 000 тис. грн. Прийнятна для акціонерів норма доходу – 17%. Існують два варіанти відновлення матеріально-технічної бази підприємства, які подані в табл. 5.1. Яка дивідендна політика більш прийнятна з погляду максимізації сукупного доходу акціонерів?

Таблиця 5.1

Умови для відновлення матеріально-технічної бази підприємства

Показники	1-й варіант	2-й варіант
Частка чистого прибутку, що реінвестується, %	50	20
Річний темп приросту прибутку, %	8	3

Задача 5.4

Підприємство одержало в звітному році чистий прибуток у розмірі 1 млн грн. У майбутньому можна продовжувати роботу у тому ж режимі, отримуючи ту ж саму величину чистого прибутку або реінвестуючи частину прибутку на умовах, наведених у табл. 5.2. Якій альтернативі слід віддати перевагу з метою максимізації сукупного доходу акціонерів?

Таблиця 5.2

Умови реінвестування частини прибутку

Частка чистого прибутку, що реінвестується, %	Темп приросту прибутку, що досягається, %	Норма прибутку, яку потребують акціонери, %
0	0	10
10	6	14
20	9	14
30	11	18

Задача 5.5

Визначте на підставі наведених даних розмір дивідендів ВАТ «Емітент» на одну просту акцію номінальною вартістю 10 грн. Інформацію про власний капітал підприємства подано в табл. 5.3.

У плановому періоді очікується реалізація інвестиційних проектів із додатних NPV, на фінансування яких планується спрямувати суму 527325,5 грн за наявної величини чистого прибутку звітного фінансового року 665625,5 грн. Підприємство дотримується залишкового принципу визначення розміру грошових дивідендних виплат.

Таблиця 5.3

Структура власного капіталу ВАТ «Емітент»

I розділ пасиву балансу	На кінець звітного періоду, грн
Статутний капітал	1 500 000,0
Додатковий вкладений капітал	189 357,5
Інший додатковий капітал	165 886,0
Резервний капітал	458 384,0
Нерозподілений прибуток	768 322,0
Неоплачений капітал	(124 356,2)
Вилучений капітал	(91 250,0)
Власний капітал	2 866 343,3

Задача 5.6

Статутний капітал підприємства, сформований лише із простих акцій становить 500 тис. грн. Усі емітовані акції перебувають в обігу. За результатами діяльності у звітному році оподатковуваний прибуток підприємства дорівнював 170 тис. грн. На формування фонду дивідендних виплат спрямовано 40 % чистого прибутку. Підприємство реалізовує політику стабільних дивідендів зі ставкою 10 %. Визначте за наведеними даними, чи може підприємство за рахунок сформованого фонду дивідендних виплат реалізувати вибрану дивідендну політику у звітному році.

Аналітичні завдання

Завдання 5.1

Визначте на підставі наведених даних абсолютну величину зміни статутного капіталу ВАТ «Акціонерне», пропорції розподілу “нових” акцій і нерозподілений прибуток звітного фінансового року (з урахуванням виплати привілейованих дивідендів), якщо на формування резервного капіталу передбачено відрахування у розмірі 10% чистого прибутку. Оголошений статутний капітал товариства, сформований із 110 000 акцій, становить 880,0 тис. грн. Врахуйте, що в обігу перебувають 10 000 привілейованих акцій зі ставкою дивідендів у розмірі 25 %. За результатами фінансово-господарської діяльності у звітному фінансовому році чистий прибуток товариства становив 500 тис. грн, з яких за рішенням загальних зборів акціонерів

на виплату дивідендів за простими акціями спрямовано 20 % чистого прибутку у формі додаткової емісії акцій.

Завдання 5.2

Визначте, виходячи із наведених даних, розмір дивідендів на одну просту акцію, фонд дивідендних виплат (за простими акціями), а також сукупний дохід власників корпоративних прав ВАТ «Емітент» на момент виплати дивідендів. Статутний капітал товариства сформовано із 100 тис. акцій номінальною вартістю 15 грн кожна. На момент фіксації реєстру власників іменних цінних паперів в обігу перебували всі випущені акції. Середній ринковий курс корпоративних прав товариства становив 32,75 грн. Умовами проспекту емісії привілейованих акцій, сукупна частка яких у статутному капіталі дорівнює 6 %, зафіксовано такі ставки дивідендних виплат: за привілейованими акціями серії А (2000 штук) – 32 %; серії В (4000 штук) – 28 %. За результатами оголошення грошових дивідендів у розмірі 340 000 грн ринковий курс корпоративних прав підприємства на дату виплати дивідендів зріс до 37,20 грн.

Завдання 5.3

Визначте на підставі даних, наведених у табл. 5.4, метод дивідендних виплат, реалізацію якого доцільно оголосити ВАТ «Інвестор», за умови, що грошові дивіденди за результатами фінансового року планується виплачувати виключно із чистого прибутку відповідного року. Підприємство планує провести поступову реструктуризацію виробничих потужностей, для фінансування якої необхідно 15 575 тис. грн. З метою підтримання цільового значення коефіцієнта фінансового ризику на рівні 1,45 підприємство планує розмістити купонні облигації строком на 15 років, від розміщення яких очікується надходження 7100 тис. грн. Підприємство не планує здійснювати додаткову емісію корпоративних прав, тому решту потреби в інвестиційному капіталі необхідно покрити за рахунок нерозподіленого прибутку відповідного року.

На основі аналізу дивідендної політики аналогічних підприємств фінансовий менеджер пропонує альтернативні методи, затвердження яких за розрахунками не приведе до суттєвого падіння ринкового курсу корпоративних прав підприємства:

- 1) метод стабільного розміру дивідендів (3,5 %);
- 2) метод стабільного зростання розміру дивідендів (2,25 % із щорічним приростом на 0,25 %);

Таблиця 5.4

Вихідні дані для визначення методу дивідендних виплат, тис. грн

Показник	Роки									
	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й	6-й	7-й	8-й	9-й	10-й
Статутний	7500	7500	7500	7500	7500	7500	7500	7500	7500	7500
Очікуваний чистий прибуток	820	880	960	1020	1090	1180	1240	1240	1240	1240

3) метод стабільного дивідендного виходу (на рівні 25 % від чистого прибутку);

4) метод стабільних дивідендів (2 %) з екстра-дивідендами (2 %) після стабілізації розміру очікуваного прибутку.

6. ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВА ЗА РАХУНОК ПОЗИКОВОГО КАПІТАЛУ

Фінансування за рахунок позикових ресурсів – це надання грошових коштів капіталодавцями на умовах строковості, зворотності та платності. У відносинах позики капіталодавець набуває статусу кредитора.

Кредитор – юридична або фізична особа, яка має підтверджені належними документами грошові вимоги до боржника.

На рис. 6.1 наведено джерела формування позикового капіталу підприємства. Позикові ресурси залежно від тривалості терміну, на який вони залучені, поділяються на короткострокові (до 12 місяців) та довгострокові (понад 12 місяців) зобов'язання.

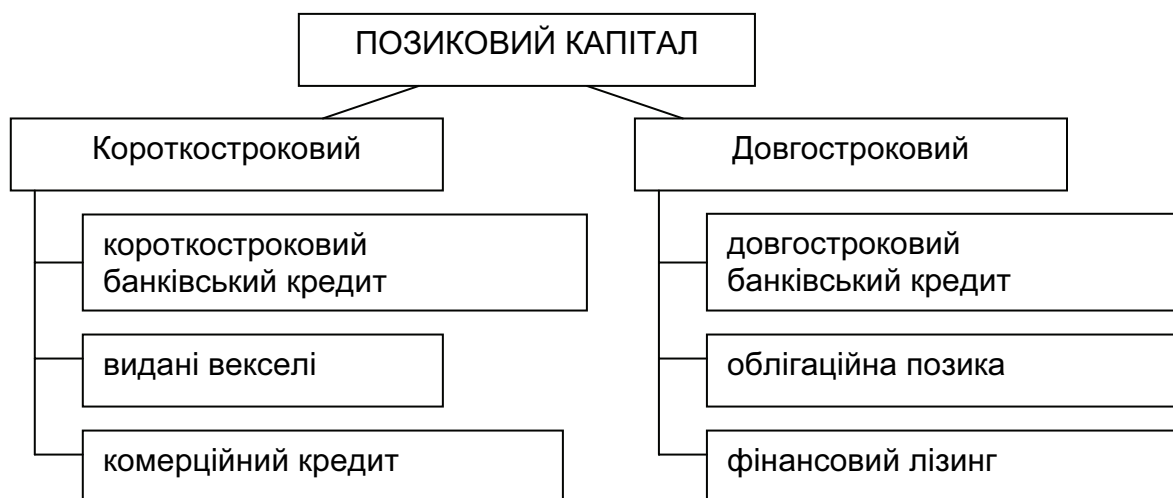


Рис. 6.1. Джерела формування позикового капіталу

Вартість залучення позикових ресурсів – це виражене у відсотках відношення суми коштів, яку необхідно сплатити за використання певного обсягу фінансових ресурсів, до цього обсягу. В узагальненому вигляді вартість залучення визначається за формулою

$$k_{\text{ПР}} = \frac{\text{Витрати}_\text{із}_\text{залучення}_\text{позикових}_\text{ресурсів}}{\text{Сума}_\text{позикових}_\text{ресурсів}} (1 - C_{\text{ин}}) \cdot 100\%, \quad (6.1)$$

де $C_{\text{ин}}$ – ставка податку на прибуток;

$(1 - C_{\text{ин}})$ – податковий мультиплікатор, що враховує ефект “податкового щита”, який виникає в результаті віднесення витрат на обслуговування позикових ресурсів на зменшення податкових зобов'язань підприємства з податку на прибуток.

Основним джерелом зовнішнього фінансування підприємства за рахунок позикового капіталу є банківський кредит.

Банківський кредит – це позикові ресурси, що надаються банком-резидентом або нерезидентом, кваліфікованим як банківська установа згідно із законодавством країни перебування нерезидента, у позику юридичній або фізичній особі на визначений строк для цільового використання та на умовах платності та забезпеченості.

Передумовою надання банківського кредиту є оцінка кредитоспроможності позичальника.

Ефективна ставка відсотка за банківським кредитом, яка характеризує реальний відносний рівень витрат, пов'язаних із залученням коштів, розраховується за формулою [19]

$$r_e^B = \frac{i}{\left(1 - \frac{Z}{S_B}\right)} (1 - C_{nn}), \quad (6.2)$$

де i – номінальна ставка відсотка, %;

S_B – сума банківського кредиту, тис. грн;

Z – сума витрат, пов'язаних із залученням кредиту, тис. грн.

6.1. Облігаційна позика

Облігація – це борговий цінний папір, що засвідчує внесення його власником грошових коштів і підтверджує зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного папера в передбачений строк з виплатою доходу, порядок визначення якого передбачається умовами випуску.

Вартість залучення емітентом позикових ресурсів за рахунок емісії облігацій визначається величиною ефективної ставки відсотка, яка характеризує відносний рівень витрат, пов'язаних із залученням коштів, і розраховується за формулою [19, 30]

$$r_e^{em} = \frac{i + D/n'}{k_E \left(1 - \frac{Z}{k_E}\right)} (1 - C_{HP}) \cdot 100\%, \quad (6.3)$$

де i – номінальна ставка відсотка за облігаціями, %;

D – дисконт, %; дисконт – це від'ємна різниця між курсом придбання цінного папера та курсом його погашення без урахування нарахованих на момент придбання відсотків;

n' – розрахункова тривалість періоду обігу облігацій, яка дорівнює n , якщо погашення облігацій буде здійснюватися наприкінці періоду їх обігу, або $(n+1)/2$, якщо погашення облігацій буде здійснюватися щорічно однаковими частками;

n – період обігу облігацій, роки;

k_E – курс емісії облігацій, %;

Z – одноразові накладні витрати, пов'язані з емісією облігацій, виражені у відсотках до загальної номінальної вартості облігацій, %.

Ефективність вкладення коштів інвестором в облігації визначається ефективною ставкою відсотка, яка характеризує реальну ставку дохідності за інвестиційними вкладеннями, і розраховується за формулою [30]

$$r_e^{in} = \frac{i + D / n}{k_E} 100 \% \cdot \quad (6.4)$$

Витрати, пов'язані із залученням коштів на основі емісії облігацій складаються з поточних виплат доходів за облігаціями і одноразових накладних витрат.

Одноразові накладні витрати становлять у середньому 4 – 7 % від номінальної вартості емісії і включають:

- 1) оплату послуг аудиторів щодо засвідчення кредитоспроможності емітента;
- 2) виплату комісійних андеррайтеру – фінансовому посереднику;
- 3) витрати на обов'язкове опублікування інформації про випуск облігацій;
- 4) сплату державного мита за реєстрацію інформації про емісію цінних паперів;
- 5) витрати на друкування сертифікатів цінних паперів (при документарній формі випуску) або оплату послуг депозитарія (при бездокументарній формі);
- 6) витрати на додаткове забезпечення власних зобов'язань за облігаційною позицією шляхом укладення зі страховою компанією договору страхування ризику непогашення облігаційних зобов'язань.

Усі витрати емітента, пов'язані з емісією і обігом облігацій, згідно з [3] підлягають включенню до валових витрат підприємства-емітента.

Основні переваги фінансування підприємства на основі емісії облігацій такі:

- диверсифікація кредиторів;
- залучення коштів на довгостроковий період;
- податкові переваги.

Для інвестора облігації як об'єкт вкладення коштів є менш ризикованими порівняно з акціями.

До основних недоліків цього інструменту фінансування відносять:

- порівняно високий рівень накладних витрат, пов'язаних з випуском облігацій;
- ризик сплати завищених відсотків, передбачених умовами випуску облігацій, у разі зменшення ставок на ринку капіталів;
- труднощі ведення переговорів з капіталодавцями через значну кількість власників облігацій і широку географію їх знаходження (у разі необхідності пролонгації строків погашення).

6.2. Комерційний кредит

Комерційний кредит – це форма кредиту, яка характеризує відносини позики між двома суб'єктами господарської діяльності та має два основних різновиди:

1) аванси одержані, що виникають у результаті одержання авансів у розрахунок наступних поставок продукції (робіт, послуг);

2) товарний кредит, що має місце при одержанні товарів з відстрочкою платежів.

Основною метою надання товарних кредитів є стимулювання збуту продукції та прив'язка окремих перспективних клієнтів до постачальника. Суть товарного кредиту – надання відстрочки платежу і знижок до базової ціни за умови розрахунку за наданий товар в обумовлений термін. Платою за користування товарним кредитом є втрачений дохід покупця в разі невикористання знижки та сплати за базовою ціною.

Ефективну ставку відсотка для позичальника за товарним кредитом можна розрахувати за формулою [30]

$$r_e^{TK} = \frac{SK}{z - h} \cdot 360, \quad (6.2)$$

де SK – величина знижки, %;

h – період дії знижки, дні;

z – тривалість відстрочки платежу, дні.

Товарний кредит доцільно використовувати в тому разі, коли відсоткова ставка за його використання буде меншою, ніж ставка за банківський кредит, який підприємство може отримати на аналогічний період.

Задачі

Задача 6.1

Корпоративні облігації емітуються з номінальною ставкою відсотка, що дорівнює 12%. Відсотки нараховуються і виплачуються щорічно (1 раз у рік). Курс емісії дорівнює 80% від номінальної вартості. Період обігу – 10 років з погашенням за курсом 110%. Одноразові накладні витрати, пов'язані з емісією і розміщенням облігацій, дорівнюють 4% від номінальної вартості облігаційної позики. Визначте ефективну ставку відсотка з залучення коштів для підприємства-емітента і ефективну ставку відсотка з вкладення коштів для інвесторів для різних варіантів погашення: 1) наприкінці періоду обігу; 2) щорічно однаковими частками.

Задача 6.2

Прийнято рішення про емісію конвертованих облігацій ВАТ “Омега”. Статутний капітал становить 1 млн грн і складається із простих акцій номінальною вартістю 10 грн. Загальна номінальна

вартість облігаційної позики становить 500 тис. грн. Облігації розміщуються за номінальною вартістю, що дорівнює 50 грн.

Яку кількість конвертованих облігацій може придбати акціонер, який є власником 10%-пакета акцій, скористувавшись своїм переважним правом? Яку кількість акцій додаткової емісії він отримає при конвертації зазначених облігацій, якщо коефіцієнт конвертації дорівнює 1?

Задача 6.3

ВАТ «Емітент» випустило та розмістило на ринку цінних паперів 60 тис. облігацій із нульовим купоном номінальною вартістю 25 грн кожна. Термін обігу облігацій дорівнює п'яти рокам. Облігації розміщувалися з дисконтом за курсом емісії 78 %. Визначте, виходячи з наведених даних, суму, яку підприємство-емітент корпоративних облігацій може віднести на витрати.

Задача 6.4

Два постачальника пропонують підприємству постачання аналогічної продукції за такими умовами:

1-й постачальник. Знижка до базової ціни 5% за негайний наявний платіж при можливій відстрочці платежу на два місяці.

2-й постачальник. Знижка до базової ціни 7% при здійсненні розрахунків протягом перших 10 днів після надходження товарів на склад клієнта. При цьому можлива відстрочка платежу – три місяці.

Якого постачальника слід вибрати підприємству і чому?

Задача 6.5

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 дорівнюватиме 5 %. При здійсненні оплати за фактом (протягом двох робочих днів з моменту надходження сировини) знижка до базової ціни становитиме 3 %. Річна ставка відсотка за короткостроковими банківськими кредитами – 35 %. Визначте найоптимальніший варіант покриття потреби в капіталі для фінансування придбання сировини.

7. ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ РЕОРГАНІЗАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ

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* майна, коштів, прав та обов'язків підприємству- правонаступнику від підприємства-правопередника [30]. Згідно з [2, ст. 19] реорганізація господарського товариства відбувається за рішенням вищого органу товариства.

На рис. 7.1 зображено основні напрямки та види реорганізації підприємств і схеми, що наглядно демонструють відмінності між окремими її видами.

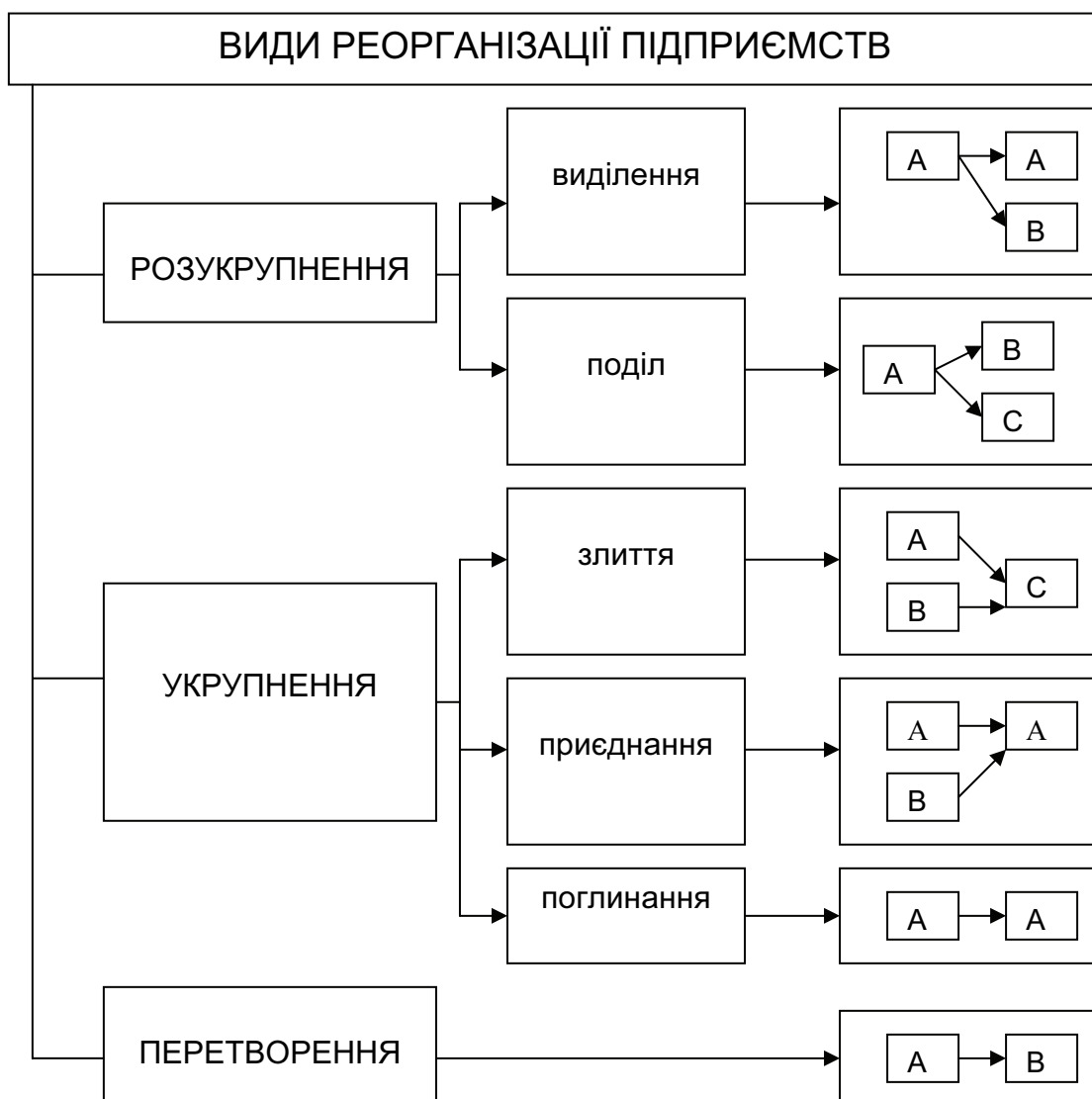


Рис. 7.1. Напрямки та види реорганізації

Розукрупнення підприємства (стиснення корпорацій) здійснюється шляхом поділу або виділення.

При виділенні підприємство, що реорганізується, зберігає статус юридичної особи і є єдиним правонаступником щодо права на назву, торгову марку, бренд тощо. Частина активів і зобов'язань правопередника передається кільком правонаступникам.

При розукрупненні шляхом поділу підприємство, що реорганізується, припиняє свою діяльність, а на його базі створюються кілька підприємств- правонаступників.

Реорганізація, спрямована на **укрупнення**, здійснюється у формах злиття, приєднання та поглинання.

Злиття – об'єднання підприємств шляхом створення нової юридичної особи (правонаступника), в результаті якого настає

припинення діяльності підприємств-правопопередників, а всі належні їм майнові права та зобов'язання передаються до підприємства- правонаступника.

Види злиття:

- *горизонтальне* – об'єднання підприємств, що функціонують на аналогічному або суміжному ринку, яке призводить до збільшення монополістичної сили новоствореного підприємства;

- *вертикальне* – об'єднання підприємств, між якими існують господарські зв'язки на умовах вертикальної кооперації за принципом замкненого технологічного циклу;

- *конгломератне (діагональне)* – об'єднання підприємств необтяжених господарською, фінансовою та/або технологічною залежністю підприємств;

- *концентричне* – об'єднання підприємств, між якими існують господарські зв'язки на умовах горизонтальної кооперації, спрямоване на закриття технологічного циклу на основі спільних базових технологій, виробничого процесу та/або цільового ринку.

Приєднання – припинення діяльності одного підприємства як юридичної особи та передача належних йому майнових прав і зобов'язань до іншого підприємства- правонаступника.

Поглинання (аквізиція) – отримання контролю одним підприємством над чистими активами та діяльністю другого підприємства шляхом скуповування його контрольного пакета корпоративних прав на вторинному ринку цінних паперів.

У результаті класичної аквізиції підприємство-об'єкт поглинання зберігає статус юридичної особи та існуючу організаційно-правову форму, проте змінюються власники, що контролюють підприємство.

Можливі варіанти поглинання з наступним приєднанням підприємства-об'єкта поглинання до підприємства-покупця.

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 і обов'язки колишнього підприємства.

Під час реорганізації здійснюється обмін корпоративних прав підприємства-правопопередника на корпоративні права підприємства- правонаступника у співвідношенні, яке визначається у договорі про реорганізацію [17]. Базою визначення пропорцій обміну корпоративних прав здебільшого є: при укрупненні підприємств – ринкова вартість підприємств, що реорганізуються; при розукрупненні підприємств – сума основних засобів, якими наділяються підприємства- правонаступники.

Задачі

Задача 7.1

Збори учасників ТОВ «Альфа» прийняли рішення про його поділ на два товариства у співвідношенні 70 : 30. Баланс ТОВ «Альфа» до реорганізації подано у табл. 7.1.

Скласти розподільний баланс підприємства за умови, що в процесі реорганізації було проведено переоцінку основних засобів на 20 % і списано безнадійну дебіторську заборгованість на суму 30 тис. грн.

Таблиця 7.1

Баланс ТОВ «Альфа» до реорганізації

Актив	Сума, тис. грн	Пасив	Сума, тис. грн
Основні засоби	500	Статутний капітал	420
Запаси і витрати	150	Додатковий капітал	60
Дебіторська заборгованість	130	Резервний капітал	70
Грошові кошти	20	Зобов'язання	250
Баланс	800	Баланс	800

Задача 7.2

Прийнято рішення про злиття двох відкритих акціонерних товариств «Альфа» та «Бета» зі створенням нового відкритого акціонерного товариства «Гамма». Номінальна вартість акцій ВАТ «Альфа» дорівнює 25 грн, ВАТ «Бета» – 50 грн. Ринкова капіталізація ВАТ «Альфа» становить 2 190 042 грн за ринковим курсом акції 63,15 грн. Ринковий курс акцій ВАТ «Бета» – 79,45 грн, в обігу перебувають 22 500 простих акцій. Новостворене ВАТ «Гамма» випускає акції номінальною вартістю 10 грн для формування статутного капіталу загальною величиною 2000 тис. грн. Вартість чистих активів ВАТ «Альфа» та ВАТ «Бета» становить відповідно 1675,2 і 1032,5 тис. грн.

Визначте пропорції обміну корпоративних прав ВАТ «Альфа» та ВАТ «Бета» на корпоративні права новостворюваного підприємства, якщо базою визначення пропорцій обміну є ринкова капіталізація підприємств, що реорганізуються.

Задача 7.3

Прийнято рішення про реорганізацію товариства з обмеженою відповідальністю «Альфа» шляхом приєднання його до закритого акціонерного товариства «Дельта». Статутний капітал ТОВ «Альфа» сформовано із часток семи учасників, який становить 186,0 тис. грн. Абсолютна величина всіх зобов'язань ТОВ «Альфа» – 1013,0 тис. грн, його власний капітал – 297,0 тис. грн. У разі приєднання товариств корпоративні права ТОВ «Альфа» викуповуються за ціною, що становить 75,0 % їхньої номінальної вартості, за рахунок простих акцій нової емісії ЗАТ «Дельта». Номінальна вартість простих акцій ЗАТ

«Дельта» дорівнює 10 грн. Балансова вартість активів ЗАТ «Дельта» становить 1978,0 тис. грн. Визначте параметри додаткової емісії корпоративних прав ЗАТ «Дельта» та збільшення абсолютної величини статутного капіталу і сукупних активів після проведення приєднання ТОВ «Альфа».

8. ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ

Під фінансовими інвестиціями розуміють активи, які утримуються підприємством з метою збільшення прибутку (процентів, дивідендів тощо), зростання вартості капіталу або інших вигод для інвестора [7].

Під довгостроковими фінансовими інвестиціями розуміють фінансові інвестиції на період понад один рік, а також усі інші інвестиції, які не можуть бути вільно реалізовані у будь-який момент.

Під поточними фінансовими інвестиціями розуміють фінансові інвестиції на термін, що не перевищує один рік, які можуть бути вільно реалізовані в будь-який момент (крім інвестицій, які є еквівалентами грошових коштів).

Розрізняють такі види фінансових інвестицій підприємств за об'єктами вкладення капіталу:

- у статутні фонди інших підприємств (у асоційовані [8] та дочірні [13] підприємства);
- у спільну діяльність [11], у т.ч. зі створенням юридичної особи;
- у дохідні інструменти грошового та фондового ринків (депозитні вклади до банку, акції, боргові цінні папери).

8.1. Оцінка доцільності інвестицій у фінансові активи з фіксованою ставкою дохідності та визначенням строком утримання

Для оцінки доцільності інвестицій у облігації з фіксованою дохідністю, привілейовані акції, депозитні сертифікати, векселі використовують *методи оцінки ефективності інвестиційних проектів*. Розрізняють дві групи методів оцінки ефективності інвестиційних проектів. Перша група ґрунтується на облікових (статичних) оцінках і не враховує факт зміни вартості грошей у часі. Із цієї групи методів практичне значення стосовно оцінки доцільності фінансових інвестицій має лише метод ефективної ставки відсотка. Друга група методів базується на динамічних оцінках, тобто з урахуванням *концепції часової вартості грошей*, яка полягає в тому, що вартість грошей з часом змінюється під впливом трьох основних чинників: зміни купівельної спроможності грошей, призначення коштів як капіталу приносити дохід і ризику неліквідності авансованих коштів. Суть усіх динамічних методів полягає в зіставленні грошових потоків, що генеруються фінансовою інвестицією та приведених на основі дисконтування до теперішнього часу, із сумою первісної інвестиції, яка складається із собівартості

фінансового активу і всіх інших витрат, що безпосередньо пов'язані з його придбанням, з урахуванням норми прибутковості, яку потребують капіталодавці на вкладений капітал. Із цієї групи методів стосовно оцінки доцільності фінансових інвестицій найчастіше використовують методи чистої приведеної вартості (NPV) та внутрішньої норми дохідності (IRR).

8.1.1. Метод ефективної ставки відсотка

Ефективна ставка відсотка за фінансовими інвестиціями – це реальна ставка дохідності (рентабельності) інвестиційний вкладень. Для цілей оцінки доцільності фінансових інвестицій, якщо фінансова інвестиція придбана з дисконтом, ефективна ставка відсотка розраховується за формулою

$$r_e = (r + D / n) / K_E, \quad (8.1)$$

де r – номінальна фіксована ставка відсотка, %;

K_E – собівартість інвестиції (при придбанні на первинному ринку – курс емісії, при придбанні на вторинному ринку – ринковий курс);

D – дисконт, за яким придбана фінансова інвестиція, %; дисконт дорівнює додатній різниці між курсом погашення інвестиції та її собівартістю;

n – строк утримання інвестором фінансового активу.

Якщо фінансова інвестиція придбана з премією, то ефективна ставка відсотка визначається за формулою*

$$r_e = (r - G / n) / K_E, \quad (8.2)$$

де G – премія, з якою придбана фінансова інвестиція, %; премія дорівнює додатній різниці між собівартістю інвестиції та курсом погашення.

Критерій прийняття інвестиційних рішень за методом ефективної ставки відсотка: на основі порівняння ефективної ставки відсотка за кількома альтернативними об'єктами інвестування перевага віддається фінансовій інвестиції з найвищим значенням рентабельності інвестиційних вкладень.

8.1.2. Чиста приведена вартість (NPV)

Метод чистої приведеної вартості ґрунтується на порівнянні величини первісної інвестиції з вартістю грошових надходжень, що генерує фінансова інвестиція за строк її обігу або строк її утримання інвестором, приведених до теперішнього часу, тобто до моменту здійснення інвестиції. Чиста приведена вартість обчислюється за формулою

* Формули (8.1) і (8.2) використовуються для випадку, коли погашення фінансової інвестиції здійснюється в кінці періоду її обігу.

$$NPV = PV - SI, \quad (8.3)$$

де PV – теперішня приведена вартість доходів, що генеруються інвестицією;

SI – сума первісної інвестиції.

Правило прийняття інвестиційних рішень за методом NPV: якщо $NPV > 0$, то інвестування у фінансовий актив доцільне; якщо $NPV < 0$, то недоцільне.

8.1.3. Внутрішня норма прибутковості (IRR)

Метод внутрішньої норми прибутковості інвестицій передбачає обчислення показника норми рентабельності інвестиції IRR, що дорівнює коефіцієнту дисконтування, при якому чиста приведена вартість інвестиції дорівнює нулю. Внутрішня норма прибутковості інвестиції визначається шляхом розв'язання такого рівняння:

$$NPV = PV - SI = \sum_{i=1}^n CF_i / (1 + IRR)^i - SI = 0. \quad (8.4)$$

Пошук розв'язку рівняння (8.4) у загальному випадку здійснюється за допомогою ітераційного методу.

Правило прийняття інвестиційних рішень за методом IRR: фінансова інвестиція вважається доцільною, якщо її внутрішня норма прибутковості IRR більша, ніж середня ставка прибутковості за альтернативними вкладеннями на ринку капіталів. За наявності декількох альтернативних об'єктів інвестування перевага віддається тому об'єкту інвестицій, в якого внутрішня норма прибутковості вища.

8.1.4. Моделі теперішньої приведеної вартості для облігацій

Теперішня приведена вартість купонної облігації (з періодичною сплатою відсотків) розраховується за формулою

$$PV = \sum_{i=1}^{nm} [(N \cdot r/m) / (1+k/m)^i] + N / (1+k/m)^{nm}, \quad (8.6)$$

де N – номінальна вартість облігації, грн;

r – номінальна ставка відсотка, %;

k – коефіцієнт, який визначає ставку дисконтування і дорівнює нормі прибутковості, яку потребують інвестори – утримувачі облігацій;

m – кількість нарахувань і виплат купонного доходу за рік;

n – період обігу облігації.

Теперішня приведена вартість дисконтної облігації розраховується за формулою

$$PV = N / (1+k)^n. \quad (8.7)$$

8.2. Дюрація

Інвестор, вкладаючи кошти у цінні папери з фіксованою ставкою дохідності, наприклад у купонні облигації, бере на себе ризик зміни процентних ставок на ринку капіталу. Для оцінки цього ризику та його нейтралізації розраховують фінансовий показник дюрації.

Дюрація – це середньозважений період, протягом якого інвестор може отримати початкову суму фінансових вкладень.

Показник дюрації обчислюють за формулою

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n t \cdot CF_t (1+k)^{-t}}{\sum_{t=1}^n CF_t (1+k)^{-t}}, \quad (8.8)$$

де t – порядковий номер періоду здійснення платежу;

CF_t – чистий грошовий потік від інвестицій у періоді t ;

k – коефіцієнт, який характеризує ринкову ставку дисконту за аналогічними фінансовими вкладеннями.

Чим ближче величина дюрації до планового періоду вкладання коштів, тим меншим є ризик зміни відсоткових ставок.

8.3. Оцінка доцільності інвестицій у корпоративні права

Рішення стосовно інвестування в фінансові активи з невизначеними нормою прибутковості та строком інвестування (прості акції, інші види корпоративних прав) приймаються на основі фундаментального і технічного аналізів акцій.

Технічний аналіз акцій – це аналіз тенденцій зміни цін та обсягів торгівлі цінними паперами в минулому для передбачення зміни цін у майбутньому. Завдяки побудові кривих розвитку курсової вартості, аналізу ринкових індексів і рейтингів 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.

Мета фундаментального аналізу – визначення реальної вартості акції, що розраховується на основі аналізу найважливіших кількісних та якісних показників діяльності підприємства-емітента. До основних якісних факторів, що впливають на реальну вартість акцій і на вартість підприємства в цілому, належать якість менеджменту, наявність ноу-хау, спроможність до інновацій, ситуація на ринку тощо. До основних кількісних факторів, що впливають на реальну вартість акцій, належать теперішні та потенційні показники прибутковості, величина та структура витрат, структура капіталу, рівень дивідендних виплат тощо. В процесі фундаментального аналізу розраховують такі фінансові показники, які характеризують реальну вартість акції: 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; відношення ринкового курсу до показника чистого грошового потоку в розрахунку на одну акцію.

Прийняття рішень щодо доцільності інвестування коштів здійснюється на основі порівняння зазначених показників за різними можливими об'єктами інвестування, а також за ряд минулих періодів.

Визначення реальної вартості акцій у процесі фундаментального аналізу пов'язано з розрахунком їхньої *внутрішньої вартості*, яка визначається шляхом розрахунку теперішньої вартості всіх майбутніх доходів інвестора, що генеруються цією акцією за весь період її утримання. Доходи, що генерує акція, можуть бути у вигляді потоку дивідендів, приросту курсової вартості та ціни переважних прав на придбання акцій додаткової емісії.

8.3.1. Моделі оцінки внутрішньої вартості акцій

Внутрішня (реальна) вартість акції при утриманні її інвестором на визначений період, по закінченні якого він її продасть на вторинному ринку цінних паперів, розраховується за формулою

$$PV = \sum_{i=1}^n d_i / (1+k)^i + K_m / (1+k)^n, \quad (8.9)$$

де d_i – дивіденд i -го року;

k – коефіцієнт, який характеризує ринкову ставку дисконту за аналогічними фінансовими вкладеннями;

K_m – ринкова вартість акції на момент продажу;

n – кількість років утримання інвестором акції.

Внутрішня (реальна) вартість акції при вкладанні коштів на невизначений період обчислюється за формулою

$$PV = \sum_{i=1}^{\infty} d_i / (1+k)^i. \quad (8.10)$$

Оскільки інвестор не має можливості здійснити прогноз потоку дивідендів на нескінчений період часу, то при розв'язанні практичних задач цей період розбивають на два. Перший період, у якому існує можливість здійснити прогноз дивідендних виплат, становить кілька років. Цей період носить назву доступного для огляду часового горизонту. Другий період – це нескінчений період часу, на протязі якого дивіденди або мають незмінний розмір, що дорівнює величині останнього дивіденду першого періоду, або припускається річний приріст дивідендів із постійним темпом приросту. Нескінчений потік дивідендів другого періоду заміняється так званою термінальною величиною [28]. Розрахунок термінальної величини здійснюється за формулою (8.11), якщо припускається, що у другому періоді розмір дивіденду постійний, або

(8.12), якщо потік дивідендів другої групи зростає з постійним темпом приросту.

Внутрішня (реальна) вартість акції, яка утримується інвестором на невизначено тривалий період і має стабільний рівень дивідендів, визначається за формулою “довічної ренти”

$$PV = \sum_{i=1}^{\infty} d / (1+k)^i = d / k. \quad (8.11)$$

Внутрішня (реальна) вартість акції, яка придбана інвестором у безстрокове володіння та має рівень дивідендів, що збільшуються з постійним темпом приросту, обчислюється за формулою Гордона

$$PV = d_0 (1 + q) / (k - q), \quad (8.12)$$

де d_0 – останній сплачений дивіденд на акцію;

q – постійний темп приросту дивідендів.

Проблематика практичного використання наведених формул полягає у точності прогнозування грошових потоків і правильності визначення ставки дисконтування.

Критерій доцільності інвестування в корпоративні права (на основі фундаментального аналізу): якщо реальна (внутрішня) вартість акції нижча за її поточну ринкову ціну, то така акція є переоціненою, курс її завищений і, отже, вкладати кошти в такі акції не слід; і навпаки, якщо реальна (внутрішня) вартість акції перевищує її поточну ринкову ціну, то така акція є недооціненою, курс – заниженим і, отже, в такі акції можна вкладати кошти.

8.4. Методи оцінки фінансових інвестицій при їх відображенні у фінансовій звітності

Первісна оцінка фінансових інвестицій і відображення їх у бухгалтерському обліку здійснюються за собівартістю [11, п. 4]. Собівартість складається з ціни придбання, комісійних винагород, мита, податків, зборів, обов'язкових платежів та інших витрат, безпосередньо пов'язаних з придбанням фінансової інвестиції. Якщо придбання фінансових інвестицій здійснюється шляхом обміну на цінні папери власної емісії або інші активи, то собівартість фінансової інвестиції визначається за справедливою вартістю цих паперів або активів [11, п. 5, 6].

Справедлива вартість – це сума, за якою можна здійснити обмін активу (або оплату зобов'язання) в результаті операції між поінформованими, зацікавленими та незалежними сторонами. Для цінних паперів справедливою вартістю є поточна ринкова вартість на фондовому ринку або при її відсутності – експертна оцінка [13].

Для оцінки та відображення фінансових інвестицій на дату балансу згідно зі Стандартом [11] використовують кілька методів залежно від

об'єкта інвестицій і його цільового призначення. Фінансові інвестиції, що придбані та утримуються винятково для продажу, обліковуються за справедливою вартістю або собівартістю. Фінансові інвестиції, що утримуються до їх погашення, обліковуються за амортизованою собівартістю фінансових інвестицій. Фінансові інвестиції в асоційовані та дочірні підприємства і в спільну діяльність із створенням юридичної особи обліковуються за методом участі в капіталі, окрім тих, що придбані винятково для продажу протягом 12 місяців.

Метод участі в капіталі – метод обліку інвестицій, згідно з яким балансова вартість інвестицій відповідно збільшується або зменшується на суму збільшення або зменшення частки інвестора у власному капіталі об'єкта інвестування [11, п.12]. При цьому одночасно балансова вартість фінансових інвестицій зменшується на суму визнаних дивідендів від об'єкта інвестування.

Задачі

Задача 8.1

Підприємство планує здійснити фінансові вкладення в облигації зі строком погашення 4 роки. Облігації можна придбати з дисконтом у 20 %, фіксована ставка відсотка за облигаціями – 16 % річних. Нарахування відсотків здійснюється за кожне півріччя. Обсяг фінансових інвестицій – 90 тис. грн, комісійна винагорода фінансового посередника за придбання та зберігання облигацій – 1 % від їхньої номінальної вартості (сплачується одночасно з придбанням облигацій). Ринкова відсоткова ставка за аналогічними вкладеннями дорівнює 20 %. Провести оцінку доцільності інвестиційних вкладень у ці облигації, застосувавши всі можливі динамічні методи оцінки.

Задача 8.2

Підприємство планує вкласти тимчасово вільні кошти в державні облигації з нульовим купоном, що розміщуються з дисконтом 25%. Номінальна вартість облигації – 5 тис. грн. Погашення – через 2 роки. Оцініть доцільність вкладення коштів у даний цінний папір, якщо прийнятну норму прибутку керівництво підприємства оцінює на рівні 12%.

Задача 8.3

Оцініть ризик зміни відсоткових ставок за допомогою показника дюрації для вкладення коштів у розмірі 90 тис. грн в облигації державної позики з терміном погашення 2 роки. Облігації можна придбати за ринковим курсом, що становить 90%. Фіксована відсоткова ставка дорівнює 12% річних від номінальної вартості з щорічною виплатою купонного доходу. Середня ставка прибутковості на ринку становить 10%.

Задача 8.4

Визначте поточну вартість облигації номінальною вартістю 1000 грн, купонною ставкою 9% річних і строком погашення 5 років, якщо ринкова норма прибутку дорівнює 16%.

Задача 8.5

Визначте поточну вартість безкупонної облигації номінальною вартістю 5 тис. грн і строком погашення 25 років, якщо ринкова норма прибутку дорівнює 12%.

Задача 8.6

Визначте прийнятну для інвестора поточну ціну безстрокової облигації, якщо річний дохід, що виплачується за нею, становить 1000 грн, а ринкова прибутковість – 12%.

Задача 8.7

На ринку пропонуються купонні облигації номінальною вартістю 1000 грн, номінальна річна відсоткова ставка становить 10%, за якою нараховується і сплачується купонний дохід 1 раз у рік, термін погашення облигацій – 5 років. Визначте прийнятну для інвестора поточну ціну облигації: 1) при первинному розміщенні, якщо середньоринкова відсоткова ставка становила 14%; 2) через 2 роки (вторинне розміщення), якщо за цей час середньоринкова відсоткова ставка зросла на 2%-пункта.

Задача 8.8

Визначте поточну вартість привілейованої акції номінальною вартістю 100 грн і величиною дивіденду 9% річних, якщо ринкова норма прибутку дорівнює 12%.

Задача 8.9

Останній виплачений дивіденд за акцією становив 1 грн. Очікується, що він буде зростати протягом наступних трьох років з темпом 14%, потім темп приросту стабілізується на величині 5%. Визначте ціну акції прийнятну для інвестора, якщо ринкова норма прибутку 15%.

Задача 8.10

Чотири роки тому компанія платила дивіденд у розмірі 0,90 грн за акцію. Останній виплачений дивіденд склав 1,84 грн. Очікується, що такий же середньорічний темп приросту дивідендів збережеться й у наступні п'ять років, після чого стабілізується на рівні 7%. Поточна ринкова ціна акції 35 грн. Чи варто купувати цю акцію, якщо необхідна норма прибутку становить 19%?

Задача 8.11

Підприємство планує вкласти тимчасово вільні кошти в акції, що котируються на фондовому ринку. Прийнятну норму прибутковості за операціями такого типу керівництво оцінює в 20%. За результатами досліджень, проведених аналітичним відділом підприємства, ринкова ціна акцій, намічених до придбання, постійно зростає протягом декількох років. На момент ухвалення рішення про вкладення коштів є інформація про акції, намічені до придбання, яку наведено в табл. 8.1.

Оцініть доцільність вкладення коштів в акції на 2 роки та на невизначено тривалий термін.

Таблиця 8.1

Вихідні дані для оцінки доцільності вкладення коштів в акції

Вид цінного папера	Номинальна ціна, грн	Ринковий курс, %		Останній виплачений дивіденд, грн	Примітки
		на момент ухвалення рішення	через 2 роки (прогноз)		
Акція А	1,50	120	135	0,30	Рівень дивідендів постійний
Акція Б	10,00	185	200	4,55	Темп приросту дивідендів дорівнює 5% за рік

Задача 8.12

Оцініть ринковий курс акції, за якою щорічно виплачується дивіденд у розмірі 10 грн, з урахуванням різних стратегій інвестора:

1) інвестор не збирається продавати акцію і буде утримувати її нескінченно довго;

2) інвестор продасть акцію через 2 роки.

Норма прибутковості за аналогічними фінансовими інструментами, що обертаються на ринку, оцінюється на рівні 20 %.

Задача 8.13

Підприємство за останній рік виплатило дивіденди по 0,50 грн за акцію. Протягом найближчих трьох років темп зростання дивідендів становитиме 8 %. У подальшому (без обмеження часу) дивіденди будуть зростати з темпом 4%. Оцініть ринкову вартість акції цього підприємства, якщо її прибутковість оцінена на рівні 15%.

При цьому необхідно розглянути три випадки поведінки інвестора:

1) інвестор не збирається продавати акцію і буде утримувати її нескінченно довго;

2) інвестор продасть акцію через 3 роки;

3) інвестор продасть акцію через 5 років.

Задача 8.14

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). Розрахуйте вартість фінансової інвестиції, яка буде відображена в балансі.

Задача 8.15

Підприємство 3 січня 2000 р. придбало облігацію за 950 грн номінальною вартістю 1000 грн, яка підлягає погашенню через три роки. Річна норма відсотків становить 20 %, відсотки виплачуються щороку 3 січня. Розрахуйте ефективну ставку відсотка за облігацією та балансову вартість інвестиції на дату складання балансу.

Задача 8.16

Визначте собівартість інвестиції, придбаної шляхом обміну:

- 1) на облігації, балансова вартість яких становить 45 тис. грн, номінальна вартість – 50 тис. грн, справедлива вартість – 51 тис. грн;
- 2) на товари, балансова вартість яких дорівнює 10 тис. грн, справедлива вартість – 15 тис. грн.

Задача 8.17

Підприємство А в січні звітного року придбало частку в 30% у статутному капіталі підприємства Б за розрахунковим балансовим курсом корпоративних прав. Статутний капітал підприємства Б 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, обчисліть вартість фінансової інвестиції на початок року, наступного за звітним.

Задача 8.18

Визначте вартість фінансових інвестицій за методом участі в капіталі, якщо в 2000 р. підприємство придбало 40% акцій іншого підприємства за 668 тис. грн. Склад і динаміку власного капіталу асоційованого підприємства протягом року наведено в табл. 8.2.

Чистий прибуток асоційованого підприємства за рік становив 110 тис. грн, сума нарахованих дивідендів – 50 тис. грн. Зростання додаткового капіталу обумовлено дооцінкою необоротних активів. У складі нерозподіленого прибутку прибуток від реалізації товарів підприємству А становить 10 тис. грн.

Таблиця 8.2

Вихідні дані для оцінки вартості фінансових інвестицій

Статті власного капіталу асоційованого підприємства	На 01.01.07 р.	На 31.12.07 р.	Зміни у власному капіталі
Статутний капітал	1000	1000	
Резервний капітал	250	250	
Додатковий капітал	300	360	60
Нерозподілений прибуток	120	180	60
Усього	1670	1790	120

Задача 8.19

У 2007 р. підприємство (інвестор) придбало 55 % акцій іншого підприємства, яке відповідно стає дочірнім. На дату придбання вартість акцій (первісна вартість фінансових інвестицій) становила 700 тис. грн. Склад і динаміку власного капіталу дочірнього підприємства протягом року наведено в табл. 8.3. Чистий прибуток дочірнього підприємства за рік становив 110 тис. грн, з яких 10 тис. грн – прибуток від реалізації товарів материнському підприємству (інвестору). Зростання додаткового капіталу дочірнього підприємства зумовлено дооцінкою необоротних активів. Нараховано 50 тис. грн

дивідендів. Визначте вартість фінансових інвестицій у дочірнє підприємство, яка буде відбита у балансі підприємства-інвестора.

Таблиця 8.3

Склад і динаміка власного капіталу дочірнього підприємства

Статті власного капіталу дочірнього підприємства	На 01.01. 07 р.	На 31.12. 07 р.	Зміни у власному капіталі
Статутний капітал	1000	1000	—
Резервний капітал	250	250	—
Додатковий капітал	300	360	60
Нерозподілений прибуток	120	180	60
Усього	1670	790	120

9. ОЦІНКА ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Одним із ключових напрямків організації фінансової діяльності суб'єкта господарювання, а також необхідним етапом обґрунтування відповідних управлінських фінансових рішень є оцінювання вартості підприємства.

Під вартістю підприємства розуміють вартість діючого підприємства, або вартість 100 %-го пакета корпоративних прав такого підприємства.

Об'єктом оцінки є будь-який об'єкт власності в сукупності з правами, якими наділений його власник. Об'єктами оцінки можуть бути як бізнес в цілому, так і окремі підприємства, фірми, банки, їхні матеріальні та нематеріальні активи, у тому числі земельні ділянки та ін.

Суб'єктами оцінки є професійні оцінювачі (компанії), що володіють практичними навичками і знаннями та мають ліцензію на право здійснення оцінної діяльності.

Необхідність оцінювання вартості підприємства виникає в таких випадках:

- 1) при аналізі інвестиційної привабливості підприємства, у тому числі для обґрунтування операцій на ринку корпоративного контролю, зокрема злиття та поглинання компаній;
- 2) при обґрунтуванні кількісних параметрів укладання реорганізаційних угод, зокрема розподіл майна серед правонаступників, визначення пропорції обміну корпоративних прав, складання передатного або розподільного балансу тощо;
- 3) у процесі формування ліквідаційної маси при ліквідації підприємства та визначення реальної її величини;
- 4) при оцінюванні реальної (ринкової) вартості майна, що пропонується позичальником як кредитне забезпечення;
- 5) при оцінюванні ефективності санації підприємства-боржника;

б) при оцінюванні вартості державних підприємств, що підлягають приватизації, з метою встановлення початкової ціни їх продажу. Законом [4, ст. 7] визначено випадки обов'язкового проведення оцінки майна.

На рис. 9.1 подано основні методичні підходи до оцінки вартості підприємства. У рамках цих підходів розрізняють окремі методи оцінки.

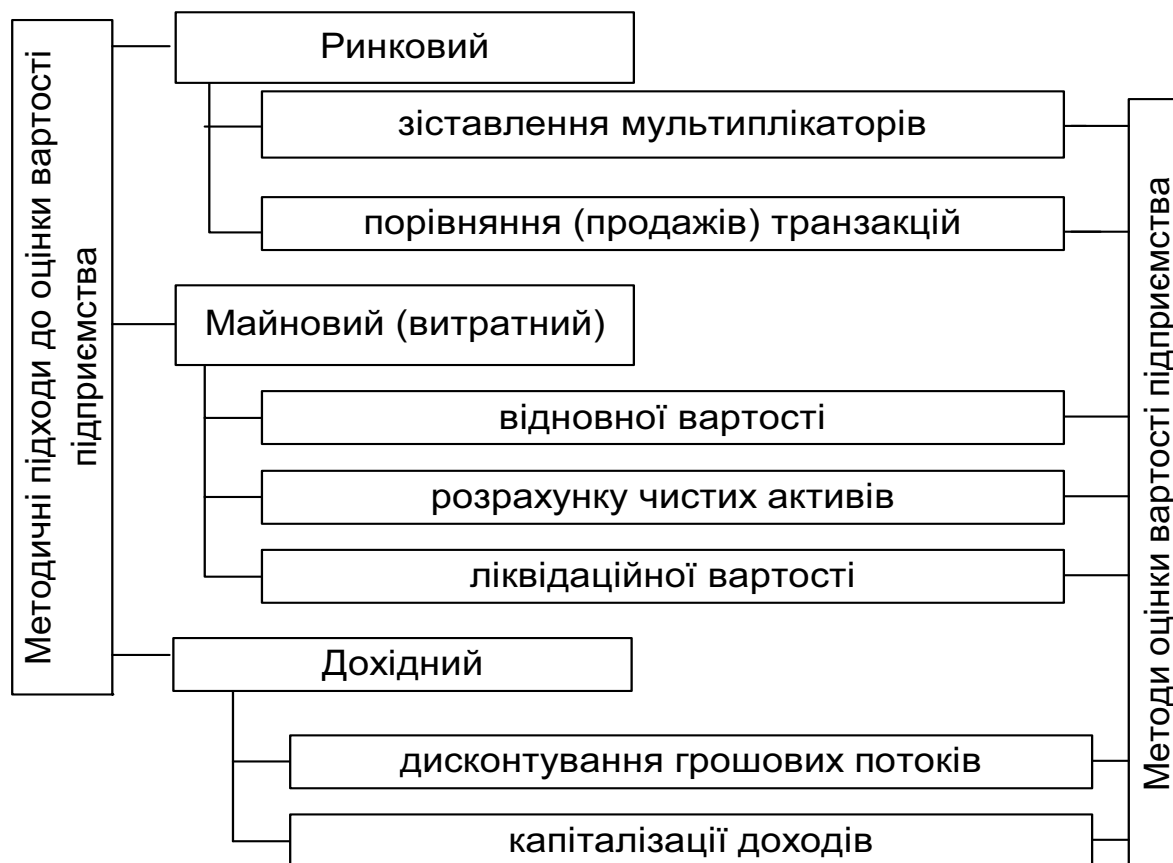


Рис. 9.1. Основні методичні підходи до оцінки вартості підприємства

Ринковий (порівняльний) підхід передбачає розрахунок вартості підприємства, що є об'єктом оцінки, шляхом зіставлення результатів його діяльності з результатами діяльності підприємства, що виступає еталоном порівняння, тобто є так званим бізнес-аналогом.

Підприємство-аналог підбирають з урахуванням критеріїв зіставлення, склад яких визначається умовами оцінки, наявністю необхідної інформації та іншими чинниками. Основними критеріями є галузева схожість, розмір підприємства, перспективи зростання, рівень фінансового ризику, якість управління підприємством.

Основними джерелами інформації при застосуванні цього підходу є дані фондової біржі та позабіржових торговельних систем, на яких мають обіг права власності на подібний бізнес, дані фінансової

звітності підприємств-аналогів, а також інформація про попередні трансакції з корпоративними правами того бізнесу, який оцінюється.

Основними істотними недоліками використання ринкового підходу є ігнорування перспективи розвитку підприємства в майбутньому, досить складне одержання інформації від підприємств-аналогів, а також необхідність складних коригувань проміжних розрахунків і підсумкової величини, що потребують серйозного обґрунтування [21].

Метод зіставлення мультиплікаторів дає змогу оцінити вартість підприємства через зіставлення значень окремих показників аналогічних підприємств. Метод ґрунтується на тезі про рівність окремих мультиплікаторів, розрахованих для підприємств-аналогів. Алгоритм кількісного визначення ринкової вартості підприємства за методом зіставлення мультиплікаторів має такий вигляд:

$$ВПМ = \sum_{i=1}^n A_i \cdot M_i, \quad (9.1)$$

де n – кількість мультиплікаторів, які використовуються для оцінки вартості підприємства;

A_i – абсолютна величина показника, що враховується для оцінки вартості (наприклад, чиста виручка, прибуток, грошовий потік і т.д.), для підприємства, вартість якого оцінюється;

M_i – значення мультиплікатора, яке розраховується на основі аналізу підприємства, використаного як бізнес-аналог.

Як мультиплікатор здебільшого використовують такі показники:

- відношення ринкового курсу корпоративних прав до балансового (M_1);
- відношення ринкової ціни підприємства до операційного Cash-flow (M_2);
- відношення ринкової ціни підприємства до чистого прибутку (M_3);
- відношення ринкової ціни підприємства до чистої виручки від реалізації (M_4).

Принциповим є використання повністю ідентичних методик розрахунку значень мультиплікаторів для підприємства, що оцінюється, й об'єкта порівняння. При оцінці одного підприємства можуть бути використані кілька мультиплікаторів. Вартість підприємства при цьому обчислюється як середньоарифметична вартість, розрахована за кожним мультиплікатором.

Метод порівняння продажів (трансакцій) реалізується шляхом аналізу ринкових цін за операціями купівлі-продажу аналогічних

об'єктів на конкурентному ринку, оскільки робиться припущення, що суб'єкти ринку укладають угоди, виходячи з ринкової вартості на аналогічні об'єкти. Тому через зіставлення ринкового курсу купівлі-продажу підприємств-аналогів і визначається вартість підприємства, що аналізується. Однак внаслідок того, що абсолютних аналогів практично не існує, вартість купівлі-продажу підприємств, що використовуються як аналоги, необхідно скоригувати. Для цього розраховуються спеціальні поправочні коефіцієнти. Так, з метою забезпечення об'єктивності оцінки вартості підприємства знайдена в рамках ринкового підходу вартість підприємства, визначеного як бізнес-аналог, яка коригується на відповідні поправки, що відображають специфічний рівень ризику об'єкта оцінювання, особливості прав власності, емітованих таким підприємством, рівень їх мобільності та додаткові ринкові переваги.

Алгоритм кількісного визначення ринкової вартості підприємства за методом порівняння продажів (транзакцій) має такий вигляд:

$$ВПП = ВПА / К, \quad (9.2)$$

де *ВПА* – вартість підприємства-аналога;

К – загальний поправочний коефіцієнт, що обчислюється як середньоарифметичне значення окремих поправочних коефіцієнтів, якими можуть бути співвідношення величин чистої виручки, чистого прибутку, операційного Cash-flow підприємства-аналога до однойменних величин підприємства-об'єкта оцінки.

До переваг методів порівняння та зіставлення мультиплікаторів слід віднести те, що вони дають можливість одержати реальну ринкову вартість майна, що оцінюється. 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 зазначеними методами доцільно зіставляти з вартістю підприємства, розрахованою за допомогою методів дохідного підходу.

Майновий (витратний) підхід до визначення вартості підприємства ґрунтується на розрахунку суми вартостей усіх активів (основних фондів, запасів, нематеріальних активів тощо), що становлять цілісний майновий комплекс, зменшену на величину зобов'язань. Основним джерелом інформації при цьому є баланс.

Оцінка вартості підприємства на базі витратного підходу основана на так званому принципі субституції, згідно з яким вартість активу не повинна перевищувати ціни заміщення всіх його складових.

Майновий (витратний) підхід знаходить своє найбільше застосування при оцінці об'єктів спеціального призначення, нового будівництва, фондомістких підприємств, підприємств, що мають непрозорі фінансові потоки, а також при оцінці об'єктів з метою їх подальшого страхування. Інформація, що збирається, включає дані

про ціни на земельні ділянки, будівельні специфікації, дані про рівень оплати праці в будівництві, вартість машин і устаткування, про прибуток і накладні витрати будівельних фірм на регіональному ринку і т. ін. Необхідна інформація залежить від специфіки об'єкта оцінки.

Цей підхід складно застосовувати при оцінці унікальних об'єктів, що мають історичну цінність, і об'єктів з великим відсотком фізичного зносу.

Дохідний підхід базується на визначенні теперішньої вартості очікуваних майбутніх доходів (грошових потоків), які виникають у результаті використання майна і можливостей подальшого його продажу, тобто від володіння корпоративними правами підприємства, вартість якого оцінюється. Дохідний підхід є найкращим з погляду врахування головної мети підприємницької діяльності – одержання прибутку.

Метод дисконтування грошових потоків (DCF) оснований на концепції теперішньої вартості очікуваних грошових потоків, які виникають у результаті фінансово-господарської діяльності підприємства. При цьому вартість підприємства визначається як теперішня вартість чистих грошових потоків, які очікуються в результаті здійснення операційної та інвестиційної діяльності такого підприємства. Ця величина зменшується на величину зобов'язань підприємства та збільшується на вартість надлишкових активів.

Надлишкові активи – це частина активів підприємства, які на цей 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. Вартість таких активів оцінюється, виходячи з найкращого альтернативного їх використання.

Вартість підприємства методом DCF обчислюється за формулою

$$ВП_o = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+r)^i} + \frac{ЗВП}{(1+r)^n} + НА - ПК_o, \quad (9.3)$$

де FCF_i – очікуваний незалежний грошовий потік в i -му періоді;

$ЗВП$ – залишкова вартість підприємства за межами прогнозного горизонту;

$НА$ – вартість надлишкових активів;

$ПК_o$ – зобов'язання підприємства на момент оцінки;

n – кількість прогнозних періодів, роки;

r – коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування.

Для здійснення розрахунків за формулою (9.3) слід визначити такі чотири базові величини:

1. Часовий період, на який поширюватимуться розрахунки (прогнозний горизонт).
2. Обсяги очікуваних грошових потоків у розрізі окремих прогнозних періодів.

3. Ставку дисконтування, яка використовується для приведення майбутніх грошових потоків до теперішньої вартості.
4. Залишкову вартість підприємства у постпрогнозний період.

Вибір *прогнозного горизонту*, який ураховується при оцінці вартості підприємства, значною мірою залежить від цілей оцінки. З теоретичного погляду цей період може бути нескінченним, однак на практиці виходять з періоду корисної експлуатації об'єкта. Якщо оцінка здійснюється в рамках прийняття рішення про тимчасове вкладення капіталу в підприємство, 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 оцінювання вартості підприємства на основі дисконтування грошових потоків рекомендується використовувати показник *Free Cash-flow* (*вільний, або незалежний, грошовий потік*), який є сумарною величиною чистих грошових потоків підприємства, що виникають в результаті операційної та інвестиційної діяльності. Прогнозні показники грошових потоків ґрунтуються на прогнозних звітах про фінансові результати та прогнозованому балансі. Очікувані доходи слід обчислювати з урахуванням особливостей діяльності підприємства, перспектив його розвитку, галузевої специфіки та ряду інших економічних факторів. Оцінювач при складанні будь-яких прогнозів прибутку, чистих грошових потоків тощо, а також у процесі інтерпретації (узгодження) результатів повинен дотримуватися принципу розумної обережності оцінок.

Ставка дисконтування характеризує норму прибутку, за якою очікувані грошові потоки приводяться до теперішньої вартості. У ставку дисконтування закладається певна величина, що відповідає премії за ризик інвестування коштів у підприємство, яке оцінюється. Ставка дисконтування зростає зі зростанням ризику: 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*) [21, 30].

WACC показує середню дохідність, яка виплачується підприємством на користь капіталодавців (власників і кредиторів) за використання наданого ними капіталу, і розраховується за формулою

$$WACC = k_{BK} \frac{BK}{K} + (1 - C_{НП}) k_{ПК} \frac{ПК}{K}, \quad (9.4)$$

де k_{BK} – вартість залучення власного капіталу;

$k_{ПК}$ – вартість залучення позикового капіталу;

K – сума капіталу підприємства;

ВК – сума власного капіталу;

ПК – сума позикового капіталу.

Пропонується також розрахунок ставки дисконту як суми двох її основних компонентів:

1) процентної ставки з мінімальним ризиком (або безризикової); її рекомендується розраховувати, виходячи з середньої по ринку дохідності за депозитними вкладеннями; можна брати ставки за гривневими депозитами, скориговані на середньорічні темпи інфляції, 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).

Для об'єктивного прогнозування всіх майбутніх грошових доходів, які можна одержати, вкладаючи кошти в підприємство, слід визначити його *залишкову вартість у постпрогнозний період (вартість реверсії)*. Йдеться про розрахунок величини чистого грошового потоку, який можна отримати в результаті ліквідації підприємства або продажу його корпоративних прав. Зрозуміло, що цей грошовий потік суттєво впливає на теперішню вартість підприємства. Найвідоміші способи розрахунку залишкової вартості:

- 1) на основі визначення ліквідаційної вартості підприємства (вірогідної ціни, за якою можуть бути окремо продані на ринку активи підприємства за вирахуванням витрат, пов'язаних з продажем) – у випадку, якщо за межами прогнозного горизонту очікується банкрутство підприємства;
- 2) шляхом визначення чистих активів на кінець останнього прогнозного періоду, який береться для розрахунків, – у випадку, якщо об'єкт оцінки є стабільно працюючим підприємством, до того ж таким, що має значні матеріальні активи;
- 3) за формулою “довічної ренти” – у випадку, якщо величина грошового потоку, що генерує підприємство у теоретично необмеженому постпрогнозному періоді, є величиною сталою:

$$ЗВП = FCF_p / k, \quad (9.5)$$

де FCF_p – величина Free Cash-flow у постпрогнозний період;

k – коефіцієнт капіталізації, що дорівнює ставці вартості власного капіталу;

- 4) за логікою моделі Гордона, якщо величина грошового потоку у теоретично необмеженому постпрогнозному періоді зростає з постійним темпом приросту, тобто

$$ЗВП = FCF_p / (WACC - g), \quad (9.6)$$

де g – постійний темп приросту грошового потоку.

Усі три розглянуті підходи до оцінки вартості підприємства взаємозалежні. Кожний з них припускає використання різних видів інформації, що одержують на ринку. При виборі підходу перед оцінювачем відкриваються різні перспективи одержання кінцевого результату оцінки. На ідеальному ринку всі три підходи мають привести до однієї й тієї ж величини вартості об'єкта оцінки.

Задачі

Задача 9.1

Використовуючи наведену в табл. 9.1 фінансову інформацію, визначте середньозважену вартість капіталу ВАТ «Альфа».

Таблиця 9.1

Вихідні дані для оцінки середньозваженої вартості капіталу підприємства

Показник	Структура капіталу, %	Вартість капіталу, %
Статутний капітал,	18,5	6,00
у тому числі привілейовані акції	1,5	9,50
Нерозподілений прибуток	16,4	6,00
Резервний капітал	6,5	6,00
Додатковий капітал	3,0	6,00
Усього, власний капітал	44,4	X
Довгострокові банківські позики	8,5	8,50
Облігації	8,0	9,25
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	31,5	5,00
Поточні зобов'язання за розрахунками	7,6	0,00
Усього, позиковий капітал	55,6	X
Усього, пасиви підприємства	100,0	-

Задача 9.2

Визначте, яким чином змінилась середньозважена вартість капіталу підприємства, структуру джерел фінансування котрого наведено у табл. 9.2, після залучення довгострокового банківського кредиту в сумі 200 тис. грн під 28 % річних.

Таблиця 9.2

Вихідні дані для оцінки середньозваженої вартості капіталу підприємства

Пасив	Сума, тис. грн	Вартість капіталу, %
Власний капітал	450	12,00
Поточні зобов'язання за розрахунками	50	0,00
Усього	500	12,00

Задача 9.3

Акціонерне товариство прийняло рішення про довгострокове залучення фінансових ресурсів шляхом облігаційного займу на термін 10 років. Умови первинного розміщення корпоративних облігацій такі:

- номінальна ставка відсотка дорівнює 9%;
- купонний дохід за облігаціями сплачується 1 раз на рік;
- курс емісії – 100 %.

Погашення облігацій відбудеться наприкінці строку їх обігу за номінальним курсом. Одноразові накладні витрати емітента, пов'язані з емісією і розміщенням облігацій, дорівнюють 4% від номінальної вартості облігаційної позики. Структуру джерел фінансування підприємства до прийняття рішення про емісію облігацій наведено у табл. 9.3.

Визначте середньозважену вартість капіталу підприємства після повного розміщення облігацій.

Таблиця 9.3

Вихідні дані для оцінки середньозваженої вартості капіталу підприємства

Пасив	Сума, тис. грн	Вартість капіталу, %
Власний капітал	650	15,50
Довгострокові зобов'язання	-	-
Кредиторська заборгованість за товари	450	20,00
Поточні зобов'язання за розрахунками	400	0,00
Усього	1500	x

Задача 9.4

Визначте вартість підприємства методом капіталізації його доходів, якщо на момент оцінки:

- 1) власний капітал становить 4900 тис. грн; позиковий капітал – 6200 тис. грн (передбачається, що структура капіталу підприємства в майбутньому не зміниться);
- 2) обсяг чистого прибутку прогнозується стабільним на рівні 120 тис. грн;
- 3) плата за користування позиковим капіталом – 15% річних;
- 4) інвестори готові вкладати кошти в корпоративні права підприємства за мінімальною ставкою дохідності 20%.

Задача 9.5

Результати фінансової діяльності ВАТ «Альфа» у поточному періоді характеризуються даними, наведеними в табл. 9.4.

Визначте вартість ВАТ «Альфа» методом капіталізації доходів за умови, що фінансовою стратегією підприємства на наступні періоди передбачено таке:

- цільова структура капіталу товариства становить 3:7;
- чистий прибуток підприємства очікується на рівні 270 000 грн;
- середня вартість позикового капіталу становить 18 % річних;
- безризикова ставка дохідності на ринку капіталу – 3 %;
- середня дохідність ринку – 13 %;
- систематичний ризик корпоративних прав підприємства (β -коефіцієнт) – 1,5.

Таблиця 9.4

Структура пасиву балансу ВАТ «Альфа»

Показник	Сума, тис. грн
Власний капітал	1800,00
Забезпечення наступних витрат і платежів	615,00
Довгострокові зобов'язання	1920,00
Короткострокові кредити	735,00
Короткострокові зобов'язання	2435,00
Доходи майбутніх періодів	80,00
Усього, пасиви	6000,00

Задача 9.6

Оцініть вартість підприємства методом дисконтування грошових потоків, якщо ціна залучення власного капіталу підприємства становить 20%, а кредитори готові надавати позики за ставкою 28%. На момент оцінки власний капітал підприємства дорівнював 300 тис. грн, позиковий – 400 тис. грн. Прогнозні показники в межах прогнозного горизонту наведено в табл. 9.5. Чисті грошові потоки в прогнозні роки постпрогнозного періоду – величина стала. Ринкова вартість активів підприємства, що не беруть участі у формуванні чистих грошових потоків, дорівнює 50 тис. грн.

Таблиця 9.5

Вихідні дані для оцінки вартості підприємства, тис. грн

Показники	На момент оцінки	Прогнозні роки			Постпрогнозный період
		400	500	1000	
Чистий грошовий потік від операційної діяльності	400	400	500	1000	500
Чистий грошовий потік від інвестиційної діяльності	-100	200	200	-100	100
Чистий грошовий потік від фінансової діяльності	-100	100	100	-100	0

Задача 9.7

Оцініть вартість підприємства методом дисконтування Cash-flow, якщо власний капітал на дату оцінки становить 400 тис. грн, а сума зобов'язань – 500 тис. грн. Ставка очікуваних доходів інвесторів за вкладення коштів у власний капітал – 20 %. Кредитори готові надавати позички в середньому за ставкою 18 %. Інформацію про

грошові потоки в межах прогнозного горизонту подано у табл. 9.6. У постпрогнозний період передбачається, що грошові потоки будуть зростати з постійним темпом приросту 2 % з первісних величин, наведених у табл. 9.6.

Таблиця 9.6

Вихідні дані для оцінки вартості підприємства, тис. грн

Показники	На момент оцінки	Прогнозні роки					Пост-прогнозний період
		105	110	120	115	110	
Чистий грошовий потік від операційної діяльності	100	105	110	120	115	110	110
Чистий грошовий потік від інвестиційної діяльності	10	-15	-10	50	-20	10	10

Задача 9.8

Визначте вартість підприємства А, корпоративні права якого не мають обігу на ринку, методом порівняння продажів (транзакцій). Необхідну інформацію подано у табл. 9.7, де підприємство В – це подібне за якісними і кількісними параметрами підприємство, яке здійснювало свою діяльність у тому ж самому секторі ринку та в минулому кварталі було продано за 3 млн грн.

Задача 9.9

Визначте вартість підприємства А, корпоративні права якого не мають обігу на ринку, методом зіставлення мультиплікаторів. Необхідну інформацію подано у табл. 9.7, де підприємство В – це подібне за якісними і кількісними параметрами підприємство, яке здійснювало свою діяльність у тому ж самому секторі ринку та в минулому кварталі було продано за 3 млн грн.

Таблиця 9.7

Вихідні дані для оцінки вартості підприємства

Показники	Підприємство А (об'єкт оцінки)	Підприємство В (підприємство-аналог)
Статутний капітал, тис. грн	3000	2500
Власний капітал, тис. грн	4500	4000
Коефіцієнт заборгованості	2,70	2,85
Чистий прибуток, тис. грн	1200	1000
Операційний чистий грошовий потік, тис. грн	1400	1200
Чиста виручка від реалізації, тис. грн	15000	12000

Задача 9.10

Визначте на підставі наявності фінансової інформації вартість ЗАТ «Оцінка» методом зіставлення мультиплікаторів. Для порівняння вибрано ВАТ «Аналог», сумарна вартість отримання повного контролю над ВАТ «Аналог» становила 35,85 млн грн. На

основі зіставлення параметрів діяльності ЗАТ «Оцінка» та ВАТ «Аналог» складено табл. 9.8.

Таблиця 9.8

Вихідні дані для оцінки вартості підприємства, тис. грн

Показник	ЗАТ «Оцінка»	ВАТ «Аналог»
Загальна вартість активів	83 352,0	76 532,0
Чиста виручка	95 065,0	80 652,3
Чистий прибуток	952,0	950,0
Free Cash-flow	185,2	246,2
Операційний Cash-flow	935,0	862,5
Довгострокові зобов'язання	23 485,0	17 835,0
Короткострокові зобов'язання	23 015,0	26 747,0
Вартість підприємства		35 850,0

Задача 9.11

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 5,7 млн грн, яке веде свою діяльність у тому ж самому секторі ринку. Вибірку показників фінансової звітності обох підприємств наведено в табл. 9.9.

Таблиця 9.9

Вихідні дані для оцінки вартості підприємства

Показники	Підприємство А	Підприємство Б
Статутний капітал, тис. грн	2500	3000
Власний капітал, тис. грн	4000	4500
Коефіцієнт заборгованості	2,85	2,70
Чистий прибуток, тис. грн	1000	1200
Операційний Cash-flow, тис. грн	1200	1400
Чиста виручка від реалізації, тис. грн	12 000	15 000
Відновна вартість активів, тис. грн	12 000	16 000
Капіталізована вартість доходів, тис. грн	4000	4800

10. ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛІНГ НА ПІДПРИЄМСТВІ

10.1. Цілі, функції та задачі контролінгу

Контролінг – спеціальна саморегулююча система методів та інструментів, яка спрямована на функціональну підтримку менеджменту підприємства. Вона включає інформаційне

забезпечення, планування, координацію, контроль і внутрішній консалтинг .

Цілі контролінгу залежать від цілей підприємства і можуть бути такими: досягнення визначеного рівня прибутку, певної рентабельності при заданому рівні ліквідності; завоювання частини ринку; усунення конкурентів та ін. [26; 30].

Функції та задачі контролінгу:

1) облік (створення системи збору й обробки інформації, підбір, розробка й уніфікація методів обліку і критеріїв для оцінки діяльності підприємства в цілому і його окремих підрозділах);

2) підтримка процесу планування (формування системи комплексного планування; розробка методів планування; визначення необхідної для планування інформації, джерел і шляхів її одержання; координація процесу обміну інформацією; перевірка пропонуваніх планів на повноту і реалізованість); контролінг не визначає, що планувати, а радить, як і коли планувати, а також оцінює можливість реалізації запланованих заходів;

3) контроль за реалізацією планів (розробка методів ведення контролю, визначення місця його проведення й обсягів; визначення величин, контрольованих у часовому і змістовному розрізах);

4) оцінка процесів, що відбуваються (консультації з вибору коригувальних заходів і рішень);

5) забезпечення керівництва аналітичною інформацією (розробка архітектури інформаційної системи; стандартизація інформаційних каналів і носіїв; вибір методів обробки інформації; збір і систематизація даних, найбільш значущих для прийняття рішень; забезпечення економічності функціонування інформаційної системи);

6) виявлення відхилень, їхніх причин і вироблення рекомендацій для керівництва з усунення причин, що спричинили ці відхилення (порівняння планових і фактичних величин для виміру й оцінки ступеня досягнення мети; визначення припустимих меж відхилень величин; аналіз відхилень; інтерпретація причин відхилень плану від факту і вироблення пропозицій для зменшення відхилень);

7) проведення спеціальних досліджень (ринки грошей і капіталів; кон'юнктура галузі; урядові економічні програми; позиції конкурентів; доцільність злиття з іншими фірмами або відкриття (закриття) філій; ефективність інвестиційних проектів).

Одним з найефективніших в умовах обмеженості ресурсів способів упровадження контролінгу є поетапна зміна інформаційних і керованих потоків підприємства. Його застосування означає послідовне проведення ряду кроків, ефективність кожного з яких можна оцінити відразу після здійснення [26]:

1. *Постановка цілей* – визначення якісних і кількісних цілей підприємства і вибір критеріїв, за якими можна оцінити ступінь досягнення поставлених цілей.

2. *Оперативний управлінський облік* – відображення всієї фінансово-господарської діяльності підприємства під час виконання плану. Специфіка управлінського обліку полягає в тому, що він орієнтований на інформаційні потреби керівників підприємства і підрозділів, на підтримку прийняття управлінських рішень на відміну від бухгалтерського обліку, спрямованого насамперед на зовнішніх користувачів.

3. *Планування* – перетворення цілей підприємства в прогнози і плани. Перший крок планування – аналіз сильних і слабких сторін підприємства, можливостей і небезпек. На основі цього розробляють спочатку стратегію підприємства, а потім – план. План – це кількісне вираження цілей підприємства і розробка шляхів їхнього досягнення. За допомогою контролінгу побічно розробляють методики планування, координують діяльність різних підрозділів і служб підприємства в процесі планування, а також оцінюють плани, визначаючи, наскільки вони відповідають цілям підприємства, наскільки вони стимулюють до дії, наскільки реально їх виконання.

4. *Контроль* – фіксування й оцінка фактів, що вже здійснилися у діяльності підприємства.

10.2. Види контролінгу

У рамках контролінгу прийнято виділяти [26; 30]:

– *стратегічний контролінг*, головною задачею якого є визначення загальних механізмів завоювання або утримання підприємством своїх конкурентних позицій на ринку;

– *оперативний контролінг*, націлений на вироблення конкретних рекомендацій для забезпечення стратегічних рішень і одержання прибутку.

Оперативний і стратегічний контролінги не повинні строго розділятися, оскільки вони значною мірою є взаємодоповнювальними, взаємозалежними і взаємовпливовими. Однак інструменти, застосовувані для втілення в життя цих видів контролінгу, значно відрізняються один від одного (табл. 10.1).

Однією з головних задач оперативного контролінгу є бюджетування на підприємстві, впровадження якого підвищує ефективність управління і обґрунтованість управлінських рішень. Бюджетування – це технологія фінансового планування, обліку і контролю доходів і витрат. Бюджетування включає розробку системи бюджетів у розрізі центрів відповідальності або напрямків діяльності, організацію контролю за їх виконанням, аналіз відхилень від бюджетних показників і регулювання господарської діяльності з метою узгодження та досягнення намічених цілей.

Таблиця 10.1

Характеристика оперативного і стратегічного контролінгів

Ознаки	Стратегічний контролінг	Оперативний контролінг
Орієнтація	Зовнішнє і внутрішнє середовища підприємства	Економічна ефективність і рентабельність діяльності підприємства
Рівень управління	Стратегічний	Тактичний і оперативний
Цілі	Забезпечення виживаності Проведення антикризової політики Підтримка потенціалу успіху	Забезпечення прибутковості та ліквідності підприємства
Контрольовані показники	Економічна ефективність	Рентабельність капіталу
	Конкурентоспроможність	Продуктивність
	Мобільність	Ступінь ліквідності
	Стійкість	Прибуток
Головні задачі	Участь у формуванні кількісних і якісних цілей підприємства	Керівництво при плануванні та розробці бюджету (поточне й оперативне планування)
	Відповідальність за стратегічне планування	Визначення вузьких і пошук слабких місць для тактичного управління
	Розробка альтернативних стратегій	Визначення всієї сукупності підконтрольних показників відповідно до встановлених поточних цілей
	Визначення критичних зовнішніх і внутрішніх умов, що знаходяться в основі стратегічних планів	Порівняння планових (нормативних) і фактичних показників підконтрольних результатів і витрат з метою виявлення причин, винуватців і наслідків відхилень
	Визначення вузьких і пошук слабких місць	Аналіз впливу відхилень на виконання поточних планів
	Визначення основних підконтрольних показників відповідно до встановлених стратегічних цілей	Мотивація і створення систем інформації для прийняття поточних управлінських рішень
	Порівняння планових і фактичних значень підконтрольних показників з метою виявлення причин, винуватців і наслідків даних відхилень	
Аналіз економічної ефективності		
Часовий горизонт	Вибрані показники мають бути динамічними і перспективними (необхідно забезпечити можливість зіставлення даних як мінімум за п'ять років)	Аналізуються дані протягом одного господарського року
Деталізація аналізу	Аналіз проводиться в цілому по підприємству, обсяг показників має бути обмеженим	Аналізується велика сукупність показників, що повинні містити дані не тільки по підприємству в цілому, але також і по всіх його підрозділах

Складовою системи фінансового контролінгу на підприємстві є *система раннього попередження та реагування* (СРПР), у якій інтегруються елементи як стратегічного, так і оперативного контролінгів. СРПР – це особлива інформаційна система, яка сигналізує менеджеру підприємства про потенційні ризики і альтернативні можливості, що можуть бути доступними підприємству, виходячи із аналізу впливу як зовнішнього, так і внутрішнього середовищ. Одним з найважливіших інструментів СРПР є прогнозування ймовірності банкрутства на основі однофакторного та багатфакторного дискримінантного аналізу.

10.3. Методи фінансового контролінгу

Методи фінансового контролінгу поділяють на такі основні групи:

- методи оптимізації абсолютної величини витрат підприємства (аналіз точки беззбитковості, ABC-аналіз, XYZ-аналіз);
- методи обґрунтування управлінських рішень (функціонально-вартісний аналіз, портфельний аналіз, бенчмаркінг, SWOT-аналіз);
- методи фінансового прогнозування (експертні методи визначення прогнозних показників, методи екстраполяції).

Аналіз точки беззбитковості зводиться до визначення мінімального обсягу реалізації продукції, при якому підприємство може покрити всі витрати та забезпечити беззбиткову операційну діяльність у короткостроковому періоді. Цей метод застосовується для обґрунтування доцільності виробництва тих чи інших видів продукції, встановлення мінімальних цін або обсягів реалізації, планування прибутку, оптимізації асортименту продукції тощо.

ABC-аналіз – функціонально-організаційна форма оптимізації абсолютної величини та структури затрат підприємства, що являє собою технологію обґрунтування та прийняття управлінських фінансових рішень щодо цільової локалізації затрат суб'єкта господарювання за центрами затрат з метою оцінювання обґрунтованості їхньої величини та виявлення резервів їх зменшення при мінімальних додаткових затратах.

XYZ-аналіз – функціонально-організаційна форма оптимізації абсолютної величини та структури затрат підприємства, що являє собою технологію обґрунтування управлінських рішень щодо оптимізації абсолютної величини затрат підприємства шляхом виявлення й ідентифікації резервів зменшення тих затрат, що становлять суттєву частку у структурі сукупних затрат, а також визначення методів мобілізації таких резервів за умови, що величина економії затрат має бути зіставною із зусиллями щодо її виявлення та мобілізації.

Функціонально-вартісний аналіз – це метод контролінгу, який полягає у дослідженні функціональних характеристик продукції, що виробляється, з погляду еквівалентності її вартості та корисності.

Його суть – оцінювання витрат на забезпечення виконання функції продукту, причому на підприємстві намагаються мінімізувати витрати на виконання головних функцій та уникнути витрат на виконання непотрібних функцій. Метод застосовується відносно видів продукції та за центрами відповідальності підприємства.

Портфельний аналіз є ефективним методом стратегічного фінансового контролінгу. Він застосовується з метою оптимізації портфеля цінних паперів підприємства, а також портфеля продукції (послуг), які випускає підприємство.

Бенчмаркінг – метод контролінгу, який полягає в безперервному процесі порівняння товарів (робіт, послуг), виробничих процесів, методів та інших параметрів досліджуваного підприємства (структурного підрозділу) з аналогічними показниками інших підприємств або структурних підрозділів. Основна мета бенчмаркінгу – виявлення негативних відхилень у значенні порівнюваних показників, причин таких відхилень і розроблення пропозицій щодо їх ліквідації.

SWOT-аналіз – виявлення сильних і слабких сторін підприємства, встановлення наявних шансів та оцінювання ризиків. Цей аналіз доцільно застосувати при оцінці результатів діяльності структурних підрозділів підприємства, всього підприємства, а також у розрізі окремих видів продукції.

Задачі

Задача 10.1

У табл. 10.2 подано фактичні обсяги виручки від реалізації продукції підприємства протягом січня - травня. Зробіть прогнозні розрахунки показника виручки від реалізації на червень методом експоненціального згладжування, якщо фактор згладжування становить 0,25.

Таблиця 10.2

Вихідні дані для визначення очікуваного обсягу виручки від реалізації продукції

Місяць	Січень	Лютий	Березень	Квітень	Травень	Червень
Факт	15,0	16,0	17,5	17,0	18,0	
Прогноз	14,0					

Задача 10.2

Визначте, використовуючи метод ковзної середньої, очікуваний (плановий) обсяг виручки від реалізації продукції ТОВ «Альфа» на третій і четвертий квартали поточного року. Планові та фактичні показники надходження виручки від реалізації продукції підприємства наведено в табл. 10.3.

Вихідні дані для визначення очікуваного обсягу виручки
від реалізації продукції

Період	Планова виручка, тис. грн
Січень	1 325,0
Лютий	1 290,0
Березень	1 395,0
Квітень	1 435,0
Травень	1 460,0
Червень	1 525,0
Липень	
Серпень	
Вересень	
Жовтень	
Листопад	
Грудень	

Задача 10.3

Капітал акціонерного товариства становить 1 млн грн. Коефіцієнт заборгованості – 0,25. Вартість залучення позикового капіталу – 5 %, вартість обслуговування власного капіталу – 15 %. В рамках існуючої стратегії розвитку підприємство планує здійснити додаткові інвестиції. З метою зменшення вартості капіталу підприємства фінансовим контролером була внесена пропозиція щодо збільшення частки позичок у структурі капіталу до 50 % шляхом залучення додаткових кредитних ресурсів. Оцініть доцільність фінансування інвестицій за рахунок додаткових позичок і підвищення ризику структури капіталу з погляду зменшення середньозваженої вартості капіталу підприємства, якщо ставка податку на прибуток підприємства дорівнює 25 %.

Аналітичні завдання

Завдання 10.1

Компанія "Мрія", спрощений баланс якої наведено у табл. 10.4, складає бюджети на червень і вже підготувала таку інформацію:

1) запланований обсяг продажу становить 300 тис. грн, зокрема, 70% – у кредит; половина продажу в кредит сплачується в місяці продажу, а решта – в наступному місяці;

2) заплановано придбати матеріали на суму 180 тис. грн; 40% придбаних матеріалів оплачується в місяці придбання, а решта – в наступному місяці; заборгованість постачальникам на 30 червня буде сплачена впродовж місяця;

3) запас матеріалів на 30 липня планується на суму 60 тис. грн;

4) витрати обігу заплановано в сумі 111 тис. грн, у т.ч. амортизація – 3 тис. грн;

5) векселі видані будуть сплачені впродовж червня з виплатою відсотка в сумі 150 грн;

6) в червні буде придбано і оплачено нове устаткування на суму 9750 грн;

7) у червні компанія отримає кредит банку на суму 30 тис. грн терміном на 6 місяців;

8) податок на прибуток нараховується за результатами роботи за рік і буде сплачений у кінці року.

Необхідно скласти бюджет грошових коштів, бюджетний звіт про фінансові результати і бюджетний баланс.

Таблиця 10.4
Баланс компанії "Мрія" на 31 травня 2007 року

Актив	Сума, тис. грн	Пасив	Сума, тис. грн
Основні засоби	310,50	Статутний капітал	270,00
Товари	45,00	Нерозподілений прибуток	63,75
Дебіторська заборгованість	81,00	Кредиторська заборгованість	94,50
Розрахунковий рахунок	13,50	Векселі видані	21,75
Баланс	450,00	Баланс	450,00

Завдання 10.2

Звіт про виконання бюджету компанії "Ольва" наведено в табл.10.5.

Таблиця 10.5
Бюджет компанії "Ольва", грн

Показник	Фактично	Бюджет	Відхилення
Обсяг продаж	2 552 460	2 968 000	-415 540
Собівартість реалізованих товарів	1 717 040	1 981 400	264 360
Валовий прибуток	835 420	986 600	-151 180
Витрати обігу	635 210	627 760	-7 450
Операційний прибуток	200 210	358 840	-158 630

Бюджетний продаж становив 70 тис. одиниць продукції, а бюджетні змінні витрати на одиницю продукції – 23 грн. Змінні витрати обігу були заплановані у розмірі 7% від обсягу продажу. Фактично було реалізовано 57 тис. одиниць, змінні витрати на одиницю продукції дорівнюють 23,5 грн, а змінні витрати обігу – 178672 грн. Необхідно провести аналіз відхилень з використанням гнучкого бюджету.

Бібліографічний список

1. Господарчий кодекс України № 436-IV від 16.01.03 р.
2. Закон України “Про господарські товариства” № 1576-XII від 19.09.91 р. (зі змінами та доповненнями).
3. Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств” № 283/97-ВР від 22.05.97 р. (зі змінами та доповненнями).
4. Закон України “Про оцінку майна, майнових прав і професійну оцінну діяльність в Україні” № 2658-III від 12.07.01 р.
5. Закон України “Про цінні папери і фондовий ринок” № 3480-IV від 23.02.06 р.
6. Інструкція про застосування плану рахунків бухгалтерського обліку активів, капіталу, зобов'язань і господарських операцій підприємств і організацій, затверджена Наказом Міністерства фінансів України № 291 від 30.11.99 р.
7. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 2 «Баланс», затверджене Наказом Міністерства фінансів України № 87 від 31.03.99 р. (зі змінами та доповненнями).
8. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 3 “Звіт про фінансові результати”, затверджене Наказом Міністерства фінансів України № 87 від 31.03.99 р. (зі змінами та доповненнями).
9. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 4 “Звіт про рух грошових коштів”, затверджене Наказом Міністерства фінансів України № 87 від 31.03.99 р. (зі змінами та доповненнями).
10. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 7 “Основні засоби», затверджене Наказом Міністерства фінансів України № 92 від 27.04.2000 р. (зі змінами та доповненнями).
11. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 12 “Фінансові інвестиції”, затверджене Наказом Міністерства фінансів України № 91 від 26.04.00 р. (зі змінами та доповненнями).
12. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 “Фінансові інструменти” , затверджене Наказом Міністерства фінансів України № 559 від 30.11.01 р. (зі змінами та доповненнями).
13. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 19 “Об’єднання підприємств” , затверджене Наказом Міністерства фінансів України № 163 від 07.07.99 р. (зі змінами та доповненнями).
14. Положення про порядок випуску облігацій підприємств, затверджене Рішенням ДКЦПФР № 322 від 17.07.03 р.
15. Положення про порядок реєстрації випуску акцій АТ при збільшенні статутного капіталу у зв'язку з індексацією основних фондів, затверджене Рішенням ДКЦПФР № 325 від 17.03.00 р.
16. Положення про порядок збільшення (зменшення) розміру статутного фонду АТ, затверджене Рішенням ДКЦПФР № 44 від 08.04.98 р. (зі змінами).

17. Положення про порядок реєстрації випуску акцій під час реорганізації товариств, затверджене Рішенням ДКЦПФР № 221 від 30.12.98 р. (зі змінами).
18. Цивільний кодекс України № 435-IV від 16.01.03 р.
19. Бланк И.А. Финансовая стратегия предприятия. – К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. – 720 с.
20. Бочаров В. В., Леонтьев В. Е. Корпоративные финансы. – СПб.: Питер, 2004. – 592 с.
21. Есипов В. Е., Маховикова Г. А., Терехова В. В. Оценка бизнеса. – 2-е изд. – СПб.: Питер, 2006. – 464 с.
22. Кириллов С. Акции: право, налогообложение, бухгалтерский учет. – Х.: Фактор, 2004. – 396 с.
23. Кириллов С. Облигации предприятий. – Х.: Фактор, 2003. – 292 с.
24. Ковалёв В.В. Сборник задач по финансовому анализу: Учеб. пособие. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 128 с.
25. Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции и методы. Пер. с фр. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. – 576 с.
26. Контроллинг как инструмент управления предприятием / Ананькина Е.А., Данилочкин С.В., Данилочкина Н.Г. и др.; Под ред. Данилочкиной Н.Г. – М.: ЮНИТИ, 2002. – 279 с.
27. Мазур И.И., Шапиро В.Д. Реструктуризация предприятий и компаний: Учеб. пособие для вузов / И.И. Мазур, В.Д. Шапиро; Под общ. ред. И.И. Мазура. – М.: ЗАО «Издательство "Экономика"», 2001. – 456 с.
28. Савчук В.П. Управление финансами предприятия: Учеб. изд. – М.: БИНОМ. Лаборатория знаний, 2003. – 480 с.
29. Теплова Т.В. Финансовые решения: стратегия и тактика: Учеб. пособие. – М.: ИЧП «Издательство "Магистр"», 1998. – 264 с.
30. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2003. – 554 с.
31. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц. / Терещенко О.О., Невмержицька Я.І., Куліш А.П. та ін.; За заг. ред. Терещенка О.О. – К.: КНЕУ, 2006. – 312 с.

Літвіна Тетяна Василівна
Калініна Ольга Миколаївна

ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ
СУБ'ЄКТІВ ПІДПРИЄМНИЦТВА

Редактор А. М. Ємленінова

Зв. план, 2007

Підписано до друку 03.12.2007 р.

Формат 60x84 1/16. Папір офс. № 2. Офс. друк

Ум. друк. арк. 4,5. Обл.-вид. арк. 5,06. Наклад 250 прим.

Замовлення 540. Ціна вільна

Національний аерокосмічний університет ім. М.Є. Жуковського

«Харківський авіаційний інститут»

61070, Харків–70, вул. Чкалова, 17

<http://www.khai.edu>

Видавничий центр «ХАІ»

61070, Харків–70, вул. Чкалова, 17

izdat@khai.edu