

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

М. С. Татар

ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ СУБ'ЄКТІВ ПІДПРИЄМНИЦТВА

Навчальний посібник

Харків «ХАІ» 2016

УДК 658.15:334.7(075.8)
ББК 65.290-93:65.291Я73
Т23

Рецензенти: д-р екон. наук, проф. Г. В. Назарова,
д-р екон. наук, проф. К. А. Мамонов

Татар, М. С.

Т23 Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва [Текст]: навч. посіб.
/ М. С. Татар. – Х.: Нац. аерокосм. ун-т ім. М. Є. Жуковського «Харк.
авіац. ін-т», 2016. – 100 с.

ISBN 978-966-662-513-0

Розглянуто основи фінансової діяльності суб'єктів підприємництва, особливості фінансування суб'єктів підприємництва різних форм організації бізнесу, формування власного капіталу підприємства, внутрішні джерела фінансування підприємства, дивідендну політику підприємства, фінансування підприємства за рахунок запозичених ресурсів, фінансову діяльність на етапі реорганізації підприємства, фінансове інвестування підприємства, оцінювання вартості підприємства, фінансовий контролінг на підприємстві.

Навчальний посібник відповідає вимогам програми курсу «Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва».

Для студентів економічних спеціальностей вищих навчальних закладів.

Іл. 8. Табл. 3. Бібліогр.: 17 назв

УДК 658.15:334.7(075.8)
ББК 65.290-93:65.291Я73

ISBN 978-966-662-513-0

© Татар М. С., 2016
© Національний аерокосмічний
університет ім. М. Є. Жуковського
«Харківський авіаційний інститут», 2016

ЗМІСТ

Вступ.....	5
1. ОСНОВИ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ПІДПРИЄМНИЦТВА	6
1.1. Цілі й суть фінансової діяльності.....	6
1.2. Теоретичні джерела фінансової діяльності підприємств.....	8
2. Особливості фінансування суб'єктів підприємництва різних форм організації бізнесу.....	15
2.1. Поняття і види юридичних осіб.....	15
2.2. Критерії прийняття рішення про вибір правової форми організації бізнесу.....	17
2.3. Особливості фінансової діяльності суб'єктів господарювання різних організаційно-правових форм.....	18
3. ФОРМУВАННЯ ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА.....	25
3.1. Власний капітал, його функції й складові.....	25
3.2. Зареєстрований капітал і корпоративні права підприємства.....	26
3.3. Резервний капітал підприємства, його види і джерела формування.....	29
3.4. Збільшення зареєстрованого (пайового) капіталу підприємства.....	30
3.5. Зменшення зареєстрованого (пайового) капіталу підприємства.....	32
3.6. Санація балансу.....	33
3.7. Звіт про власний капітал.....	34
4. ВНУТРІШНІ ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ.....	34
4.1. Класифікація внутрішніх джерел фінансування підприємства.....	34
4.2. Самофінансування підприємств.....	35
4.3. Збільшення зареєстрованого (пайового) капіталу без залучення додаткових внесків.....	37
4.4. Чистий грошовий потік (Cash-flow).....	37
4.5. Показники Cash-flow.....	39
4.6. Звіт про рух грошових коштів.....	40
5. ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА ПІДПРИЄМСТВ.....	41
5.1. Зміст, значення і основні завдання дивідендної політики.....	41
5.2. Фактори дивідендної політики.....	42
5.3. Порядок нарахування дивідендів.....	43
5.4. Форми виплати дивідендів.....	44
5.5. Інструменти дивідендної політики.....	45
5.6. Методи нарахування дивідендів.....	46
5.7. Ефективність дивідендної політики.....	47
6. ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ ЗА РАХУНОК ПОЗИКОВОГО КАПІТАЛУ.....	49
6.1. Позиковий капітал підприємства, його ознаки і складові.....	49
6.2. Фінансові кредити.....	50
6.3. Кредитоспроможність підприємства.....	51

6.4. Кредитне забезпечення.....	54
6.5. Облігації підприємств.....	57
6.6. Комерційні кредити.....	60
6.7. Факторинг.....	62
7. ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ РЕОРГАНІЗАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ.....	63
7.1. Реорганізація як напрям фінансової діяльності підприємства.....	63
7.2. Передумови реорганізації.....	64
7.3. Укрупнення підприємства.....	64
7.4. Реорганізація підприємства, спрямована на його розукрупнення.....	68
7.5. Перетворення як особлива форма реорганізації підприємства.....	70
8. ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ.....	71
8.1. Суть і класифікація фінансових інвестицій підприємства.....	71
8.2. Оцінювання доцільності фінансових інвестицій.....	72
8.3. Відображення вартості фінансових інвестицій у звітності.....	78
9. ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА.....	80
9.1. Необхідність, завдання і принципи експертного оцінювання вартості підприємства.....	80
9.2. Вартість капіталу підприємства.....	81
9.3. Методичні підходи до оцінювання вартості підприємства.....	82
9.4. Практична робота з оцінювання вартості підприємства.....	88
10. ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛІНГ.....	89
10.1. Суть і основні завдання фінансового контролінгу.....	89
10.2. Стратегічний фінансовий контролінг.....	89
10.3. Оперативний фінансовий контролінг.....	90
10.4. Система раннього попередження і реагування.....	90
10.5. Методи контролінгу.....	93
Бібліографічний список.....	99

ВСТУП

В умовах нестабільної економічної ситуації підтримка на належному рівні фінансового стану суб'єктів підприємництва всіх форм власності в усіх сферах діяльності потребує сучасної, адекватної ринковій економіці організації фінансової діяльності підприємства. У зв'язку з цим питання організації фінансової діяльності підприємства набуває особливої актуальності.

Навчальна дисципліна «Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва» комплексно розкриває питання, пов'язані з організацією фінансової діяльності суб'єктів господарювання, фінансуванням, управлінням грошовими потоками, дивідендною політикою, фінансовими аспектами реорганізації підприємств, фінансовими інвестиціями, оцінюванням вартості підприємств, фінансовим контролінгом і бюджетуванням.

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

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

Унаслідок вивчення навчальної дисципліни студент повинен знати:

- зміст і основні напрямки фінансової діяльності підприємств;
- форми і методи державного регулювання фінансової діяльності суб'єктів підприємництва;
- практичні аспекти формування власного і позикового капіталу підприємства;
- сучасні теорії фінансування, їхні основні концепції;
- зміст і основні завдання дивідендної політики, основні сучасні теоретичні концепції в галузі дивідендної політики;
- умови й порядок одержання суб'єктами підприємництва банківських кредитів;
- умови й механізм випуску, розміщення й обслуговування облігаційного займу суб'єктами підприємництва;
- суть комерційного кредиту й умови доцільності його використання суб'єктами підприємництва;
- мету і завдання реорганізації підприємств, основні види реорганізації;
- цілі й джерела фінансування довгострокових і поточних фінансових інвестицій;
- суть оцінювання вартості бізнесу, основні методичні підходи і методи оцінювання вартості;
- суть фінансового контролінгу, його функції та завдання тощо.

1. ОСНОВИ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ПІДПРИЄМНИЦТВА

1.1. Цілі й суть фінансової діяльності

Фінансова діяльність суб'єкта господарювання – це дії з формування і використання його фінансових ресурсів, які мають форму економічно обґрунтованих управлінських рішень.

Фінансовими ресурсами підприємства є грошові фонди цільового призначення, утворені в процесі розподілу і перерозподілу національного доходу, які використовуються для статутних цілей підприємства.

Фінансова діяльність – створення і розподіл фінансових ресурсів – забезпечує суб'єкту господарювання реалізацію його стратегічних цілей.

Суб'єкти господарювання зазвичай одночасно мають **три стратегічні цілі на ринку**: виживання на ринку, одержання прибутку та економічне зростання. У конкретний період часу для підприємства головною стає одна з указаних цілей, але для фінансової діяльності головною метою завжди залишається підвищення ціни підприємства в інтересах максимізації добробуту власників.

Основні завдання фінансової діяльності:

- вибір оптимальних форм фінансування;
- вибір структури капіталу підприємства і напрямків його використання;
- підтримка необхідного рівня ліквідності й платоспроможності підприємства;
- регулювання грошових потоків (балансування надходжень і витрат платіжних коштів підприємства у часі);
- забезпечення своєчасності розрахунків тощо.

Зміст фінансової діяльності як системи з розроблення фінансових рішень із метою досягнення зазначених вище цілей визначається функціями фінансової діяльності, які охоплюють весь комплекс проблем із залучення фінансового капіталу підприємства і його розміщення у майно підприємства, тобто формування активів.

Завдання фінансового менеджменту підприємства: формування фінансових ресурсів підприємства, здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства.

Операційна діяльність підприємства – основна діяльність підприємства, пов'язана з виробництвом та (або) реалізацією продукції (товарів, робіт, послуг), що є головною метою створення підприємства і забезпечує основну частку його доходу, а також інші види діяльності, які не належать до категорії інвестиційної або фінансової діяльності.

Типові приклади руху коштів у межах операційної діяльності:

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

Для підприємств різних галузей операційною діяльністю є:

- для виробничих підприємств – придбання матеріалів і сировини, виробництво продукції та її реалізація;
- для торговельних підприємств – операції з придбання й реалізації товарів;
- для фінансових інститутів – операції із залучення й розміщення капіталу, формування портфеля інвестицій тощо.

Інвестиційна діяльність підприємства – це операції з інвестиціями, якими є кошти, цільові банківські вклади, цінні папери, обладнання, ліцензії та інтелектуальні цінності, з метою отримання прибутку. Інвестиційна діяльність, яка розглядається паралельно з операційною діяльністю, полягає у вкладенні капіталу поза поточною виробничою діяльністю, тобто в активи, які не належать до класу оборотних активів, що використовуються у виробничо-комерційному циклі. У цьому випадку інвестиційна діяльність – це реальні інвестиції в основні фонди і портфельні інвестиції в цінні папери.

Інвестиційну діяльність залежно від виду інвестицій поділяють на *реальне інвестування* в основні засоби і *фінансове (портфельне) інвестування* в цінні папери та капітал інших підприємств.

До типових прикладів руху коштів унаслідок інвестиційної діяльності можна віднести такі:

- придбання фінансових інвестицій, необоротних активів, майнових комплексів;
- отримання відсотків, дивідендів;
- дезінвестиції, тобто повернення (вивільнення) заморожених у конкретних майнових об'єктах коштів; дезінвестиції можуть здійснюватися шляхом реалізації або ліквідації фінансових інвестицій, необоротних активів, майнових комплексів.

Фінансова діяльність підприємства (в частині фінансування підприємницької діяльності) – це діяльність із фінансовими ресурсами підприємства, результатом якої є зміна структури його власного й позикового капіталу. Отже, основний зміст фінансової діяльності (у вузькому розумінні) полягає у фінансуванні підприємства. Рух грошових коштів унаслідок фінансової діяльності визначається на основі змін у статтях балансу за розділами:

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

До типових прикладів руху коштів унаслідок фінансової діяльності слід віднести:

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

У межах фінансової діяльності підприємства операційна, інвестиційна і фінансова (фінансування) діяльність регулюється **фінансовою політикою суб'єкта господарювання**, яка розробляється власниками підприємства, узгоджується з його загальною соціально-економічною політикою і є планом дій щодо реалізації загальної стратегії підприємства з розвитку виробничих потужностей, поточної діяльності, маркетингу.

Відповідно до суті рішень з управління фінансами фінансова політика складається з фінансових стратегії і тактики.

Фінансова стратегія є довгостроковою фінансовою політикою і розробляється відповідно до глобальних цілей соціально-економічної стратегії підприємства. Фінансова стратегія вибирається залежно від життєвого циклу підприємства, тому що кожна стадія його життєвого циклу має свої закономірності розвитку фінансів.

Використовуючи **фінансову тактику**, конкретизують стратегію на короткому інтервалі часу, тобто розглядають способи нагромадження і використання фінансових ресурсів у межах коротких інтервалів часу. Значення поняття довжини часового інтервалу залежить від галузевої специфіки, яка обумовлюється довжиною виробничого й інвестиційного циклів. Наприклад, для будівництва і експлуатації металургійного заводу тактичний період становить 1–2 роки, а для торговельного підприємства в умовах ринкової кризи він може становити 1 місяць.

Фінансова діяльність суб'єкта господарювання здійснюється методами й інструментами фінансового механізму підприємницької діяльності.

Фінансовий механізм – це сукупність економіко-організаційних і правових форм і методів управління фінансовою системою за видами фінансів. До складу фінансового механізму входять:

- методи планування й прогнозування фінансів різних рівнів;
- фінансові важелі (показники величини фінансів та ефективності їх використання);
- нормативне забезпечення (встановлення нормативів лімітів, резервів тощо);
- законодавча основа функціонування фінансів;
- інформаційна основа фінансового механізму, яка включає економічну, комерційну, фінансову та іншу інформацію.

1.2. Теоретичні джерела фінансової діяльності підприємств

Виокремлюють три основні теоретичні підходи до визначення критеріїв прийняття фінансових рішень: класичний; неокласичний; неоінституційний.

1.2.1. Класична теорія фінансування

Представники класичної теорії фінансування досліджують питання оцінювання ефективності різних форм фінансування з погляду капіталодавців (власників і кредиторів підприємства), а також фінансові аспекти заснування, ліквідації та реструктуризації підприємств. У межах класичної теорії виокремлюють такі дві основні концепції:

1) теорія інвестування (досліджується широкий спектр питань, пов'язаних зі здійсненням інвестором капіталовкладень, у тому числі питання фінансового аналізу, оцінювання інвестиційної привабливості об'єктів вкладень, планування фінансових інвестицій тощо);

2) теорія фінансування (вивчаються питання оптимізації процесу залучення фінансових ресурсів з погляду капіталоодержувача при заданих напрямках інвестування й обсягах потреби в капіталі).

1.2.2. Неокласична теорія управління фінансами

Класичні ідеї набули подальшого розвитку у працях неокласиків. Неокласичну теорію управління фінансами підприємств побудовано на гіпотезі досконалого ринку, який існує при виконанні таких основних умов:

- нейтральний вплив оподаткування й інших обмежувальних чинників, зумовлених державним регулюванням економіки;
- переважання на товарному ринку і ринку капіталів досконалої конкуренції;
- однаковий доступ усіх учасників ринку до інформації про економічні процеси, які відбуваються на ринку;
- раціональна діяльність усіх учасників ринку, яку спрямовано на максимізацію власної вигоди.

На думку неокласиків, вартість фінансових інструментів визначається двома основними параметрами: ризиковістю й рентабельністю. Представники неокласичного напрямку абстрагуються від реального існування таких інституцій, як банківські установи, страхові організації, інші фінансові посередники, а також від інституту банкрутства.

Серед численних концепцій неокласичного напрямку основними є:

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

Теорема іррелевантності

У 1958 р. лауреатами Нобелівської премії з економіки американськими економістами *Ф. Модільяні* та *М. Міллером* обґрунтовано теорему, яка характеризує причинно-наслідкові зв'язки між ринковою вартістю підприємства (його корпоративними правами), структурою і вартістю капіталу. В основу теореми покладено три тези:

1. Ринкова вартість підприємства при заданому рівні ризику не залежить від структури його капіталу (джерел фінансування), а визначається лише капіталізованою вартістю його потенційних (очікуваних) доходів. Інвестори можуть оптимізувати свої доходи і ризики шляхом диверсифікації вкладень у корпоративні права та боргові цінні папери одного й того ж об'єкта інвестування. За їхнім твердженням, *оптимізація портфеля цінних паперів інвесторів має такі самі наслідки, як і оптимізація структури капіталу підприємства, що здійснюється його фінансовим менеджментом*. Тому інвестори будуть іррелевантними до структури капіталу підприємства при прийнятті рішень про його фінансування. Показник структури враховуватиметься лише при визначенні типу цінних паперів, в які будуть вкладатися кошти, — корпоративні або боргові права.

2. Вартість залучення власного капіталу є лінійно зростаючою функцією до рівня заборгованості підприємства.

3. Рішення про фінансування (джерел покриття потреби в капіталі) та інвестиції на підприємстві можуть прийматися автономно.

Обґрунтовуючи другу і третю тези, Міллер і Модільяні виходять з припущення, що *рівень заборгованості не впливає на вартість залучення позикового капіталу, тобто при будь-якому коефіцієнті заборгованості ставка процента за кредитом буде незмінною*.

Критики теореми іррелевантності вважають, що у разі, якщо заборгованість підприємства перевищує певне критичне значення, вартість позикового капіталу, який залучається цим підприємством, зростає набагато швидше, ніж вартість власного капіталу, тобто **існує непропорційна залежність між структурою капіталу та його вартістю** (а не лінійна, як впливає із зазначеної теореми). Отже, середньозважена вартість капіталу залежить від структури капіталу.

Теорія оптимізації портфеля інвестицій

Автором цієї теорії є американський економіст лауреат Нобелівської премії з економіки *Г. Марковіц*, який довів, що *вкладення заданого обсягу інвестиційного капіталу в один об'єкт інвестицій є ризикованішим, ніж інвестування цієї ж суми в різні об'єкти (диверсифікація)*. Завдяки диверсифікації можна зменшити сукупний ризик портфеля інвестицій підприємства.

За Марковіцем, портфель інвестицій вважатиметься оптимальним, якщо, з одного боку, при однаковому рівні прибутковості не існуватиме будь-яких інших інвестиційних можливостей з меншим рівнем ризику, а з іншого — не існуватиме інших, прибутковіших інвестиційних портфельів, які характеризуються таким самим рівнем ризику. При цьому йдеться про так звані несистематичні ризики.

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

Очікувана прибутковість портфеля інвестицій розраховується за формулою середньої арифметичної зваженої:

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

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

Рівень ризику портфеля інвестицій залежить від питомої ваги окремих цінних паперів, які до нього входять, і коефіцієнта кореляції між їх прибутковістю. В моделі з двома активами А і В рівень ризику (який характеризується показником квадратичного (стандартного) відхилення) визначається формулою

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

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

Якщо $K(r_A; r_B) = +1$, то формулу (1.2) можна подати у такому вигляді:

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

Інвестор може обрати будь-яку комбінацію цінних паперів. Можливі комбінації портфелів інвестицій, які складаються з А та В, лежать на прямій АВ (рис. 1.1).

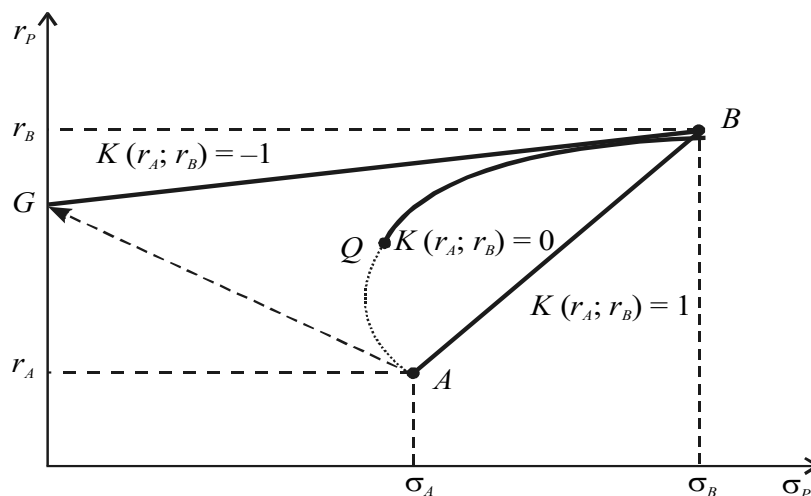


Рис. 1.1. Залежність рівня ризику портфеля інвестицій від коефіцієнта кореляції

Якщо кореляційний зв'язок є зворотним (обернена функціональна залежність) і коефіцієнт кореляції $K(r_A; r_B) = -1$, то рівень ризику інвестиційного портфеля рекомендується визначати як

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

При повністю зворотному кореляційному зв'язку можна сформувати портфель інвестицій з нульовим рівнем ризику і додатною рентабельністю.

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

У разі, якщо коефіцієнт кореляції дорівнює нулю, тобто кореляційного зв'язку немає, можна знайти комбінації цінних паперів, при яких рентабельність інвестиційного портфеля зростатиме при спадному рівні ризику. Якщо ж коефіцієнт кореляції знаходиться між 0 і 1 , то інвестору рекомендується вибрати комбінацію цінних паперів, розташовану на кривій QB .

Головний висновок із концепції Марковіца полягає в тому, що у межах стратегії мінімізації інвестиційних ризиків слід підбирати такий портфель інвестицій, в якому пріоритет віддається не стільки цінним паперам, рівень ризику кожного з яких є мінімальним, скільки комбінації активів з мінімальним кореляційним зв'язком між рівнями їх рентабельності. Така стратегія є прагматичнішою, ніж вибір найбільш прибуткових або найменш ризикових фінансових активів, причому при заданому рівні прибутковості ризик буде тим меншим, чим диверсифікованішим є інвестиційний портфель.

Модель оцінювання дохідності капітальних активів (Capital Asset Pricing Model = CAPM)

Автори цієї моделі — американські економісти *В. Шарп, Дж. Лінтнер* і *Дж. Моссін*. Учені вважали, що ціна окремих капітальних активів залежить від очікуваної рентабельності й ризику. *Модель 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, який не підлягає диверсифікації.*

Систематичні ризики (ринкові) — ризики можливих для інвесторів втрат унаслідок кон'юктурних коливань, зміни процентних ставок, прийняття різного роду політичних рішень, інфляції тощо. Їх неможливо зменшити шляхом диверсифікації вкладень.

Систематичний ризик у CAPM позначається через **β -коефіцієнт** (систематичний ризик інвестицій в актив A), який розраховують за такою формулою:

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

де σ_A — середнє квадратичне (стандартне) відхилення значень рентабельності аналізованого активу (R_A) в окремі періоди від середньої рентабельності активу за досліджуваний період (R_A);

$K(R_A; R_M)$ — коефіцієнт кореляції, тобто щільності зв'язку між нормою дохідності досліджуваного активу (R_A) і середньою нормою дохідності по ринку в цілому (R_M);

σ_M — середньоквадратичне (стандартне) відхилення рентабельності інвестицій (R_M) по ринку в цілому.

Значення β -коефіцієнта слід інтерпретувати таким чином:

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

CAPM передбачає, що існує лінійна залежність між ризиком (β -коефіцієнтом) і премією за ризик, яку очікують інвестори.

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

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

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

Правило прийняття інвестиційних рішень згідно з CAPM: слід вкладати кошти в ті інвестиції, прогнозована рентабельність яких є вищою, ніж рівноважна рентабельність, розрахована за CAPM. У разі наявності багатьох альтернатив слід віддати перевагу тим, рентабельність яких найбільше відрізняється від рівноважної у бік збільшення.

Теорія арбітражного ціноутворення (Arbitrage Pricing Theory = APT)

Автором цієї теорії є американський економіст А. Росс. На відміну від CAPM, в якій β -коефіцієнт розглядається як досить абстрактна статистична величина, що синтезує всі фактори невизначеності, АРТ досліджує вплив окремих макро- і мікроекономічних компонентів систематичного ризику на процес ціноутворення. Теорія не прив'язується

до якихось конкретних факторів, це можуть бути інфляція, процентні ставки, зміна кон'юнктури тощо. Замість показника β в CAPM-модель підставляються показники чутливості окремих цінних паперів до впливу окремих факторів ризику: b_1 ; b_2 ; b_3 . Очікувана середня прибутковість портфеля інвестицій, яка залежить від впливу окремих факторів ризику, позначається через r_1 , r_2 , r_3 . Отже, премія за ризик згідно з АРТ визначається за такою формулою:

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

Значення CAPM і АРТ можуть використовуватися в таких випадках:

- 1) прийняття рішень про вкладання коштів в альтернативні проекти;
- 2) визначення показника вартості капіталу підприємства й оцінювання підприємства в цілому;
- 3) аналіз доцільності придбання основних засобів або використання їх на основі лізингу;
- 4) аналіз доцільності злиття або поглинання підприємств;
- 5) визначення впливу дивідендної політики на курс акцій;
- 6) визначення ставки капіталізації або дисконтування в процесі оцінювання вартості підприємства.

1.2.3. Неоінституційна теорія фінансування

Представники цієї теорії — американські економісти *К. Ерроу*, *В. Баумоль*, *М. Дженсен* і *В. Меклінг*.

Суттєвим недоліком неокласичної теорії є те, що вона не передбачає наявності різних інституцій, зокрема фінансових посередників, різних форм фінансування і організації бізнесу. На відміну від неокласичної **неоінституційна теорія фінансування** досліджує діяльність окремих інституцій і фінансові відносини, які виникають між ними, у комплексі й взаємозв'язку. Серед численних концепцій неоінституційної теорії виокремимо дві основні:

- теорія агентських відносин;
- теорія фінансового посередництва.

Теорія агентських відносин. Проблематика прийняття фінансових рішень значною мірою зумовлена конфліктами інтересів, які виникають унаслідок розподілу функцій надання капіталу підприємству й управління ним. *Діючі економічні суб'єкти вважаються агентами, а суб'єкти, досягнення цілей яких безпосередньо залежить від указаної діяльності, — принципалами.*

Типовими принципал-агент-відносинами є зв'язки між капіталодавцем і господарськими суб'єктами, які отримали капітал у розпорядження. Капіталодавця можна розглядати як принципала (від лат. *principalis* — перший, головний), який доручає агенту (менеджеру) управляти своїм капіталом. Отже, він стає залежним від дій останнього, оскільки той може своєю діяльністю призвести або до максимізації

вартості, або, навпаки, до її знецінення чи втрати. Досягнення економічних цілей принципала (інвестора, кредитора) безпосередньо залежить від ефективності діяльності агентів (менеджер, позичальник тощо). *Головна мета неоінституційної теорії — узгодити фінансові відносини й умови відповідних договорів таким чином, щоб забезпечити баланс інтересів принципала й агента.*

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

Теорія фінансового посередництва. Концепція фінансового посередництва вивчає можливості зменшення операційних витрат, фінансових та інвестиційних ризиків шляхом активізації діяльності фінансових посередників (банківських установ, інвестиційних фондів, торговців цінними паперами та ін.). Зокрема, фінансові посередники можуть залучатися до пошуку осіб, які бажають взяти участь у фінансуванні підприємства. Завдяки діяльності фінансових посередників забезпечується також зменшення інформаційної асиметрії, оскільки професійні учасники ринку капіталів мають більший доступ до інформації про діяльність об'єктів капіталовкладень, ніж безпосередні капіталодавці.

Отже, ринок капіталів за наявності фінансових посередників функціонує набагато ефективніше, ніж за їх відсутності. Існує кореляційний зв'язок між ефективністю функціонування фінансових посередників, повнотою виконання їхніх функцій і фінансовим станом суб'єктів господарювання.

2. ОСОБЛИВОСТІ ФІНАНСУВАННЯ СУБ'ЄКТІВ ПІДПРИЄМНИЦТВА РІЗНИХ ФОРМ ОРГАНІЗАЦІЇ БІЗНЕСУ

2.1. Поняття і види юридичних осіб

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.

Суб'єктами господарювання визнаються учасники господарських відносин, які здійснюють господарську діяльність, реалізуючи господарську компетенцію (сукупність господарських прав і обов'язків), мають відокремлене майно і несуть відповідальність за своїми зобов'язаннями в межах цього майна, крім випадків, передбачених законодавством.

Суб'єктами господарювання є:

1) господарські організації (державні, комунальні підприємства й інші юридичні особи, які здійснюють господарську діяльність і зареєстровані в установленому законом порядку);

2) громадяни України, іноземці й особи без громадянства, які здійснюють господарську діяльність і зареєстровані відповідно до закону як підприємці.

Юридичною особою є організація, створена і зареєстрована у встановленому законом порядку, яка наділяється цивільною правосудатністю і дієздатністю, може бути позивачем і відповідачем у суді.

Види юридичних осіб:

1. *Залежно від порядку створення* розрізняють **юридичні особи приватного й публічного права.**

Юридична особа приватного права створюється на підставі установчих документів, а юридична особа публічного права — розпорядчим актом Президента України, органу державної влади, органу влади Автономної Республіки Крим або органу місцевого самоврядування.

Юридичні особи можуть створюватися у формі товариств, установ та інших формах, установлених законом.

Товариством є організація, створена шляхом об'єднання осіб (учасників), які мають право участі у цьому товаристві. Товариство може створити одна особа, якщо інше не встановлено законом. Товариства поділяють на **підприємницькі й непідприємницькі.**

Установою є організація, створена однією або кількома особами (засновниками), які не беруть участі в управлінні нею, шляхом об'єднання (виділення) їхнього майна для досягнення мети, визначеної засновниками, за рахунок цього майна.

Підприємницькі товариства — товариства, які здійснюють підприємницьку діяльність з метою одержання прибутку та наступного його розподілу між учасниками, можуть бути створені лише як господарські товариства (повне товариство, командитне товариство, товариство з обмеженою або додатковою відповідальністю, акціонерне товариство) або виробничі кооперативи.

Непідприємницькими товариствами є товариства, які не мають на меті одержання прибутку для його наступного розподілу між учасниками.

2. *За правом власності суб'єкти господарювання* можуть бути:

- приватними, заснованими на власності фізичної особи;
- колективними, у т. ч. господарськими товариствами, кооперативами;
- комунальними, заснованими на власності відповідної територіальної громади;
- державними, заснованими на державній власності, у т. ч. казенними;
- з іноземними інвестиціями.

2.2. Критерії прийняття рішення про вибір правової форми організації бізнесу

Приймаючи рішення про створення нового суб'єкта господарювання або реорганізацію існуючого перед власниками і менеджментом постає питання щодо вибору найприйнятнішої з огляду на оптимізацію фінансової та інвестиційної діяльності організаційно-правової форми ведення бізнесу.

Основні критерії та чинники, які слід проаналізувати, приймаючи рішення про вибір форми організації бізнесу:

1. Рівень відповідальності власників та їхня кількість. Розрізняють форми підприємницької діяльності з обмеженою відповідальністю власників за зобов'язаннями підприємства, з *необмеженою* відповідальністю, а також *змішані*.

2. Можливості участі в управлінні справами суб'єкта господарювання і контролю за ним.

Участь в управлінні для власників означає:

- участь у визначенні основних напрямів діяльності суб'єкта господарювання, затвердження його планів і звітів про їх виконання;
- обрання й відкликання членів виконавчих і контрольних органів (ревізійна комісія);
- визначення умов оплати праці посадових осіб підприємства;
- затвердження річних результатів діяльності підприємства, порядку розподілу прибутку і покриття збитків;
- визначення організаційної структури й прийняття рішень про зміни статутного капіталу і статуту підприємства.

3. Можливості фінансування. Форма організації бізнесу визначає також можливості й умови залучення власного і позикового капіталу. Так, рівень кредитоспроможності підприємства значною мірою залежить від рівня відповідальності за борги, а також від розміру власного капіталу.

4. Умови передачі права власності й правонаступництво (порядок і затрати коштів і часу на вихід з числа власників суб'єкта господарювання або набуття права власності). Якщо корпоративні права підприємств мають вільний обіг на фондовій біржі, то процедура передачі права власності є спрощеною. Якщо ж підприємства із замкненим колом можливих власників, то процедура передачі права власності на них є дещо ускладненою і супроводжується підвищеними накладними витратами.

5. Умови оподаткування суб'єктів господарювання різних форм організації бізнесу. Особливості, які передбачено для приватних підприємців, що здійснюють свою діяльність без створення юридичної особи, і підприємств, які за встановленими критеріями належать до малого бізнесу.

Суб'єкти господарювання можуть утворювати різного роду **об'єднання**. Об'єднання є юридичною особою, може мати самостійний і зведений баланси, розрахунковий та інші рахунки в установах банків,

печатку зі своїм найменуванням. Об'єднання не відповідає за зобов'язаннями підприємств, які входять до його складу, а підприємства не відповідають за зобов'язаннями об'єднання, якщо інше не передбачено установчим договором (статутом). До основних видів об'єднань належать асоціації, корпорації, консорціуми, концерни.

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

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

Консорціуми (від. лат. *consortium* — спільність) — тимчасові статутні об'єднання промислового і банківського капіталу для досягнення спільної мети зазвичай при здійсненні крупних фінансових операцій або реалізації спільного інвестиційного проекту. Наприклад, банківські консорціуми створюють з метою зменшення ризику при кредитуванні значних ризикових проектів або розміщенні великої емісії цінних паперів.

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

2.3. Особливості фінансової діяльності суб'єктів господарювання різних організаційно-правових форм

2.3.1. Суб'єкти господарювання без створення юридичної особи (фізична особа-підприємець (ФОП))

Для реєстрації ФОП перш ніж звертатись до державного реєстратора необхідно:

- вибрати КВЕД;
- визначитися з системою оподаткування, за якою буде вигідніше працювати;
- вибрати групу єдиного податку (у разі вибору спрощеної системи оподаткування).

Потім слід звернутися до державного реєстратора.

Перелік документів, які треба подати державному реєстратору для реєстрації ФОП (стаття 18 Закону України «Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб – підприємців» від 15.05.2003 № 755-IV):

- 1) заява про державну реєстрацію фізичної особи підприємцем;
- 2) заява про обрання фізичною особою спрощеної системи оподаткування та/або реєстраційна заява про добровільну реєстрацію як платника податку на додану вартість за формою, затвердженою центральним органом виконавчої влади, що забезпечує формування державної податкової і митної політики, – за бажанням заявника;
- 3) нотаріально засвідчена письмова згода батьків (усиновлювачів) або піклувальника чи органу опіки та піклування - для фізичної особи, яка досягла шістнадцяти років і має бажання займатися підприємницькою діяльністю, але не має повної цивільної дієздатності.

Розгляд документів, поданих для державної реєстрації та проведення інших реєстраційних дій, здійснюється протягом 24 годин після надходження документів, поданих для державної реєстрації та проведення інших реєстраційних дій, крім вихідних і святкових днів.

Фінансування. Власний капітал приватного підприємця формується виключно за рахунок його приватного майна. Основним джерелом його збільшення є внутрішнє фінансування, зокрема невикористаний для споживання прибуток.

Відповідальність. ФОП відповідає за боргами всім своїм майном, окрім майна, на яке згідно з цивільним процесуальним законодавством не може бути звернено стягнення.

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

- 1) оподаткування сукупного чистого доходу і сплата інших податків, передбачених законодавством України (традиційне оподаткування);
- 2) сплата єдиного податку.

2.3.2. Приватні підприємства

Приватне підприємство — це юридична особа, заснована на власності окремого громадянина (у т. ч. нерезидента) з правом найму робочої сили. Фізична особа–засновник приватного підприємства є власником 100 % капіталу такого підприємства, включаючи право на управління й отримання відповідної частки прибутку. Якщо власників підприємства буде двоє і більше, то воно належатиме до колективної форми власності.

Приватне підприємство повинне мати статут, власну печатку, баланс, розрахунковий рахунок у банку, тобто всі атрибути юридичної особи.

Законодавством не визначено мінімальний розмір і строки поповнення зареєстрованого капіталу приватного підприємства.

Переваги приватного підприємства:

- власник максимально повно використовує права на участь в управлінні підприємством;
- застосовується спрощений порядок реалізації права на правонаступництво;
- власник несе обмежену відповідальність за зобов'язаннями підприємства, тобто лише в межах вкладів у власний капітал (якщо інше не передбачено статутом);
- практично повністю відсутні так звані агентські ризики та витрати, зумовлені принципал-агент-конфліктом між окремими власниками та власниками і менеджментом.

Фінансування приватного підприємства здійснюється на основі внесків його власника, тесаврації прибутку, одержання комерційних або банківських позичок.

Оподаткування. Ці підприємства здебільшого належать до сфери малого бізнесу, а отже, можуть вибирати спрощену систему звітності й оподаткування, що зменшує їхні накладні витрати й податкові платежі.

2.3.3. Товариство з обмеженою відповідальністю

Товариством з обмеженою відповідальністю (ТОВ) є засноване одним або кількома особами товариство, статутний капітал якого поділено на частки, розмір яких установлюється статутом.

Товариство з обмеженою відповідальністю, як і акціонерне товариство, є суб'єктом колективної власності, має статутний капітал, поділений на частки, розмір яких визначається статутними документами.

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

Учасник зобов'язаний внести необхідні кошти у повному обсязі не пізніше року після реєстрації товариства. У разі невиконання цього зобов'язання у визначений строк учасник, якщо інше не передбачено установчими документами, сплачує за час прострочення 10 % річних від недовнесеної суми. Учаснику ТОВ, який повністю сплатив свій внесок, видається свідоцтво товариства.

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

Недоліками в організації фінансування ТОВ є складність і витратність передачі права власності на частки. На відміну від акцій АТ частки ТОВ є не досить мобільними, оскільки немає організованого ринку

торгівлі ними. Крім того, операція купівлі-продажу (переуступлення) часток має бути нотаріально посвідчена.

Реалізація права учасника ТОВ на **участь в управлінні підприємством**, як і учасника АТ, здійснюється на основі його участі у зборах власників. Учасники мають кількість голосів, пропорційну розміру їхніх часток у статутному капіталі.

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

2.3.4. Товариство з додатковою відповідальністю

Товариством з додатковою відповідальністю є товариство, засноване однією або кількома особами, статутний капітал якого поділено на частки, розмір яких визначається статутом.

Учасники товариства з додатковою відповідальністю солідарно несуть додаткову (субсидіарну) відповідальність за його зобов'язаннями своїм майном у розмірі, який установлюється статутом товариства і є однаково кратним для всіх учасників до вартості внесеного кожним учасником вкладу. У разі визнання банкрутом одного з учасників його відповідальність за зобов'язаннями товариства розподіляється між іншими учасниками товариства пропорційно їхнім часткам у статутному капіталі товариства.

2.3.5. Акціонерні товариства

Акціонерне товариство (АТ) — господарське товариство, статутний капітал якого поділено на певну кількість часток однакової номінальної вартості, корпоративні права за якими посвідчуються акціями. АТ самостійно відповідає за своїми зобов'язаннями всім своїм майном. Акціонери не відповідають за зобов'язаннями товариства і несуть ризик збитків, пов'язаних з його діяльністю, у межах вартості акцій, що їм належать.

Розмір статутного капіталу АТ має бути не меншим за суму, еквівалентну 1250 мінімальним заробітним платам, виходячи зі ставки мінімальної заробітної плати, чинної на момент створення товариства.

Акціонерами товариства визнаються фізичні та юридичні особи, які є власниками його акцій. Засновники АТ здійснюють свої внески у зареєстрований капітал згідно із засновницьким договором, решта акціонерів — на умовах договору купівлі-продажу акцій, укладеного із засновниками.

Повнота участі акціонера в **управлінні** товариством і контролі за його діяльністю залежить від величини пакета акцій, що йому належить, та їхнього виду — прості або привілейовані. Фактичне управління АТ і контроль за його діяльністю здійснюють акціонери, які володіють контрольним або блокуючим пакетом корпоративних прав.

Контрольний пакет корпоративних прав — кількість корпоративних прав (акцій, часток), яка забезпечує їхньому власнику право здійснювати фактичний контроль за діяльністю підприємства. При високій концентрації зареєстрованого (пайового) капіталу контрольний пакет становить не менше 50 % загальної його суми плюс одна акція. При значній диверсифікації контрольний пакет може становити 20 — 30 % номінальної вартості всіх корпоративних прав.

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

2.3.6. Повні й командитні товариства

Повним є товариство, учасники якого відповідно до укладеного між ними договору здійснюють підприємницьку діяльність від імені товариства і солідарно несуть додаткову (субсидіарну) відповідальність за його зобов'язаннями всім майном, що їм належить.

Особа може бути учасником тільки одного повного товариства.

В установчому договорі про повне товариство має бути визначено розмір частки кожного з учасників, розмір, склад і порядок внесення вкладів, форму їх участі у справах товариства.

Вести справи товариства можуть або всі учасники, або один чи кілька з них, які виступають від його імені.

Командитним товариством є товариство, в якому разом з учасниками, які здійснюють від імені товариства підприємницьку діяльність і солідарно несуть додаткову (субсидіарну) відповідальність за зобов'язаннями товариства всім своїм майном (повними учасниками), є один чи кілька учасників (вкладників), які несуть ризик збитків, пов'язаних із діяльністю товариства, у межах сум зроблених ними вкладів і не беруть участі в діяльності товариства. Сукупний розмір часток вкладників, які несуть обмежену відповідальність, не повинен перевищувати 50 % майна товариства, зазначеного в установчому договорі.

2.3.7. Виробничі кооперативи

Виробничим кооперативом є добровільне об'єднання громадян на засадах членства для спільної виробничої або іншої господарської діяльності, яка базується на їх особистій трудовій участі й об'єднанні його членами майнових пайових внесків.

Засновниками і членами кооперативу можуть бути лише резиденти України.

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

Статутний капітал кооперативів формується за рахунок пайових внесків. **Пай** — майновий внесок члена кооперативу у створення й розвиток капіталу кооперативу, який здійснюється шляхом передачі кооперативу майна, у т. ч. грошей, майнових прав, а також земельної ділянки. Член виробничого кооперативу зобов'язаний внести до дня державної реєстрації кооперативу не менше 10 % пайового внеску, а частину, що залишилася, — протягом року від дня його державної реєстрації, якщо інший строк не встановлено статутом кооперативу.

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

До основних принципів діяльності кооперативів можна віднести такі:

- добровільність членства в кооперативі й безперешкодний вихід з нього;
- обов'язкова трудова участь членів кооперативу у діяльності виробничого кооперативу;
- обов'язкова участь членів у господарській діяльності обслуговуючого кооперативу;
- демократичний характер управління, рівні права у прийнятті рішень за правилом «один член кооперативу — один голос»;
- розподіл доходу між членами кооперативу відповідно до їх участі в діяльності кооперативу;
- контроль членів кооперативу за його роботою в порядку, передбаченому статутом.

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

Вищим органом **управління** кооперативу є загальні збори. До органів управління належить правління кооперативу.

2.3.8. Державні й казенні підприємства

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

- приймають рішення про створення, реорганізацію, ліквідацію підприємств, установ і організацій, заснованих на загальнодержавній власності;

- затверджують статuti (положення) підприємств, контролюють їх дотримання й приймають рішення у зв'язку з порушенням статутів (положень);

- укладають і розривають контракти з керівниками підприємств;

- здійснюють контроль за ефективністю використання і збереженням закріпленого за підприємством державного майна;

- дають згоду Фонду державного майна України на створення спільних підприємств будь-яких організаційно-правових форм, до статутного фонду яких передається майно, що є загальнодержавною власністю;

- готують разом з відповідними місцевими радами народних депутатів висновки й пропозиції Кабінету Міністрів України щодо розмежування державного майна між загальнодержавною і комунальною власністю.

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

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

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

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

- підприємство провадить виробничу або іншу діяльність, яку відповідно до законодавства може здійснювати тільки державне підприємство;

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

- підприємство є суб'єктом природних монополій.

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

Казенне підприємство відповідає за своїми зобов'язаннями коштами й іншим майном, що є в його розпорядженні, крім основних засобів. У разі недостатності у казенного підприємства таких коштів і майна відповідальність за його зобов'язаннями несе орган управління.

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

Положення законодавства про банкрутство не застосовуються до юридичних осіб — казенних підприємств.

3. ФОРМУВАННЯ ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

3.1. Власний капітал, його функції й складові

Власний капітал підприємства — це підсумок першого розділу пасиву балансу, тобто перевищення балансової вартості активів підприємства над його зобов'язаннями. Основними складовими власного капіталу є зареєстрований (пайовий), додатковий, резервний капітал, капітал у дооцінках, нерозподілений прибуток. Відомості про розміри зареєстрованого (пайового) і резервного капіталу містяться у статуті підприємства.

Функції власного капіталу підприємства:

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

2. **Функція відповідальності й гарантії** (є кредитним забезпеченням для кредиторів підприємства).

3. **Захисна функція** (показує, яке значення має власний капітал для власників; чим більший власний капітал, тим краще захищеним є підприємство від впливу загрозливих для його існування факторів, оскільки саме за рахунок власного капіталу можуть покриватися збитки підприємства).

4. **Функція фінансування й забезпечення ліквідності.** Внесками у власний капітал разом зі спорудами, обладнанням, цінними паперами й

іншими матеріальними цінностями можуть бути грошові кошти. Вони можуть використовуватися для фінансування операційної та інвестиційної діяльності підприємства, а також для погашення заборгованості по позичках. Це підвищує ліквідність підприємства.

5. База для нарахування дивідендів і розподілу майна. Одержаний протягом року прибуток або розподіляється і виплачується власникам корпоративних прав у вигляді дивідендів, або тезаврується (спрямовується на збільшення зареєстрованого або резервного капіталу).

6. Функція управління і контролю. Згідно із законодавством власники підприємства можуть брати участь в його управлінні. Найвищим органом АТ або ТОВ є збори учасників товариства, які призначають керівні органи й ревізійну комісію.

7. Рекламна (репрезентативна) функція. Солідний статутний капітал (власний капітал) підприємства створює підґрунтя для довіри до нього не тільки з боку інвесторів, а й з боку постачальників факторів виробництва і споживачів готової продукції.

3.2. Зареєстрований капітал і корпоративні права підприємства

Зареєстрований (пайовий) капітал — сума вкладів власників підприємства в його активи за номінальною вартістю згідно із засновницькими документами. У відповідній статті балансу наводиться зафіксована в установчих документах загальна вартість активів, які є внеском власників (учасників) до капіталу підприємства.

Корпоративні права — це права власності на частку (пай) у зареєстрованому капіталі юридичної особи, включаючи права на управління, отримання відповідної частки прибутку такої юридичної особи, а також частки активів у разі її ліквідації.

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

Різниця між зареєстрованою сумою зареєстрованого (пайового) капіталу та фактично внесеною засновниками являє собою **неоплачений капітал підприємства**. У балансі цю суму наводять у дужках і вираховують при визначенні величини власного капіталу.

Основними видами корпоративних прав є акції, частки учасників у зареєстрованому (пайовому) капіталі ТОВ і паї.

Акція — цінний папір без установленого строку обігу, що засвідчує часткову участь у статутному капіталі акціонерного товариства, підтверджує членство в акціонерному товаристві та право на участь в управлінні ним, дає право його власникові на одержання частини прибутку

у вигляді дивіденду, а також на участь у розподілі майна при ліквідації акціонерного товариства.

Загальна номінальна вартість усіх емітованих акцій АТ (або внесених вкладів ТОВ) становить його зареєстрований капітал. Додатковий випуск акцій (часток) є можливим у тому разі, коли попередні випуски акцій було зареєстровано і всі раніше випущені акції (внески у ТОВ) повністю оплачено за вартістю, не нижчою від номінальної.

Акції можуть бути іменними і на пред'явника, привілейованими і простими.

Прості акції

Кожна **проста акція АТ** надає акціонеру — її власнику — однакову сукупність прав, зокрема:

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

Форми випуску акцій: документарна або бездокументарна. Форма випуску цінних паперів визначається за рішенням емітента, затверджується НКЦПФР при реєстрації випуску. Випуск цінних паперів у документарній формі здійснюється емітентом шляхом виготовлення сертифікатів, які випускаються з урахуванням вимог, визначених НКЦПФР. У разі емісії цінних паперів у бездокументарній формі емітент оформляє глобальний сертифікат, що відповідає загальному обсягу зареєстрованого випуску, і передає його на зберігання й вибраний ним депозитарій. Підтвердженням права власності на цінні папери є сертифікат, а в разі знерухомлення цінних паперів або їх емісії в бездокументарній формі — виписка з рахунка у цінних паперах, яку зберігач зобов'язаний надавати власникові цінних паперів.

Привілейовані акції

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

- одержання певних переваг при розподілі прибутку й виплаті дивідендів;
- додаткові права при розміщенні нових акцій;
- переваги при голосуванні на зборах акціонерів;
- переваги при розподілі ліквідаційної виручки.

Балансовий і ринковий курси акцій

Окрім номінального курсу акцій використовують показники балансового й ринкового курсів акцій.

Показник **балансового курсу корпоративних прав (БК)** характеризує структуру власного капіталу підприємства. Він показує величину чистих активів, які припадають на одну акцію (частку, пай), і дорівнює вираженому в процентах відношенню між власним капіталом (ВК) і зареєстрованим капіталом (ЗК):

$$БК = \frac{ВК}{ЗК} \cdot 100 \%. \quad (3.1)$$

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

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

Ринковий курс акцій. Ринковий курс — це вартість, за якою акції купують і продають на біржах, у позабіржових торговельно-інформаційних системах і на позабіржовому ринку.

Фондова біржа — це організований інститут, який зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їх ринкового курсу.

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

Ринковий курс залежить від співвідношення попиту і пропозиції на цінні папери.

Акції не всіх емітентів можуть бути допущені до торгівлі на організованому фондовому ринку. *Внесення акцій до списку цінних паперів, які котируються на фондовій біржі або можуть бути*

предметом укладення угод у торговельно-інформаційній системі, називається **лістингом**.

Окрім балансового і ринкового курсів акцій розраховують **курс акцій за капіталізованою вартістю (ККВ)** як виражене у процентах відношення між капіталізованою вартістю (КВ) підприємства до його зареєстрованого капіталу (СК):

$$ККВ = \frac{КВ}{СК} \cdot 100 \%. \quad (3.2)$$

Капіталізована вартість підприємства — це зведена до теперішньої вартості величина майбутніх доходів на основі їх дисконтування.

При порівняно стабільних доходах підприємства і ставці дисконтування капіталізовану вартість визначають за формулою

$$КВ = \frac{ЧП}{r},$$

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

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

3.3. Резервний капітал підприємства, його види і джерела формування

Резервний капітал — це сума резервів, сформованих за рахунок чистого прибутку в розмірах, установлених засновницькими документами підприємства й нормативними актами.

Згідно із законодавством України на кожному підприємстві, заснованому у формі акціонерного товариства, товариства з обмеженою відповідальністю тощо, має бути сформований резервний (страховий) капітал. Розмір цього капіталу регламентується засновницькими документами, але він не може бути меншим за 25 % зареєстрованого капіталу підприємства. Для акціонерних товариств мінімальна величина резервного капіталу повинна становити 15 % акціонерного капіталу. Розмір щорічних відрахувань у резервний капітал також регламентується засновницькими документами, але не може бути меншим за 5 % суми чистого прибутку підприємств.

Резервний капітал може використовуватися на такі основні цілі:

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

3.4. Збільшення зареєстрованого (пайового) капіталу підприємства

Основні цілі збільшення зареєстрованого (пайового) капіталу підприємства зводяться до такого:

- збільшення частки капіталу, в межах якої власники підприємства відповідають за його зобов'язаннями перед кредиторами; таким чином підвищуються кредитоспроможність суб'єкта господарювання та його фінансова незалежність;

- мобілізація фінансових ресурсів для реалізації інвестиційних проектів, планів санації, модернізації існуючих потужностей, переобладнання або розширення виробництва;

- поліпшення ліквідності й платоспроможності підприємства, оскільки збільшення статутного капіталу пов'язане зазвичай із залученням додаткових грошових ресурсів;

- акумуляція фінансового капіталу для придбання корпоративних прав інших підприємств, у т. ч. з метою посилення впливу на ці підприємства, їх поглинання або придбання їхніх потужностей.

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

Збільшення зареєстрованого (пайового) капіталу ТОВ

Зареєстрований (пайовий) капітал ТОВ можна збільшувати шляхом здійснення додаткових внесків або реінвестування прибутку.

Учасники товариства користуються **переважним правом** на здійснення додаткових внесків до зареєстрованого капіталу або на придбання частки учасника, який її уступив, пропорційно їхнім часткам у статутному капіталі товариства або в іншому погодженому ними розмірі.

Методи і джерела збільшення зареєстрованого (пайового) капіталу АТ

До основних методів збільшення статутного капіталу АТ належать такі:

- збільшення кількості акцій існуючої номінальної вартості;
- збільшення номінальної вартості акцій;
- обмін облігацій на акції;
- конверсія короткострокової кредиторської заборгованості за допомогою надання кредиторам акцій на суму боргу.

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

- додаткові внески учасників і засновників;
- дивіденди (реінвестиції прибутку)¹;
- резерви (якщо їх сформовано на належному рівні).

Зрозуміло, що реальний приплив фінансових ресурсів на підприємство відбувається лише у разі здійснення додаткових внесків інвесторів в обмін на корпоративні права суб'єкта господарювання.

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

Переважне право власників на придбання акцій (часток)

У разі збільшення зареєстрованого (пайового) капіталу акціонери (АТ) і учасники (ТОВ) користуються переважним правом на купівлю додатково випущених акцій (часток).

Кількість переважних прав на придбання акцій нової емісії є пропорційною частці окремих акціонерів у статутному капіталі на дату прийняття рішення про емісію акцій, тобто залежить від кількості наявних «старих» акцій, які належать акціонерам. Ціна переважного права на купівлю нових акцій визначається за такою формулою:

$$П = \frac{K_6 - K_e}{C + 1}, \quad (3.3)$$

де K_6 — ринковий (біржовий) курс акцій; K_e — курс емісії нових акцій; C — співвідношення, за яким робиться емісія.

Співвідношення, з яким здійснюється емісія, розраховується як відношення статутного капіталу перед його збільшенням до величини приросту номінального капіталу. Це співвідношення показує, скільки «старих акцій» (а отже, переважних прав) слід подати для того, що придбати одну нову акцію за курсом емісії:

$$C = \frac{3K_1}{3K_2 - 3K_1}, \quad (3.4)$$

де $3K_1$, $3K_2$ — відповідно розмір зареєстрованого (пайового) капіталу до і після його збільшення.

¹ Реінвестиція — це господарська операція, яка передбачає здійснення капітальних або фінансових інвестицій за рахунок прибутку, отриманого від інвестицій у певне підприємство.

Якщо $C = 2 : 1$, то це означає, що, маючи дві акції на момент прийняття рішення про збільшення зареєстрованого (пайового) капіталу, можна придбати одну акцію нової емісії.

Курс емісії корпоративних прав

Емісія акцій або облігацій підприємств — це сукупність дій емітента щодо здійснення підписки на акції або продажу облігацій.

До основних витрат на проведення емісії належать:

- а) оплата послуг аудиторів;
- б) оплата послуг фінансових посередників;
- в) витрати на друкування бланків цінних паперів;
- г) витрати на оплату державного мита при реєстрації емісії (0,1 % номінальної вартості запланованого обсягу емісії);
- д) оплата послуг незалежного реєстратора;
- е) витрати на рекламу і друкування інформації про емісію (проспекту) нової емісії.

Витрати, пов'язані з емісією цінних паперів, включаються до складу валових витрат підприємства-емітента.

Емісійний дохід, або ажіо, — сума перевищення доходів, отриманих від емісії (випуску) власних акцій та інших корпоративних прав, над номіналом таких акцій (інших корпоративних прав).

3.5. Зменшення зареєстрованого (пайового) капіталу підприємства

До основних цілей зменшення статутного капіталу слід віднести такі:

- підтримання курсу корпоративних прав, якщо він падає (зменшення статутного капіталу здійснюється для зрівноваження (або перевищення) номінальної вартості акцій (часток) з їхньою ринковою ціною);
- одержання санаційного прибутку, який спрямовується на покриття балансових збитків;
- концентрація статутного капіталу в руках найактивніших власників;
- зменшення високого рівня капіталізації підприємства (зменшення капіталу при цьому є складовою вибраної підприємством дивідендної політики або політики диверсифікації інвесторів);
- зменшення надлишку ліквідності (якщо чистий грошовий потік перевищує інвестиційні можливості підприємства, то доцільно спрямувати вільні кошти на повернення внесків власників з тим, щоб вони могли вкласти отримані кошти в інші інвестиційні проекти);
- вихід окремих учасників зі складу товариства (у ТОВ).

Зменшення зареєстрованого (пайового) капіталу ТОВ

Зареєстрований (пайовий) капітал ТОВ можна зменшити двома основними способами:

- 1) шляхом виходу одного або кількох учасників зі складу товариства;

2) зменшення частки у статутному капіталі всіх або окремих учасників.

Зменшення статутного капіталу за наявності заперечень будь-кого з кредиторів товариства не допускається.

Способи зменшення зареєстрованого (пайового) капіталу АТ:

а) зменшення номінальної вартості акцій;

б) зменшення кількості акцій існуючої номінальної вартості.

В останньому випадку можливими є такі варіанти:

- зменшення кількості акцій на основі їх конверсії;

- безкоштовна передача акцій до анулювання;

- зменшення кількості акцій на основі їх викупу з подальшим анулюванням.

Зменшення кількості акцій, які є в обігу, досягається або за рахунок вилучення з обігу й анулювання частини акцій, або на основі конверсії акцій.

Конверсія акцій — це об'єднання кількох акцій в одну (або обмін за встановленим співвідношенням однієї кількості акцій на іншу). Наприклад, конверсія акцій у співвідношенні 4 : 3 означає, що на кожні чотири акції можна обміняти три акції нової емісії.

Зменшення кількості акцій, які є в обігу, можна досягти не лише об'єднанням акцій, а й шляхом їх викупу або безоплатної передачі товариству для анулювання.

Загалом акціонерне товариство має право викупити в акціонера оплачені ним акції для таких цілей:

- подальший перепродаж;

- розповсюдження серед своїх працівників;

- анулювання.

3.6. Санація балансу

Досить часто рішення про зменшення статутного капіталу підприємства приймається з метою проведення санації балансу, яка полягає в покритті відображених у балансі збитків і створенні необхідних резервів за рахунок одержання санаційного прибутку.

Санаційний прибуток — це прибуток, який виникає внаслідок викупу підприємством власних корпоративних прав (акцій, часток) за курсом, нижчим за номінальну вартість цих прав (дизажіо), в результаті їх безкоштовної передачі до анулювання, зниження номінальної вартості або при одержанні безповоротної фінансової допомоги від власників корпоративних прав, кредиторів та інших заінтересованих у санації підприємства осіб.

У контексті зменшення статутного капіталу детальніше розглянемо першу складову санаційного прибутку — дизажіо (дорівнює різниці між номінальною вартістю корпоративного права та ціною його викупу емітентом

і затратами, пов'язаними з процедурою викупу прав та зменшенням статутного капіталу). Якщо корпоративні права надаються до анулювання безкоштовно, то санаційний прибуток дорівнюватиме номінальній вартості наданих до анулювання прав за мінусом витрат, пов'язаних зі зменшенням статутного капіталу. Безкоштовне надання своїх акцій до анулювання досить часто здійснюють крупні акціонери, власники контрольних пакетів, роблячи таким чином посильний вклад у фінансування санації.

3.7. Звіт про власний капітал

Інформація, наведена в першому розділі пасиву балансу «Власний капітал», відображає загальну картину стану власного капіталу та його окремих позицій на початок і кінець звітного періоду. Розшифрування першого розділу пасиву балансу, яке дає змогу фінансовому аналітику дійти висновків про зміни, які відбулися в складі власного капіталу підприємства, причини цих змін та існуючі тенденції, міститься у звіті про власний капітал.

Метою складання звіту про власний капітал є розкриття і аналіз інформації щодо змін у складі власного капіталу підприємства протягом звітного періоду. Читаючи звіт, користувач може з'ясувати, які основні чинники (операції) вплинули на зміни (збільшення або зменшення) у складі власного капіталу в цілому та окремих його позицій.

Звіт складається у формі шахової таблиці в розрізі статей, які включаються до складу першого розділу пасиву балансу, та причин їх зміни. *Шаховий принцип побудови звіту передбачає розміщення по горизонталі елементів (статей) власного капіталу, а по вертикалі — основних операцій, які можуть призвести до зміни окремих статей і власного капіталу в цілому.*

Звіт про власний капітал складається на підставі балансу, звіту про фінансові результати, а також аналітичних даних, що містяться у відповідних облікових реєстрах.

4. ВНУТРІШНІ ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ

4.1. Класифікація внутрішніх джерел фінансування підприємства

До внутрішніх джерел фінансування підприємств здебільшого належать такі: чистий прибуток; амортизаційні відрахування; забезпечення наступних витрат і платежів (рис. 4.1).

Дискусійним є питання віднесення до внутрішніх джерел фінансування грошових надходжень від інвестиційної діяльності, зокрема процентів, дивідендів, виручки від реалізації необоротних активів, фінансових інвестицій тощо. Прихильники віднесення зазначених надходжень до зовнішніх фінансових джерел обґрунтовують свою позицію

тим, що дезінвестиції та фінансові доходи не є результатом операційної діяльності, а отже, не можуть розглядатися як внутрішнє фінансування.



Рис. 4.1. Внутрішні джерела фінансування підприємств

4.2. Самофінансування підприємств

Основним внутрішнім джерелом фінансування є самофінансування, пов'язане з реінвестуванням (тезаврацією) прибутку.

Залежно від способу відображення прибутку в звітності, зокрема в балансі, виокремлюють:

- а) приховане самофінансування;
- б) відкрите самофінансування (тезаврація прибутку).

4.2.1. Приховане самофінансування

Ця форма фінансування підприємства пов'язана з використанням прихованого прибутку. Приховування прибутку здійснюється внаслідок формування прихованих резервів.

Приховані резерви — це частина власного капіталу підприємства, яку жодним чином не відображено в його балансі, отже, обсяг власного капіталу внаслідок формування прихованих резервів 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, використання методу ЛІФО при оцінюванні запасів тощо);
- 2) переоцінка зобов'язань.

Величина прихованих резервів в активі балансу дорівнює різниці між балансовою вартістю окремих майнових об'єктів підприємства та їхньою реальною (вищою) вартістю. Досить часто величину прихованих резервів

акціонерних товариств, акції яких котируються на біржі, розраховують як різницю між ринковим курсом акцій та їхнім балансовим курсом.

4.2.2. Тезаврація прибутку

Тезаврація прибутку — це спрямування його на формування власного капіталу підприємства з метою фінансування інвестиційної та операційної діяльності.

Величина тезаврації відповідає обсягу чистого прибутку, який залишився в розпорядженні підприємства після сплати всіх податків і нарахування дивідендів. Збільшення власного капіталу внаслідок тезаврації прибутку підприємства також позначають як *відкрите самофінансування*. Інформацію про це наводять в офіційній звітності.

Для визначення рівня самофінансування розраховують коефіцієнт самофінансування

$$K_{\text{сф}} = \frac{\text{Тезаврований прибуток}}{\text{Чистий прибуток}}. \quad (4.1)$$

Тезаврований прибуток відображають в балансі за такими позиціями:

- **у пасиві** — за статтями «Нерозподілений прибуток», «Резервний капітал», «Зареєстрований (пайовий) капітал»; при тезаврації прибутку зазвичай підвищується курс корпоративних прав підприємства;
- **в активі** — він може бути спрямований на фінансування будь-яких майнових об'єктів: оборотних і необоротних; короткострокових і довгострокових.

Фінансування підприємства за рахунок тезаврації прибутку має як переваги, так і недоліки. До основних *переваг самофінансування* слід віднести такі:

- не потрібно повертати залучені кошти й сплачувати винагороду за користування ними;
- немає затрат при мобілізації коштів;
- не потрібно надавати кредитне забезпечення;
- підвищуються фінансова незалежність і кредитоспроможність підприємства.

Недоліки самофінансування (тезаврації) у тезовому вигляді можна охарактеризувати таким чином:

- оскільки на реінвестування спрямовується чистий прибуток, то попередньо він підлягає оподаткуванню, унаслідок чого вартість цього джерела фінансування збільшується;
- обмежені можливості контролю за внутрішнім фінансуванням знижують вимоги до ефективного використання коштів;
- помилковість інвестицій (оскільки рентабельність реінвестицій може бути нижчою за середньоринкову процентну ставку, можливим є зниження ефективності ринку капіталів у цілому).

Рішення на користь реінвестицій власники приймають у тому разі, якщо рентабельність вкладень в певне підприємство буде вищою, ніж прибутковість можливих зовнішніх альтернатив.

4.3. Збільшення зареєстрованого (пайового) капіталу без залучення додаткових внесків

Збільшення зареєстрованого (пайового) капіталу підприємства без залучення додаткових внесків власників здійснюється шляхом підвищення номінальної вартості акцій або на основі безплатного розміщення серед власників додаткових корпоративних прав (акцій) пропорційно до належної кожному власнику частки статутного капіталу. При цьому використовуються такі основні джерела:

1. Чистий прибуток звітного періоду (одночасно із тезаврацією збільшується власний капітал).
2. Додатковий капітал у межах суми дооцінки необоротних активів.
3. Прибуток, тезаврований у попередніх періодах (резервний капітал або нерозподілений прибуток минулих років).

Зазначимо, що резервний капітал можна спрямовувати на виплату дивідендів або збільшення статутного капіталу у сумі, що перевищує мінімально встановлений (законодавством або статутом підприємства) його обсяг.

У разі збільшення статутного капіталу акціонерного товариства за рахунок реінвестиції або резервів інформація про випуск акцій реєстрації не підлягає, відкрита підписка на акції не здійснюється.

До внутрішніх джерел фінансування належать також створювані з власної ініціативи підприємств забезпечення (резерви) для відшкодування майбутніх витрат, збитків, зобов'язань, величина яких є невизначеною. У складі забезпечень наступних витрат і платежів відображаються нараховані у звітному періоді майбутні витрати і платежі, величина яких може бути визначена тільки на основі прогнозних оцінок, а також залишки коштів цільового фінансування і цільових надходжень.

Забезпечення наступних витрат і платежів можна розглядати як один з інструментів прихованого самофінансування. За своїми характеристиками забезпечення можна трактувати як позиковий капітал підприємства з невизначеними строками й сумами погашення.

4.4. Чистий грошовий потік (Cash-flow)

Чистий рух грошових коштів унаслідок операційної діяльності прийнято позначати як операційний Cash-flow, чистий рух коштів від інвестиційної діяльності — як інвестиційний Cash-flow. Різниця між

вхідними і вихідними потоками у межах фінансової діяльності (у вузькому розумінні) — *Cash-flow* від фінансової діяльності.

Чистий *Cash-flow* (рух грошових коштів) по підприємству за звітний період розраховується як арифметична сума *Cash-flow* від усіх видів діяльності.

Основою розрахунку загального *Cash-flow* є **операційний *Cash-flow***, який характеризує величину чистих грошових потоків, що утворюються внаслідок операційної діяльності, тобто частину виручки від реалізації, яка залишається в розпорядженні підприємства в певному періоді після здійснення всіх грошових видатків операційного характеру. Достатній розмір операційного *Cash-flow* створює сприятливі передумови для залучення фінансових ресурсів із зовнішніх джерел.

Наявність операційного *Cash-flow* характеризує здатність підприємства:

- а) фінансувати інвестиції за рахунок внутрішніх фінансових джерел;
- б) погашати фінансову заборгованість;
- в) виплачувати дивіденди.

Структурно-логічну схему виникнення й використання операційного *Cash-flow* наведено на рис. 4.2.

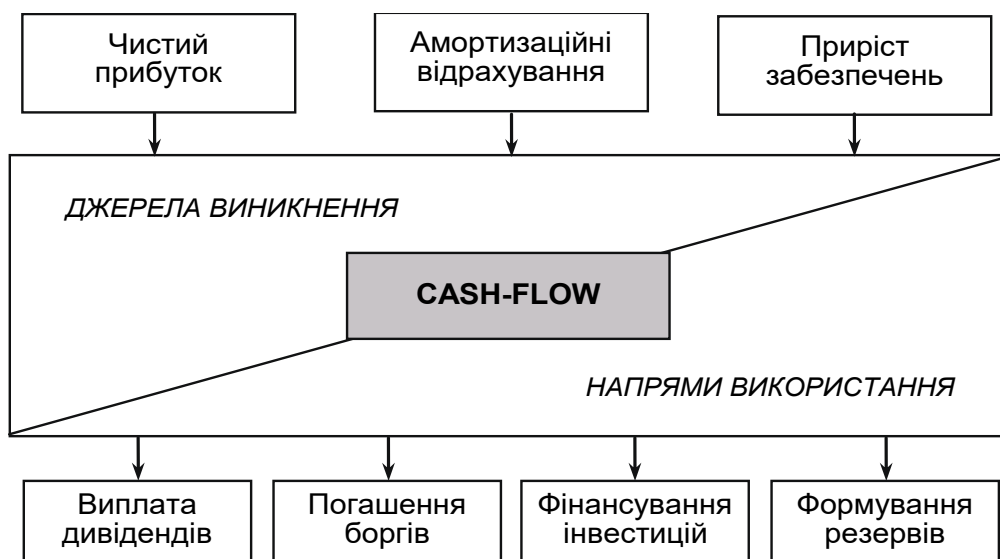


Рис. 4.2. Виникнення й використання операційного *Cash-flow*

Операційний *Cash-flow* і загальну суму грошових надходжень у межах інвестиційної діяльності можна розглядати як внутрішнє джерело фінансування.

Існують основні методи розрахунку *Cash-flow* від операційної діяльності:

1. **Прямий**, при використанні якого чистий грошовий потік (*Cash-flow*) від операційної діяльності розраховується як різниця між вхідними й вихідними грошовими потоками, що мають безпосереднє відношення до

операційної діяльності підприємства. До вхідних грошових потоків належать грошові надходження від продажу товарів у звітному періоді, погашення дебіторської заборгованості, інші грошові надходження від операційної діяльності (від реалізації оборотних активів, операційної оренди активів тощо). До вихідних грошових потоків відносять грошові видатки на покриття витрат, які включаються у собівартість продукції, адміністративних витрат, витрат на збут, інших витрат у межах операційної діяльності, а також податки на прибуток і проценти за користування позичками.

2. **Непрямий**, вихідною величиною при використанні якого є фінансові результати від операційної діяльності. Здійснюється зворотний до прямого методу розрахунок: операційні прибутки (збитки) коригуються на статті доходів (зменшуються) і витрат (збільшуються), які не впливають на обсяг грошових коштів (амортизація, забезпечення наступних витрат і платежів), а також на суму змін в оборотних активах і поточних зобов'язань, що пов'язані з рухом коштів у межах операційної діяльності й сплатою процентів за користування позичками.

Якщо операційний *Cash-flow* скоригувати на додатний (від'ємний) *Cash-flow* від інвестиційної діяльності, то можна отримати так званий **Free (незалежний) Cash-flow**, який характеризує здатність підприємства забезпечити операційну діяльність і планові інвестиції за рахунок внутрішніх фінансових джерел (незалежно від зовнішнього фінансування). Від'ємне значення *Free Cash-flow* показує, що для здійснення запланованих видатків підприємство має потребу у зовнішньому фінансуванні. Додатне значення *Free Cash-Flow* свідчить про наявність надлишку коштів, які можуть бути використані для виплати дивідендів, погашення банківських позичок, викупу власних корпоративних прав.

4.5. Показники Cash-flow

Показники, базою розрахунку яких є операційний *Cash-flow*, широко використовуються при оцінюванні фінансового стану підприємства й визначенні його кредитоспроможності. Показник *Cash-flow* можна розглядати з трьох позицій:

- 1) як індикатор ліквідності й платоспроможності підприємства;
- 2) як показник результативності фінансово-господарської діяльності (індикатор теперішньої і майбутньої дохідності підприємства);
- 3) як індикатор спроможності до фінансування за рахунок внутрішніх джерел.

До основних показників *Cash-flow* належать такі:

1. **Показник тривалості погашення заборгованості.** Визначається шляхом ділення позикового капіталу нетто (зменшеного на суму грошових коштів, їхніх еквівалентів, поточних фінансових інвестицій та чистої реалізаційної вартості поточної дебіторської заборгованості) на *Cash-flow*

(операційний). Є індикатором спроможності підприємства за рахунок власних ресурсів виконувати свої зобов'язання. Показує, скільки років (або періодів) підприємству потрібно (при певному рівні операційного *Cash-flow*), щоб розрахуватися зі своїми боргами за рахунок результатів операційної діяльності. Якщо тривалість погашення заборгованості становить 1 — 3 роки, то це є нормальною ситуацією з огляду на перспективи виконання підприємством своїх зобов'язань; 4 — 5 років — задовільною; понад 5 років — незадовільною.

2. Показник обернено пропорційний до тривалості погашення заборгованості — відношення *Cash-flow* до заборгованості (нетто). Характеризує здатність підприємства розрахуватися зі своїми боргами за рахунок грошових надходжень від операційної діяльності.

3. Показник самофінансування інвестицій. Визначається шляхом ділення операційного *Cash-flow* на величину чистих інвестицій (сума приросту нематеріальних активів, основних засобів і довгострокових фінансових інвестицій). Показує частку інвестицій, профінансовану за рахунок внутрішніх джерел. Чим вищий цей показник, тим менше підприємство вдавалося до залучення зовнішніх фінансових ресурсів при фінансуванні інвестицій.

4. Чиста *Cash-flow*-маржа — відношення *Cash-flow* (операційного) до обороту від реалізації продукції. Характеризує величину *Cash-flow*, яка припадає на одиницю обороту від реалізації. Показує, скільки процентів виручки від реалізації залишається на підприємстві після здійснення всіх платежів у межах операційної діяльності.

5. Показник відношення *Cash-flow* до власного капіталу. Характеризує величину чистого грошового потоку, яка припадає на одиницю власного капіталу.

Недоліком показників, розрахованих на базі *Cash-flow*, є те, що їх можна лише частково використовувати при порівнянні ефективності діяльності різних підприємств. Це зумовлено дією чинника амортизації. У тих підприємств, які інтенсивно нараховують знос і запускають в дію нове, дороге обладнання, за інших однакових обставин, рівень *Cash-flow* буде вищим, ніж у тих підприємств, які використовують менше обладнання або беруть його в оренду (лізинг), однак працюють з однаковою ефективністю. Саме тому під час обґрунтування відповідних рішень фінансові аналітики повинні звертати увагу також на структуру *Cash-flow*.

4.6. Звіт про рух грошових коштів

Рух грошових коштів — надходження і вибуття грошових коштів та їхніх еквівалентів.

Метою складання звіту про рух грошових коштів є надання користувачам фінансової звітності повної, правдивої та неупередженої

інформації про зміни, що відбулися у грошових коштах підприємства та їхніх еквівалентах за звітний період.

Чистий рух коштів за звітний період визначається як різниця між сумою грошових надходжень і видатків, відображених у статтях «Чистий рух коштів від операційної діяльності», «Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності» і «Чистий рух коштів від фінансової діяльності», або як арифметична сума *Cash-flow* за трьома видами діяльності.

5. ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА ПІДПРИЄМСТВ

5.1. Зміст, значення і основні завдання дивідендної політики

Дивіденди — частина чистого прибутку, розподілена між учасниками (власниками) відповідно до частки їх участі у статутному капіталі підприємства.

Дивідендна політика — це набір цілей і завдань, які ставить перед собою керівництво підприємства у сфері виплати дивідендів, а також сукупність методів і засобів їх досягнення. **Оптимізація дивідендної політики** — це оптимізація співвідношення між прибутком, що виплачується у вигляді дивідендів, і тим, який реінвестується з метою максимізації доходів власників.

Чим більше прибутку виплачується у вигляді дивідендів, тим менше коштів залишається у підприємства для здійснення реінвестицій. Якщо ж приймається рішення про тезаврацію прибутку, то збільшується величина власного капіталу, а отже, змінюється загальна структура капіталу підприємства, що за певних обставин впливає на його вартість.

Зв'язок між дивідендною політикою і ринковим курсом корпоративних прав описується класичним алгоритмом: курс акцій прямо пропорційний дивіденду й обернено пропорційний процентній ставці за альтернативними вкладеннями капіталу на ринку.

Стабільний рівень дивідендних виплат може сигналізувати про те, що вкладений інвесторами в підприємство капітал працює ефективно. Отже, за інших однакових умов дивідендні виплати позитивно впливають на ринковий курс корпоративних прав. З іншого боку, відсутність дивідендів або їх різке коливання свідчить про нестабільність і ризиковість підприємства-емітента корпоративних прав. Як наслідок — ринковий курс падає.

До основних завдань, які слід вирішити під час формування й реалізації дивідендної політики, відносять:

- виявлення основних факторів, які впливають на прийняття рішення про виплату дивідендів або реінвестування прибутку;
- визначення оптимального співвідношення між розподіленим і тезаврованим прибутками;

- оцінювання впливу рішення про порядок розподілу чистого прибутку на ринкову вартість корпоративних прав підприємства та його інвестиційну привабливість;
- визначення оптимальної для підприємства величини статутного і власного капіталу;
- узгодження стратегії виплати дивідендів із податковим законодавством;
- вибір найприйнятніших методів і форм нарахування і виплати дивідендів;
- оцінювання впливу дивідендної політики на вирішення конфлікту інтересів між власниками, кредиторами і керівництвом підприємства.

5.2. Фактори дивідендної політики

Рішення про розподіл прибутку приймаються зборами власників підприємства. Завданням менеджменту в цілому і фінансового менеджменту зокрема є обґрунтування необхідності прийняття того чи іншого рішення у сфері дивідендної політики. Для цього слід проаналізувати фактори впливу на неї, зокрема такі:

1. *Стадія життєвого циклу підприємства* (для нещодавно створених підприємств доцільним є максимальне реінвестування прибутку).

2. *Наявність у підприємства прибуткових інвестиційних проектів*. Якщо у підприємства немає обґрунтованих планів щодо прибуткового реінвестування прибутку, то найраціональнішим буде максимальний розподіл прибутку (виплата дивідендів).

3. *Альтернативні джерела капіталу*. Цей чинник пов'язаний з доступністю і вартістю залучення коштів із зовнішніх джерел, які можна використати для покриття потреби в капіталі.

4. *Обмеження*. Законодавством, статутом або угодами підприємства може бути встановлено певні обмеження на виплату дивідендів. Ці обмеження застосовують в таких випадках:

- у разі заборгованості власників (учасників) за внесками до статутного капіталу;
- за наявності на момент виплати дивідендів підстав щодо порушення справи про банкрутство підприємства або виникнення таких підстав унаслідок виплати дивідендів;
- коли власний капітал підприємства є меншим за обсяг його зареєстрованого (пайового) і резервного капіталу;
- якщо повністю не сплачено поточні й накопичені дивіденди за привілейованими акціями;
- у разі відсутності відповідних фінансових джерел виплати дивідендів;
- за наявності договірних обмежень, наприклад з банком-кредитором.

5. *ПРЕФЕРЕНЦІЇ найважливіших груп власників*: більшість з них орієнтовані на споживання (виплата дивідендів) або заощадження (тезаврація і збільшення вартості підприємства).

6. *Податкові наслідки* застосування того чи іншого типу дивідендної політики: для власників і самого підприємства.

7. *Рівень процентних ставок на ринку капіталів*, а також ставки дивідендів у конкурентів та інших підприємств, які належать до однієї або суміжних галузей виробництва.

5.3. Порядок нарахування дивідендів

Рішення про виплату дивідендів та їхній розмір за корпоративними правами кожної категорії приймають власники (загальні збори власників) підприємства за рекомендацією наглядової ради або пропозицією виконавчих органів. Порядок повідомлення власників корпоративних прав про виплату дивідендів регламентується статутом товариства. Зазвичай підприємства дають відповідне оголошення у заздалегідь визначених друкованих засобах масової інформації. В оголошенні про виплату дивідендів має міститися така інформація:

- назва підприємства;
- дата прийняття загальними зборами власників рішення про виплату дивідендів;
- період, за який виплачуються дивіденди;
- величина дивідендів на одну акцію (у відносному або абсолютному вираженні) в розрізі окремих їхніх категорій;
- строки і місце виплати;
- особливості оподаткування дивідендів.

Величина дивідендів, які виплачують окремому власнику, залежить від трьох основних показників:

- величини чистого прибутку, резерву дивідендів (інших джерел виплати);
- установленого співвідношення між розподіленим і нерозподіленим прибутками;
- частки власника у зареєстрованому (пайовому) капіталі.

Сума коштів, яка за рішенням зборів власників спрямовується на виплату дивідендів, називається *масою дивіденду*. З прийняттям рішення про виплату дивідендів у підприємства зменшується власний капітал (прибуток). На суму нарахованих, але не виплачених дивідендів збільшується обсяг заборгованості, яка зменшується одночасно з виплатою дивідендів.

Порядок нарахування дивідендів (прибутку на корпоративні права) значною мірою залежить від форми організації бізнесу і форми власності. Розглянемо найсуттєвіші особливості нарахування дивідендів.

Акціонерні товариства. Право на одержання дивідендів в АТ мають акціонери, які є власниками акцій (обліковуються в реєстрі акціонерів) на початок строку виплати дивідендів, який установлюється загальними зборами акціонерів незалежно від періоду, протягом якого акціонери володіли акціями. Дивіденди за акціями виплачуються один раз на рік за результатами календарного року в повному обсязі. Загальні збори акціонерів не можуть приймати рішення про виплату проміжних дивідендів за результатами діяльності за квартал, місяць або півріччя.

Товариства з обмеженою відповідальністю. На відміну від акціонерних товариств ТОВ можуть виплачувати дивіденди протягом року. Окрім того, учаснику товариства з обмеженою відповідальністю виплачуються дивіденди, які відповідають частці прибутку, одержаного товариством за період, протягом якого учасник мав корпоративні права підприємства. Це означає, що на одержання дивідендів претендують не лише власники, які мають корпоративні права товариства на момент прийняття рішення про розподіл прибутку, а й ті, що належали до числа власників протягом періоду, за який виплачуються дивіденди.

Виплата дивідендів приватними підприємствами. Приватні підприємства не належать до господарських товариств. Кошти, які залишаються в розпорядженні приватного підприємства, після сплати всіх податків і зборів можуть бути виплачені його власнику.

5.4. Форми виплати дивідендів

Складовою дивідендної політики підприємства є вибір найприйнятнішої для всіх заінтересованих сторін форми виплати дивідендів. Загалом дивіденди можуть виплачуватися в таких формах:

- грошова;
- негрошова;
- змішана;
- приховані дивіденди.

Стандартною **формою** виплати дивідендів є **грошова**. З прийняттям зборами власників рішення про нарахування дивідендів частина власного капіталу перетворюється на позиковий. Заборгованість підприємства його власникам, пов'язана з нарахуванням дивідендів, відображається за статтею «Поточні зобов'язання за розрахунками з учасниками». Виплачуючи дивіденди, підприємство погашає цей борг.

Досить часто приймається рішення про виплату дивідендів у **негрошовій формі**: корпоративними правами, іншими фінансовими інструментами, товарами, знижками на товари тощо.

Характерною рисою дивідендної політики багатьох вітчизняних підприємств є те, що дивіденди досить часто виплачуються у **товарній формі**. Її використовують як підприємства, що виробляють товари народного споживання, так і ті, які ці товари отримують за бартерними

схемами. Зазвичай дивіденди товарами отримують дрібні акціонери, які не можуть впливати на фінансову політику підприємств. Великі акціонери, які контролюють такі підприємства, формально не отримують ніяких дивідендів або віддають перевагу корпоративним правам.

Змішана форма виплати дивідендів передбачає комбінацію різних форм виплати винагороди власникам: частково у вигляді грошових коштів, а частково іншими (негрошовими) засобами.

Приховані дивіденди. Керівництво підприємства може маніпулювати розміром чистого прибутку, який засвідчується в звітності та є джерелом виплати дивідендів і основою для прийняття рішення про це на зборах власників. Приховані виплати дивідендів здійснюються безпосередньо на користь власників підприємства або на користь так званих пов'язаних, або афільованих, осіб. Ці доходи можуть утворюватися внаслідок здійснення таких операцій:

- продаж товарів (робіт, послуг) зазначеним особам за заниженими цінами;
- придбання товарів (робіт, послуг) у таких осіб за завищеними цінами;
- виплата завищених процентів за депозитами, позичками тощо;
- одержання позичок за зниженими процентними ставками;
- оплата фіктивних угод за невиконані послуги, у т. ч. за ноу-хау, консультаційні або рекламні послуги, інші види нематеріальних активів з подальшим одержанням готівки для виплати винагороди працівникам і власникам;
- оплата зарубіжних відряджень тощо.

5.5. Інструменти дивідендної політики

У процесі реалізації вибраного типу дивідендної політики підприємства вдаються до таких специфічних прийомів:

- збільшення зареєстрованого (пайового) капіталу і виплата дивідендів акціями;
- подрібнення акцій;
- викуп акціонерним товариством акцій власної емісії (або зменшення номіналу);
- формування резервів виплати дивідендів.

Важливим інструментом дивідендної політики є **збільшення зареєстрованого (пайового) капіталу підприємства** без залучення додаткових внесків власників. У такому разі відповідна частина прибутку підприємства трансформується у зареєстрований капітал, причому до статутного капіталу може спрямовуватися як прибуток звітного року, так і залишок нерозподіленого прибутку минулих років. Вдаючись до цього прийому, підприємства можуть досягти двох цілей:

1) забезпечити певний рівень самофінансування, оскільки прибуток залишається на підприємстві;

2) збільшити базу для нарахування дивідендів.

Досить відомими інструментами дивідендної політики є **подрібнення акцій і викуп акціонерним товариством акцій власної емісії**. Механізм подрібнення акцій у межах дивідендної політики застосовується при високому ринковому курсі акцій і високому рівні капіталізації. За рішенням загальних зборів акціонерів АТ може бути проведено подрібнення акцій (спліт): кожна з випущених товариством акцій замінюється на кілька акцій меншого номіналу. Величина статутного капіталу при цьому не змінюється. Однак, як і у випадку зі збільшенням статутного капіталу, досягається зменшення ринкової ціни акції. Здійснивши подрібнення акцій, наприклад у співвідношенні 1 : 3, емітент може викупити у власника певну кількість акцій і анулювати їх для зменшення загальної номінальної вартості акцій, які є в обігу, з одночасним зростанням їхньої ринкової ціни. Грошові компенсації за викуп акцій можна трактувати як дивідендні платежі, що, до того ж, не підлягатимуть оподаткуванню.

Резерв дивідендів. Підприємства здебільшого прагнуть забезпечити стабільний рівень дивідендних виплат, що позитивно впливає на стабілізацію курсу їхніх корпоративних прав. З цією метою в роки з високим обсягом чистого прибутку останній повністю не розподіляється, а спрямовується на формування резервів, у т. ч. прихованих. У роки з недостатнім рівнем прибутковості підприємство може спрямовувати на виплату дивідендів частину раніше сформованих резервів. Зазначені резерви також використовуються для забезпечення дивідендних виплат за привілейованими акціями.

5.6. Методи нарахування дивідендів

На практиці, ураховуючи фактори впливу на дивідендну політику і теоретичні концепції у цій галузі, використовують такі основні методи нарахування й виплати дивідендів:

- залишковий метод і стратегія припинення дивідендних виплат;
- метод стабільних дивідендів;
- метод гнучкої дивідендної політики;
- метод стійкого приросту дивідендів;
- метод стабільної і бонусної частин.

Залишковий метод. На дивіденди повинна спрямовуватися частина чистого прибутку, що залишилася у підприємства після здійснення всіх необхідних реінвестицій. До переваг методу належить забезпечення високих темпів розвитку підприємства. Головними недоліками методу є нестабільність дивідендів і вплив інвесторів, орієнтованих на споживання, зокрема дрібних інвесторів.

Метод стабільних дивідендів. Зміст методу зводиться до того, що ставка дивідендів та їх абсолютна сума на одну акцію тривалий час залишаються незмінними або коливаються в незначних, заздалегідь визначених межах. Сума дивідендів при цьому не прив'язується до фактичних фінансових результатів за звітний період. Доцільність такого підходу обґрунтовується тим, що стабільні дивіденди відповідають інтересам стратегічних інвесторів, які вкладають кошти в корпоративні права підприємства на тривалий період, і, навпаки, обмежують арбітражні можливості біржових спекулянтів, оскільки курс корпоративних прав при такій дивідендній політиці матиме тенденцію до стабілізації або навіть поступового зростання.

Метод гнучкої дивідендної політики. На противагу попередньому методу цей метод ґрунтується на принципі залежності розміру дивідендів від фінансових результатів у періоді, за який виплачуються дивіденди. Однак використання цього методу не означає, що величина дивідендів буде дзеркальним відображенням фінансових результатів суб'єкта господарювання. Обсяг сплачуваних дивідендів можна регулювати також шляхом зміни співвідношення розподіленого й нерозподіленого прибутків. У цілому метод є ефективним для підприємств зі стабільними доходами.

Метод стійкого приросту дивідендів. При цьому методі передбачається стабільне зростання дивідендів зазвичай у твердо встановленому проценті приросту до розміру дивідендів у попередні роки. Аналогічно до методу стабільних дивідендів обсяг дивідендів не залежить від прибутків підприємства у відповідному періоді. До переваг цього методу можна віднести відносне зростання ринкової вартості корпоративних прав, а отже, сприятливі можливості залучення коштів при додатковій емісії. Недоліком такої політики є відсутність гнучкості. Якщо використання методу не підкріплено відповідними фінансовими результатами й достатніми резервами, то це може призвести до порушення фінансової рівноваги і втрати підприємством ліквідності.

Метод стабільної й бонусної частин. Використовуючи цей метод, підприємство регулярно виплачує стабільні невисокі дивіденди плюс додаткові бонуси за наявності високих прибутків або у разі святкування знаменних подій, ювілейних дат тощо. Така політика є ефективнішою, ніж у разі виплати стабільно високих дивідендів та їх зниження при незадовільних фінансових результатах.

5.7. Ефективність дивідендної політики

Висновки про ефективність дивідендної політики можна зробити на основі аналізу показників прибутковості корпоративних прав.

Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію, розраховують діленням суми чистого прибутку, який належить власникам простих акцій, на кількість простих акцій.

Дивіденди на одну просту акцію обчислюють діленням суми оголошених дивідендів на кількість простих акцій, за якими сплачуються дивіденди.

Коефіцієнт цінності акцій розраховують діленням ринкової ціни однієї акції на дивіденд на одну просту акцію.

Рентабельність акції — виражений у процентах показник, який є обернено пропорційним до коефіцієнта цінності акцій.

Коефіцієнт дивідендних виплат — це відношення маси дивіденду до суми чистого прибутку.

Відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію (*price earnings ratio, PER*) характеризує взаємозв'язок між чистим прибутком підприємства та курсом його акцій і показує, скільки річних прибутків на одну акцію потрібно, щоб окупилися кошти, вкладені в акцію.

Відношення ринкового курсу акцій до показника *Cash-flow* на одну акцію характеризує взаємозв'язки між ринковим курсом і чистим грошовим потоком підприємства.

У відомості про фінансово-господарську діяльність АТ, яку публікує емітент у друкованих виданнях, наводяться окремі показники, які характеризують ефективність дивідендної політики, зокрема:

- частка чистого прибутку, спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції;

- чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію;

- дивіденди, нараховані на одну просту акцію.

Ефективною буде така дивідендна політика, при якій забезпечується зростання ринкової ціни корпоративних прав. Рішення власників підприємства про виплату дивідендів або реінвестування прибутку залежить від очікуваної рентабельності власного капіталу (P_v) і ставки зовнішніх доходів (p) при альтернативних вкладеннях відповідного обсягу капіталу на ринку. Якщо на ринку є можливість вкласти капітал з вищою нормою дохідності, ніж у підприємства-емітента (при однаковому рівні ризику), то доцільно прийняти рішення про виплату дивідендів. У протилежному випадку найраціональнішою буде тезаурація прибутку.

Отже, доти, доки $P_v > p$, з огляду на прибутковість власникам доцільно реінвестувати весь чистий прибуток. У такому разі ринковий курс акцій зростатиме. Згідно з класичним підходом алгоритм розрахунку ринкового курсу корпоративних прав має такий вигляд:

$$KA = \frac{Д + (П - Д) \cdot P_v / p}{p}, \quad (5.1)$$

де KA — ринковий курс корпоративних прав (акцій); $П$ — чистий прибуток на одну акцію; $Д$ — дивіденди на одну акцію.

6. ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ ЗА РАХУНОК ПОЗИКОВОГО КАПІТАЛУ

6.1. Позиковий капітал підприємства, його ознаки і складові

Кредитор — юридична та (або) фізична особа, яка має підтверджені належними документами грошові вимоги до боржника, в тому числі вимоги з виплати заробітної плати, зі сплати податків, інших обов'язкових платежів тощо.

Позиковий капітал підприємства може формуватися за рахунок зовнішніх і внутрішніх джерел. Розглянемо формування позикового капіталу із зовнішніх джерел. У балансі позиковий капітал підприємства відображається у складі зобов'язань.

Залежно від строків виконання зобов'язань позиковий капітал поділяють на довгостроковий і поточний.

Довгостроковими зобов'язаннями є зобов'язання, що будуть погашені протягом строку, який перевищує 12 календарних місяців, або протягом строку, що перевищує операційний цикл, якщо він більш ніж 12 календарних місяців.

Поточними (короткостроковими) зобов'язаннями є зобов'язання, що будуть погашені протягом операційного циклу або мають бути погашені протягом 12 місяців від дати складання балансу. Поточний позиковий капітал може формуватися за рахунок таких видів зобов'язань:

- короткострокові кредити банків;
- поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями (частина довгострокової заборгованості, яку необхідно погасити протягом одного року від дати складання балансу);
- векселі видані (сума заборгованості за виданими векселями в забезпечення поставок (робіт, послуг) від постачальників, підрядників та інших кредиторів, термін погашення якої не перевищує 12 календарних місяців);
- кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги (сума заборгованості постачальникам і підрядникам за отримані матеріальні цінності, виконані роботи й отримані послуги, крім заборгованості, забезпеченої векселями);
- поточні зобов'язання за розрахунками з одержаних авансів (сума внесків, отриманих від інших осіб у рахунок наступних поставок продукції, виконання робіт (послуг), а також суми попередньої оплати покупцями і замовниками рахунків постачальника);
- поточні зобов'язання за розрахунками з бюджетом (заборгованість підприємства за всіма видами платежів до бюджету, включаючи податки з працівників підприємства, а також зобов'язання за фінансовими санкціями, що справляються у дохід бюджету);

- поточні зобов'язання за розрахунками зі страхування (заборгованість з відрахувань на обов'язкове державне пенсійне страхування, обов'язкове соціальне страхування, обов'язкове соціальне страхування на випадок безробіття, за розрахунками з індивідуального страхування персоналу підприємства, страхування майна та іншими розрахунками зі страхування);

- поточні зобов'язання за розрахунками з оплати праці (заборгованість за нарахованими, але не виплаченими оплатою праці, преміями, допомогами тощо);

- поточні зобов'язання за розрахунками з учасниками (заборгованість підприємства його учасникам (власникам), пов'язана з розподілом прибутку (дивідендів) та іншими виплатами, нарахованими засновникам та учасникам за користування майном);

- поточні зобов'язання із внутрішніх розрахунків (заборгованість підприємства пов'язаним сторонам і кредиторська заборгованість за внутрішньовідомчими розрахунками);

- інші поточні зобов'язання (суми зобов'язань, які не можуть бути включені до інших статей, зокрема заборгованість за нарахованими процентами та ін.).

Отже, до основних зовнішніх джерел формування позикового капіталу підприємств належать:

- банківські (фінансові) кредити;
- кошти, залучені внаслідок емісії облігацій;
- комерційні позички.

6.2. Фінансові кредити

Фінансовий кредит — це позиковий капітал, який надається банком-резидентом або нерезидентом, кваліфікованим як банківська установа згідно із законодавством країни перебування нерезидента, або резидентами і нерезидентами, які мають статус небанківських фінансових установ, у позичку юридичній або фізичній особі на певний строк для цільового використання та під процент.

Основним різновидом фінансових кредитів є **банківський кредит**, який надається суб'єктам кредитування всіх форм власності у тимчасове користування на умовах забезпеченості, повернення, строковості, платності й цільової спрямованості.

Кредити, які надаються банками, за строками користування поділяють на такі:

- а) короткострокові — до одного року;
- б) середньострокові — до трьох років;
- в) довгострокові — понад три роки.

Довгострокові кредити залучаються підприємствами для фінансування довгострокових активів, зокрема основних засобів (їх

придбання, реконструкція, модернізація), нового будівництва, інших видів необоротних активів, а також окремих видів оборотних активів, в яких кошти заморожуються на тривалий період.

Короткострокові банківські кредити залучаються здебільшого для фінансування оборотних активів підприємства, зокрема на покриття тимчасового дефіциту платіжних засобів, придбання товарів, виробничих запасів тощо.

Перед тим, як прийняти рішення про надання кредиту, банк проводить ретельну *фінансово-економічну експертизу* діяльності потенційного позичальника за такими основними напрямками:

- якість менеджменту;
- ситуація підприємства на ринку факторів виробництва та збуту продукції;
- фінансовий стан потенційного позичальника;
- кредитне забезпечення.

6.3. Кредитоспроможність підприємства

Кредитоспроможність — наявність у потенційного позичальника передумов для отримання кредиту і здатність повернути його.

Перш ніж планувати залучення капіталу шляхом одержання банківської позички, фінансові служби підприємства повинні оцінити можливості отримання кредиту. Для цього доцільно провести аналіз відповідності параметрів діяльності підприємства критеріям кредитоспроможності, які установив той чи інший банк.

Кожен банк розробляє власні критерії та методи оцінювання кредитоспроможності позичальника. Систематизуємо найтиповіші підходи до оцінювання кредитоспроможності підприємства.

Якісні критерії кредитоспроможності

До якісних критеріїв кредитоспроможності належать якість менеджменту та ситуація на ринку факторів виробництва і збуту продукції (товарів).

При оцінюванні рівня ***менеджменту*** увагу концентрують на персональних і фахових якостях керівництва, а також на організації управління підприємством. Відповідні висновки роблять на основі вивчення інформації, яка характеризує:

- наявність і реальність довгострокової стратегії розвитку підприємства;
- уміння керівника чітко формулювати стратегічні цілі й концепцію розвитку підприємства;
- наявність і функціональну спроможність системи контролінгу;
- освіту, досвід та імідж керівництва;
- дотримання ділової етики, договірну і платіжну дисципліну підприємства;

- вміння менеджменту вчасно оцінювати підприємницькі ризики та вживати заходів щодо їх нейтралізації;
- внутрішній клімат, який склався на підприємстві, та виробничу дисципліну;
- рівень розмежування функціональних обов'язків працівників, наявність посадових інструкцій;
- плинність кадрів на ключових посадах.

Банківська практика свідчить, що внаслідок суб'єктивного оцінювання якості менеджменту систематично завищується.

Оцінюючи **ситуацію підприємства на ринку факторів виробництва і збуту продукції**, використовують результати галузевого аналізу, співбесіди з клієнтами позичальника, а також повідомлення засобів масової інформації. Основну увагу при цьому концентрують на з'ясуванні таких питань:

- рівень відповідності якості товарів їхнім цінам і потребам ринку;
- конкурентоспроможність продукції (на внутрішньому й зовнішньому ринках), конкурентні переваги;
- якість маркетингової політики та концепції збуту продукції;
- величина ринкового сегмента, який належить підприємству;
- управління товарним асортиментом (розроблення нових видів продукції);
- основні споживачі готової продукції та їхня частка в загальному обсязі реалізації;
- наявність замовлення на реалізацію продукції (робіт, послуг);
- залежність виробничо-господарської діяльності підприємства від постачальників сировини і матеріалів;
- рівень зносу основних засобів і необхідність їх оновлення;
- наявність ефективної системи логістики на підприємстві.

Глибина оцінювання якісних критеріїв кредитоспроможності значною мірою залежить від строку, на який видається кредит.

Кількісні критерії кредитоспроможності

З метою оцінювання кількісних критеріїв проводять аналіз поточного й перспективного фінансового стану підприємства. Головне завдання, яке ставить перед собою фінансовий аналітик, — прогнозування майбутньої платоспроможності підприємства. Для цього аналізують групи показників:

- ліквідності й платоспроможності;
- які характеризують структуру капіталу і майна підприємства;
- прибутковості й самофінансування (поточні й прогнозні);
- оборотності.

Завдяки аналізу роблять висновок про здатність підприємства виконувати свої зобов'язання. Об'єктивність висновків підвищується внаслідок порівняння отриманих показників з рекомендованими, середньогалузевими, а також у динаміці.

Показники ліквідності й платоспроможності. Аналіз ліквідності підприємства ґрунтується на зіставленні відображених у балансі поточних платіжних зобов'язань підприємства та поточних активів.

Показник абсолютної ліквідності характеризує платоспроможність підприємства на дату складання балансу і показує, яку частину короткострокових зобов'язань воно має можливість погасити негайно.

Показники, які характеризують структуру капіталу і майна позичальника, наведено в табл. 6.1. Висновки про задовільність цих показників роблять на основі їх зіставлення із середньогалузевими.

Таблиця 6.1

Показники, які характеризують структуру капіталу і майна

Назва показника	Формула розрахунку
Коефіцієнт заборгованості	$\frac{\text{Позиковий капітал}}{\text{Власний капітал}}$
Коефіцієнт незалежності (автономії)	$\frac{\text{Власний капітал}}{\text{Валюта балансу}}$
Частка необоротних активів, %	$\frac{\text{Необоротні активи}}{\text{Загальна сума активів}} \cdot 100 \%$
Частка основних засобів у структурі активів, %	$\frac{\text{Основні засоби}}{\text{Загальна сума активів}} \cdot 100 \%$

Якщо коефіцієнти заборгованості й фінансової незалежності є відносно стабільними і перебувають на рівні дещо вищому, ніж у середньому по галузі, то прийнято вважати, що ризики структури капіталу є низькими, а отже, за цим критерієм позичальник є кредитоспроможним. Якщо ж відповідні показники є суттєво нижчими за середньогалузеві або власний капітал характеризується від'ємним значенням, то структура капіталу такого позичальника вважається надто ризиковою. Кредит такому позичальнику або взагалі не видається або видається (за достатності інших параметрів кредитоспроможності) під завищені проценти.

Показники прибутковості й самофінансування. Здатність підприємства виконувати свої зобов'язання значною мірою залежить від рівня його прибутковості й самофінансування. Саме тому в процесі оцінювання кредитоспроможності (особливо при наданні довгострокових кредитів) аналізують фактично досягнуті й прогностні показники рентабельності, прибутку, Cash-flow (табл. 6.2).

У процесі оцінювання кредитоспроможності позичальника отримані показники прибутковості аналізують в динаміці шляхом зіставлення їх із середньогалузевими, а також за окремими видами економічної діяльності. На основі цього роблять висновки про їх достатність. *Показники рентабельності основної діяльності, активів, інвестицій порівнюють також із процентною ставкою, за якою залучається кредит.* Зрозуміло, що у разі перевищення процентної ставки над плановими показниками

рентабельності у підприємства можуть виникнути труднощі із виконанням зобов'язань.

Таблиця 6.2

Показники прибутковості й самофінансування підприємства

Назва показника	Формула розрахунку
Рентабельність власного капіталу	$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Власний капітал}} \cdot 100 \%$
Операційна рентабельність продажу	$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Чиста виручка від реалізації}} \cdot 100 \%$
Рентабельність основної діяльності	$\frac{\text{Прибуток від операційної діяльності}}{\text{Собівартість реалізованої продукції}} \cdot 100 \%$
Рентабельність інвестицій (ROI)	$\frac{\text{Чистий прибуток} + \text{проценти за кредит}}{\text{Інвестований капітал}} \cdot 100 \%$
Рентабельність активів	$\frac{\text{Чистий прибуток} + \text{проценти за кредит}}{\text{Сума активів (середньорічна)}} \cdot 100 \%$
Чистий грошовий потік на одиницю власного капіталу	$\frac{\text{Cash - flow (операційний)}}{\text{Власний капітал}} \cdot 100 \%$
Показник самофінансування інвестицій, %	$\frac{\text{Cash - flow (операційний)}}{\text{Приріст необоротних активів}} \cdot 100 \%$
Чиста Cash-flow-маржа, %	$\frac{\text{Cash - flow (операційний)}}{\text{Чиста виручка від реалізації продукції}} \cdot 100 \%$
Чистий грошовий потік на одиницю активів	$\frac{\text{Cash - flow (операційний)}}{\text{Сума активів}}$

Показники оборотності. Ця група показників характеризує ефективність управління грошовими потоками підприємства, в т.ч. оборотними активами, кредиторською, дебіторською заборгованістю тощо.

Чим швидше обертаються вкладені кошти, тим менше їх слід залучати, а отже, тим меншою буде вартість капіталу, що позитивно впливає на рентабельність і платоспроможність підприємства. Фінансовий аналітик повинен орієнтуватися при цьому на середньогалузеві показники оборотності.

6.4. Кредитне забезпечення

У разі, якщо позичальник не в змозі виконати свої зобов'язання у передбачені кредитним договором строки, кредитор може задовольнити свої вимоги за рахунок кредитного забезпечення. Саме тому наявність у позичальника достатнього кредитного забезпечення є однією зі складових його економічної кредитоспроможності.

Виконання зобов'язання може забезпечуватися неустойкою (штрафом, пенєю), порукою, гарантією, заставою, притриманням, завдатком.

До основних видів забезпечення кредиту належать:

- а) застава (майна, майнових прав, цінних паперів тощо);
- б) гарантії (банків, підтверджені фінансами або майном третьої особи);
- в) інші види забезпечення (порука, свідоцтво страхової організації).

Застава як спосіб кредитного забезпечення

Правовідносини, пов'язані із заставою, регулюються Законом України «Про заставу».

Застава — це спосіб забезпечення зобов'язань, якщо інше не встановлено законом.

У силу застави кредитор (заставодержатель) має право в разі невиконання боржником (заставадавцем) забезпеченого заставою зобов'язання одержати задоволення з вартості заставленого майна переважно перед іншими кредиторами.

Предметом застави можуть бути **майно (рухоме і нерухоме) і майнові права**.

Предметом застави може бути майно, яке відповідно до законодавства України може бути відчужено заставодавцем і на яке може бути звернено стягнення.

Предметом застави може бути майно, яке стане власністю заставодавця після укладення договору застави, в тому числі продукція, плоди та інші прибутки (майбутній урожай, приплід худоби тощо), якщо це передбачено договором.

Предметом застави не можуть бути:

- культурні цінності, що є об'єктами права державної чи комунальної власності та занесені або підлягають занесенню до Державного реєстру національного культурного надбання;

- пам'ятки культурної спадщини, занесені до Переліку пам'яток культурної спадщини, що не підлягають приватизації.

Предметом застави не можуть бути вимоги, які мають особистий характер, а також інші вимоги, застава яких забороняється законом.

Предметом застави не можуть бути об'єкти державної власності, приватизація яких заборонена законодавчими актами, а також майнові комплекси державних підприємств та їхніх структурних підрозділів, що знаходяться у процесі корпоратизації.

Звернення стягнення на заставлене майно здійснюється за рішенням суду, а також на підставі виконавчого напису нотаріуса, якщо інше не передбачено законом або договором застави.

Кредитне забезпечення може здійснюватися у вигляді:

1. Рухомого майна (найпоширенішими предметами застави рухомості є транспортні засоби, обладнання, товари в обороті й переробленні, сировина, готова продукція).

2. Майнових прав.

3. Нерухомості (іпотечні кредити). Іпотекою визнається застава землі, нерухомого майна, при якій предмет застави залишається у заставодавця або третьої особи. Предметом іпотеки можуть бути земельна ділянка, жилий будинок, квартира, частина будинку, дачний будинок, гараж і будь-яке інше приміщення господарського призначення, підприємство або його структурний підрозділ.

4. Цінних паперів. В Україні досить популярними є *кредити під заставу векселів*. Прийняття векселів у заставу банк здійснює на підставі укладеного з векселедержателем-позичальником договору застави, в якому також установлюється місце зберігання заставлених векселів. Зазвичай у заставу приймаються векселі, строк платежу за якими є віддаленішим у часі, ніж термін дії позички.

Застава припиняється:

- з припиненням забезпеченого заставою зобов'язання;
- у разі загибелі заставленого майна;
- у разі придбання заставодержателем права власності на заставлене майно;
- у разі примусового продажу заставленого майна;
- при закінченні терміну дії права, що становить предмет застави;
- в інших випадках припинення зобов'язань, установлених законом.

Гарантії і порука

Виконання зобов'язань з повернення кредиту може бути забезпечено також порукою і гарантією.

Порука — спосіб забезпечення виконання зобов'язань, відповідно до якого поручитель повністю або частково бере на себе відповідальність у разі настання передбаченого випадку виконати перед кредитором зобов'язання боржника. Кількість поручителів за договором не обмежується, і всі вони *відповідають перед кредитором солідарно*, якщо інше не передбачено договором поруки.

Кредитор може одночасно пред'явити позов і до боржника, і до поручителя. Поручитель відповідає перед кредитором у тому ж обсязі, що і боржник, включаючи сплату основного боргу, процентів, неустойки, відшкодування збитків, якщо інше не встановлено договором поруки. Якщо поручитель зобов'язався відповідати за виконання частини зобов'язання, він відповідає перед кредитором лише за цю частину. Поручитель може пред'явити до кредитора всі заперечення, які впливають з основного договору між кредитором і позичальником.

У разі якщо поручитель виконав за боржника зобов'язання, то всі права кредитора щодо стягнення заборгованості переходять до нього. Поручитель має право зворотної вимоги до боржника в розмірі сплаченої за нього суми. Кредитор, стосовно якого поручитель виконав зобов'язання за боржника, повинен вручити поручителю документи, що засвідчують вимоги до боржника, і передати права, що забезпечують ці вимоги.

Гарантія. Відповідно до ст. 560 Цивільного кодексу України за гарантією банк, інша фінансова установа, страхова організація (гарант) гарантує перед кредитором (бенефіціаром) виконання боржником (принципалом) свого обов'язку. Гарант відповідає перед кредитором за порушення зобов'язання боржником. Обов'язок гаранта перед кредитором обмежується сплатою суми, на яку видано гарантію. Гарантія не може бути відкликана гарантом, якщо в ній не встановлено інше.

Гарант має право на зворотну вимогу (регрес) до боржника в межах суми, сплаченої ним за гарантією кредитором, якщо інше не встановлено договором між гарантом і боржником.

Найвідомішими є два види гарантій: державна і банківська.

6.5. Облігації підприємств

6.5.1. Види облігацій і їхні параметри

Облігації підприємства є класичним інструментом залучення суб'єктами господарювання позикового капіталу на довгостроковий період.

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

Облігації можуть випускатися підприємствами всіх передбачених законом форм власності, об'єднаннями підприємств, акціонерними та іншими товариствами і не дають їхнім власникам права на участь в управлінні.

Облігації підприємств повинні мати такі реквізити:

- найменування цінного папера — «облігація»;
- фірмове найменування і місцезнаходження емітента облігацій;
- фірмове найменування або ім'я покупця (для іменної облігації);
- номінальна вартість облігації;
- строки погашення, розмір і строки виплати процентів (для процентних облігацій);
- місце і дата випуску, а також серія і номер облігації;
- підпис керівника емітента або іншої уповноваженої на це особи, печатка емітента.

6.5.2. Емісія облігацій

Розміщення облігацій на ринку може здійснюватися або безпосередньо емітентом, або з допомогою фінансового посередника.

Рішення про випуск облігацій підприємств приймається емітентом і оформляється протоколом зборів власників або іншим уповноваженим на те органом. Протокол рішення про випуск облігацій підприємств повинен

обов'язково містити: реквізити емітента; відомості про статутний капітал, господарську діяльність і службових осіб; найменування аудиторської фірми; дані про розміщення раніше випущених цінних паперів; мету випуску і вид облігацій (іменні або на пред'явника); загальну суму емісії, кількість і номінальну вартість облігацій; кількість учасників голосування; порядок випуску облігацій та виплати доходів за ними; строки повернення коштів при відмові від випуску облігацій; порядок повідомлення про випуск і розміщення облігацій; порядок оплати облігацій.

Як і при інших формах залучення позикового капіталу, під час емісії облігацій може бути передбачено кредитне забезпечення. В економічно розвинутих країнах як кредитне забезпечення при емісії облігацій здебільшого використовують такі інструменти:

- застава майна, у т. ч. іпотека;
- гарантії або порука;
- негативні застереження, під якими розуміють договірне зобов'язання емітента не використовувати майно підприємства як кредитне забезпечення на користь інших кредиторів.

6.5.3. Погашення облігацій підприємств

Порядок обслуговування й погашення облігацій усіх видів визначається при їх випуску.

Погашення облігації — це виплата номінальної вартості облігації та доходу за ними у терміни, передбачені умовами емісії облігацій. Погашення може здійснюватися шляхом фіксованих виплат або на основі застосування методу ануїтетів. В останньому випадку платежі з погашення облігацій здійснюються через певні інтервали часу в однаковому розмірі. Сума платежу включає дохід за облігацією і номінальну вартість, причому з часом частка процентних доходів зменшується, а сума основного боргу збільшується.

Поряд із номінальною процентною ставкою велике значення має ефективна ставка процента за облігаціями, в якій окрім процентної ставки, зафіксованої в купонному листі, враховується додатна або від'ємна різниця між курсом емісії та ціною викупу облігації. Відхилення між зазначеними ставками можна спостерігати тоді, коли курс емісії та/або курс погашення процентних облігацій не дорівнює 100 %. Відхилення буде тим більшим, чим більшою виявиться різниця між цими курсами і коротшим буде період обігу цінних паперів (n).

Для емітента ефективна ставка процента характеризує загальний рівень витрат, пов'язаних із залученням коштів. Ці витрати окрім номінальної процентної ставки та дисконту включають також одноразові накладні витрати.

Інвестор, розраховуючи ефективну ставку процента, не бере до уваги здійснені емітентом одноразові накладні витрати. Якщо погашення облігації проводиться наприкінці періоду, то інвесторам доцільно

використовувати таку формулу для розрахунку ефективної ставки процента:

$$R_e = \frac{i + d/n}{K_e} \cdot 100 \%, \quad (6.1)$$

де d — дисконт, виражений у процентах (K_n — K_e); i — фіксована процентна ставка; K_e — курс емісії, %; K_n — курс погашення облігацій, %.

Після погашення облігацій емітент зобов'язаний не пізніше, ніж через 7 днів надати до реєструвального органу звіт про наслідки погашення облігацій, в якому обов'язково має бути зазначено:

- дати початку й закінчення погашення облігацій;
- кількість погашених облігацій (з указанням номерів і серій);
- суму, на яку погашено облігації;
- проценти і суму доходу, виплачених за облігаціями (для процентних облігацій).

Звіт про результати погашення облігацій має бути підписаний емітентом або особою, яка за дорученням емітента здійснювала погашення облігацій та виплату доходу за ними (якщо емітент користується його послугами), а також аудитором (аудиторською організацією) і засвідчений їхніми печатками.

Крім звіту емітент до реєструвального органу подає відповідну заяву і примірник друкованого органу з публікацією інформації про емісію облігацій.

6.5.4. Облігації з нульовим купоном

До основних характеристик цих облігацій слід віднести:

- відсутність поточних процентних платежів;
- можливість розміщення облігацій з дизажіо (дисконтом);
- погашення облігацій за номінальною вартістю.

Проценти і проценти на проценти за облігаціями з нульовим купоном тезавруються і виплачуються при погашенні цінних паперів у складі їхньої номінальної вартості або у вигляді премії. Номінальна вартість, яка підлягає погашенню, залишається фіксованою протягом усього терміну запозичення. *Кредитоспроможність емітентів облігацій з нульовим купоном має бути вищою від тих, які випускають процентні облігації, оскільки інвестори піддаються більшому ризику.*

6.5.5. Конвертовані облігації

Одним із способів залучення коштів і збільшення статутного капіталу підприємства є емісія цінних паперів, які згодом можна конвертувати в акції. Конвертовані облігації належать до таких цінних паперів.

Конвертовані облігації — це іменні облігації, умовами випуску яких передбачено можливість їх обміну на звичайні акції підприємства. У разі

конверсії відбувається трансформація позикового капіталу у власний. Капіталодавці зі статусу кредиторів переходять у статус власників.

Рішення про випуск облігацій цього типу приймається в такому ж самому порядку, як і рішення про випуск акцій. На відміну від інших видів облігацій курс емісії конвертованих облігацій може бути не меншим від 100 %, тобто не меншим за номінал. У повідомленні про емісію конвертованих облігацій окрім номінального курсу, процентної ставки, строків обігу слід зазначити:

- переважні права на придбання облігацій (захист проти «розмивання» власного капіталу);
- пропорції обміну (коефіцієнт конверсії);
- строки конверсії;
- необхідність, порядок і розмір доплат;
- зауваження щодо захисту прав утримувачів облігацій.

Оскільки збільшення капіталу на основі обміну облігацій на акції призводить до змін курсу акцій і «розмивання» прав акціонерів, акціонери мають **переважні права на купівлю конверсійних облігацій** такі самі, як і на купівлю нових акцій.

Коефіцієнт конверсії — це співвідношення, за яким планується конверсія. Він показує, скільки облігацій слід подати для того, щоб одержати одну акцію. Цей коефіцієнт визначається шляхом ділення номінальної вартості всіх облігацій, які перебувають в обігу, на обсяг збільшення статутного капіталу. Якщо, наприклад, коефіцієнт конверсії становить 4 : 1 і номінальна вартість облігацій відповідає номіналу акцій, то це означає, що чотири облігації можна обміняти на одну звичайну акцію.

6.6. Комерційні кредити

Комерційний кредит — це форма кредиту, яка характеризує відносини позики між двома суб'єктами господарської діяльності, що виникають внаслідок одержання авансів у рахунок наступних поставок продукції (робіт, послуг) або товарів з відстроченням платежів. Ці кредити принципово відрізняються від банківських, оскільки кредиторами є комерційні партнери підприємства. До основних різновидів комерційних кредитів належать:

- товарні кредити;
- одержані аванси.

Унаслідок залучення **товарного кредиту** у підприємства виникає кредиторська заборгованість за товари (роботи, послуги).

Відносини товарного кредиту регулюються договором купівлі-продажу, в якому передбачено поставку товарів з відстроченням платежу.

Основною метою надання товарних кредитів є стимулювання збуту продукції і прив'язка окремих перспективних клієнтів до певного постачальника.

У разі якщо постачальник відвантажує продукцію з відстроченням платежу, не передбачаючи при цьому жодних знижок за дострокову оплату, то вартість залучення такого товарного кредиту для позичальника дорівнюватиме нулю. Якщо ж умовами контракту передбачено залежність ціни товару від строків розрахунків, тобто встановлено певні знижки до базової ціни у разі здійснення дострокових платежів, то втрачений дохід покупця (відповідно сплата завищеної ціни за товар) унаслідок отримання товарного кредиту можна трактувати як плату за користування позиковим капіталом. Ефективну ставку процента для позичальника за товарним кредитом розраховують за такою формулою:

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

де SK — знижка, %; h — період дії знижки, дні; z — тривалість відстрочення платежу, дні.

Зрозуміло, що чим більшими є знижка до базової ціни і період її дії, тим вищою буде вартість залучення товарного кредиту. За інших однакових умов чим більшим є період відстрочення платежів, тим нижчою буде вартість кредиту.

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

До основних переваг товарного кредиту належать:

- відносна швидкість і технічна зручність отримання;
- кредитори здебільшого не вимагають додаткового кредитного забезпечення, окрім застереження щодо заборони застави майна під інші кредити;
- вимоги до кредитоспроможності позичальника є нижчими, ніж при банківському кредитуванні (кредитори зазвичай не оцінюють кредитоспроможність позичальника);
- порівняно легший процес узгодження пролонгації кредиту.

Важливим елементом позикового капіталу підприємства є одержані **аванси від клієнтів**, тобто аванси під поставку матеріальних цінностей або під виконання робіт, а також суми попередньої оплати покупцями і замовниками рахунків постачальника за продукцію і виконані роботи. Аванси можуть бути як коротко-, так і довгостроковими.

Учасники кредитних відносин при комерційному кредиті можуть регулювати свої господарські відносини і створювати платіжні засоби у вигляді *векселів* — *зобов'язань боржника сплатити кредитор зазначену суму у певний термін. У разі оформлення комерційного кредиту за допомогою векселя інших угод про надання кредиту не укладають.* Вексель допомагає вирішити проблему нестачі обігових коштів і високої вартості кредитних ресурсів. Векселі можуть бути як коротко-, так і

довгостроковими. Погашення комерційного кредиту, оформленого з допомогою векселя, може здійснюватися шляхом:

- сплати суми боржником за векселем;
- передачі (індосаменту) векселя іншій юридичній особі (крім банків та інших кредитних установ);
- врахування векселя — придбання векселя банком до настання строку платежу за ним у векселедержателя за грошові кошти з дисконтом (переоформлення комерційного кредиту на банківський).

6.7. Факторинг

Відповідно до ст. 1077 ЦК України за договором факторингу (фінансування під відступлення права грошової вимоги) одна сторона (фактор) передає або зобов'язується передати грошові кошти в розпорядження іншої сторони (клієнта) за плату, а клієнт відступає або зобов'язується відступити факторові своє право грошової вимоги до третьої особи (боржника).

Предметом договору факторингу може бути право грошової вимоги, строк платежу за якою настав (наявна вимога), а також право вимоги, яке виникне в майбутньому (майбутня вимога).

На підприємстві **факторинг** — це продаж дебіторської заборгованості на користь фінансового посередника (факторингової компанії або банку). Зміст операції факторингу зводиться до переуступки першим кредитором прав вимоги боргу третьої особи другому кредитору (фактору) з попередньою або наступною компенсацією вартості такого боргу першому кредитору. На основі договору про проведення розрахункових операцій через факторинг банк, наприклад, може придбати у підприємства-продавця право вимоги за поставлені товари і надані послуги, строки сплати за які минули (прострочена дебіторська заборгованість), або по поточних розрахунках.

Розмір винагороди за здійснення факторингових операцій залежить від ризиковості операції, процентної ставки і строків настання платежу. Перед укладанням угоди фактор перевіряє кредитоспроможність боржника. За відсутності прямих фінансових відносин між боржником і фактором оцінювання кредитоспроможності здійснюється з використанням непрямої інформації, а також інформації, наданої кредитними інститутами, які обслуговують боржника.

Законодавство зобов'язує кредитора повідомити боржника про відступлення права вимоги і при цьому не вимагає надання останньому угоди між початковим кредитором і фактором про відступлення права вимоги. Проте, якщо новий кредитор звертається з претензією і позовом до боржника, він повинен надати докази того, що саме йому першопочатковий кредитор уступив вимогу. Таким доказом є письмова угода між ним і початковим кредитором про відступлення права вимоги.

7. ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ РЕОРГАНІЗАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ

7.1. Реорганізація як напрям фінансової діяльності підприємства

Реорганізація — це повна або часткова заміна власників корпоративних прав підприємства, зміна організаційно-правової форми організації бізнесу, ліквідація окремих структурних підрозділів або створення на базі одного підприємства кількох, наслідком чого є передача або прийняття його майна, коштів, прав та обов'язків правонаступником.

Серед основних причин реорганізації здебільшого виокремлюють такі:

- суттєве розширення діяльності підприємства, його розмірів;
- згорання діяльності;
- необхідність фінансової санації;
- необхідність зміни повноти відповідальності власників за зобов'язаннями підприємства;
- диверсифікація діяльності;
- податкові мотиви;
- необхідність збільшення власного капіталу (з метою покриття потреби в капіталі й підвищення рівня кредитоспроможності).

Розрізняють такі три напрями реорганізації підприємства (рис. 7.1):

- 1) укрупнення (злиття, приєднання, поглинання);
- 2) подрібнення (поділ, виділення);
- 3) без зміни розмірів підприємства (перетворення).



Рис. 7.1. Форми реорганізації підприємств

Ключовим документом, який складають під час реорганізації підприємств, є передатний або роздільний баланс (передатний складають

у разі злиття або приєднання підприємств, роздільний — при поділі або виділенні).

7.2. Передумови реорганізації

Необхідною передумовою реорганізації суб'єктів господарювання є відповідне рішення власників (або інших уповноважених на це органів), яке приймається після детального економіко-правового обґрунтування менеджментом підприємства доцільності такої операції.

Основним документом, який визначає права і обов'язки сторін під час реорганізації і має забезпечувати оперативне її проведення та безперебійну роботу підприємств, є **угода про умови проведення реорганізації (план реорганізації)**.

Антимонопольним законодавством України передбачено, що в окремих випадках з метою запобігання монополізації ринків такі види реорганізації, як злиття, поглинання, приєднання, можуть бути здійснені лише за умови одержання згоди на це Антимонопольного комітету України (АКУ). У зв'язку з цим до складу робочих груп з питань реорганізації можуть входити також представники АКУ.

Після прийняття загальними зборами власників підприємств рішення щодо реорганізації про це слід письмово повідомити кожного з кредиторів. У разі злиття, приєднання, виділення, поділу або перетворення необхідно дотримуватися законодавчих вимог щодо **захисту інтересів кредиторів**, зокрема стосовно переведення боргу на правонаступників. Ці вимоги зводяться до такого:

а) переведення боржником свого боргу на іншу особу допускається лише за згодою кредитора;

б) новий боржник має право висувати проти вимоги кредитора всі заперечення, засновані на відносинах між кредитором і первісним боржником;

в) порука і встановлена третьою особою застава припиняються з переведенням боргу, якщо поручитель або заставадавець не виявив згоди відповідати за нового боржника;

г) відступлення права вимоги і переведення боргу, основані на угоді, укладеній у письмовій формі, мають бути оформлені письмово.

7.3. Укрупнення підприємства

7.3.1. Суть і основні завдання реорганізації, спрямованої на укрупнення підприємства

До основних форм реорганізації, результатом яких є укрупнення підприємств, належить злиття кількох підприємств в одне, приєднання одного або кількох підприємств до одного, яке вже функціонує, а також придбання підприємства. Результатом об'єднання підприємств може бути:

- придбання одним підприємством частки капіталу іншого підприємства або активів в обмін на грошові кошти;
- отримання інших активів або зобов'язань;
- створення нової юридичної особи;
- отримання контрольного пакета акцій;
- передача активів об'єднаних підприємств іншому підприємству і ліквідація одного з підприємств, що об'єднуються.

Розрізняють горизонтальне укрупнення (злиття, приєднання, поглинання), вертикальне і діагональне. **Горизонтальне укрупнення** — це об'єднання двох або більше підприємств, які виробляють однаковий тип товару або надають однакові послуги. **Вертикальне укрупнення** — це об'єднання одного підприємства з його постачальником сировини або споживачем продукції. **Діагональне укрупнення** — це об'єднання суб'єктів господарювання різних галузей і видів діяльності (здійснюється здебільшого з метою диверсифікації діяльності).

7.3.2. Злиття і приєднання

Злиття — припинення діяльності двох або кількох підприємств як юридичних осіб і передача активів і пасивів (майнових прав і зобов'язань), що їм належать, правонаступнику, який створюється внаслідок злиття. Бухгалтерські баланси підприємств при цьому консоліднуються.

Приєднання — припинення діяльності одного підприємства як юридичної особи й передача активів і пасивів (майнових прав і зобов'язань), що йому належать, іншому підприємству (правонаступнику). Таким чином, головна відмінність між злиттям і приєднанням підприємств полягає в тому, що у випадку злиття всі майнові права і обов'язки кількох юридичних осіб концентруються на балансі одного підприємства, яке є наново створеним, а при приєднанні — на балансі підприємства, яке вже функціонує, на момент прийняття рішення про приєднання до нього іншого підприємства (рис. 7.2).

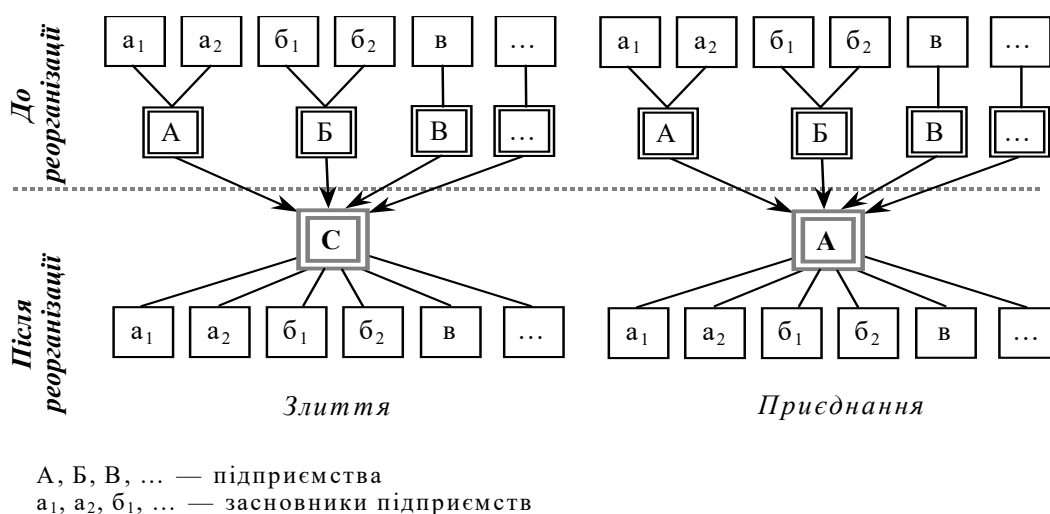


Рис. 7.2. Відмінності між злиттям і приєднанням підприємств

Порядок реорганізації підприємства шляхом **злиття** зображено на рис. 7.3. *Перший етап* реорганізації полягає в прийнятті рішення вищими органами підприємств, що реорганізуються, про вибраний шлях реорганізації. Одночасно з прийняттям рішення узгоджується проект реорганізаційної угоди.

Перш ніж розпочинати практичну роботу з реорганізації, необхідно одержати дозвіл на злиття Антимонопольного комітету (у випадках, передбачених законодавством).



Рис. 7.3. Порядок реорганізації підприємств шляхом злиття

На *другому етапі* між власниками (уповноваженими представниками) підприємств, що реорганізуються, укладається угода про умови проведення реорганізації шляхом злиття. Угода набуває чинності від моменту затвердження її більшістю (дві третини) голосів акціонерів (учасників) на загальних зборах кожного з підприємств, яке підлягає реорганізації.

Третій етап зводиться до перевірки фінансово-господарської діяльності підприємств аудиторською фірмою (якщо це передбачено законодавством або реорганізаційною угодою). При цьому оцінюється вартість підприємств у цілому й окремих майнових об'єктів зокрема. Правильне оцінювання майна має вирішальне значення при визначенні частки корпоративних прав підприємства- правонаступника, які матимуть власники кожного з реорганізованих підприємств.

Четвертий етап — проведення засновницьких зборів юридичної особи, яка виникає внаслідок злиття. Після цього здійснюється підготовка установчих документів правонаступника, в яких має бути зазначено, що він створюється шляхом злиття і бере на себе всі права і обов'язки реорганізованих підприємств.

На *п'ятому етапі* відбуваються реєстрація емісії акцій у НКЦПФР і публікування інформації про емісію акцій акціонерного товариства, яке створюється шляхом злиття (у разі, якщо внаслідок реорганізації створюється АТ). На цьому ж етапі проводиться обмін акцій (або часток) у статутних капіталах товариств, що реорганізуються, на письмові зобов'язання про видачу відповідної кількості акцій (часток) товариства, що створюється шляхом злиття, правонаступнику. Після цього до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку подається звіт про результати такого обміну.

Шостий етап. Збори засновників підприємства, яке створюється внаслідок злиття, затверджують статут підприємства й інші засновницькі документи. Після цього здійснюється державна реєстрація підприємства. Видані раніше письмові зобов'язання обмінюються на корпоративні права новоствореного підприємства.

На *сьомому етапі* відбуваються остаточне узгодження й підписання передатних балансів підприємствами-попередниками і правонаступником.

Восьмий етап — виключення підприємств-правопопередників з державного реєстру. Слід підкреслити, що лише за наявності у засновницьких документах нової зареєстрованої особи положень про правонаступництво уможливлються оперативне зняття підприємств-попередників з обліку контрольних органів і виключення їх з державного реєстру.

Після підписання передатного балансу підприємству- правонаступнику надходить частка майна, яка є еквівалентом корпоративних прав реорганізованих підприємств.

Реорганізація шляхом приєднання має декілька особливостей. Вони пов'язані з тим, що внаслідок приєднання нова юридична особа не створюється, а відбувається лише внесення змін у засновницькі документи правонаступника. Ці зміни можуть бути пов'язані зі збільшенням статутного капіталу підприємства, до якого здійснюється приєднання, зміною складу засновників або організаційно-правової форми.

Одна з найскладніших фінансових проблем, яка виникає під час злиття або приєднання підприємств, полягає у правильному визначенні **пропорцій обміну** корпоративних прав у статутному капіталі підприємств, що реорганізуються, на акції або частки в статутному капіталі підприємства- правонаступника. За базу для визначення зазначених пропорцій беруть зазвичай **вартість підприємств**, що реорганізуються. Ця вартість здебільшого розраховується:

1. *За величиною чистих активів підприємств* (балансова вартість активів за мінусом суми зобов'язань). Наслідком використання цього показника як бази для визначення пропорцій обміну є те, що балансова вартість активів зазвичай суттєво відрізняється від ринкової вартості підприємства.

2. *За ринковим курсом корпоративних прав підприємств* (якщо вони мають обіг на організованому ринку). Проблематика використання цього показника зумовлена тим, що курс акцій може суттєво коливатися, у т. ч. під дією суб'єктивних факторів.

3. *На основі дохідного підходу (дисконтування майбутніх грошових потоків і розрахунок вартості капіталізованого доходу)*. Складність тут полягає у прогнозуванні майбутніх доходів суб'єктів господарювання й визначенні ставки дисконтування (капіталізації).

У кожному конкретному випадку злиття або приєднання вибирають найприйнятніший метод визначення пропорцій обміну, який відображають в угоді про умови реорганізації.

Необхідним елементом злиття або приєднання є складання передатного балансу. **Передатний баланс** — це баланс підприємства, що реорганізується, на день припинення його діяльності. Цей баланс складається за правилами, передбаченими стандартами бухгалтерського обліку. Оскільки передатний баланс має силу акта приймання-передачі, його підписують директори й головні бухгалтери підприємства, що реорганізується, і підприємства- правонаступника.

7.3.3. Поглинання (аквізиція)

Деяких цілей реорганізації підприємств (диверсифікація, вихід на ринок, доступ до ресурсів, створення концернів, холдингів тощо) можна досягти не лише шляхом злиття або приєднання підприємств, а й придбанням значного пакета корпоративних прав інших суб'єктів господарювання (поглинання, аквізиція).

Аквізиція (від лат. *acquisitio* — придбавати, досягати) — це скуплення корпоративних прав підприємства, внаслідок чого покупець одержує право контролювати чисті активи й діяльність цього підприємства. Покупцем вважають суб'єкта господарювання, до якого переходить право контролювати господарську діяльність іншого підприємства.

7.4. Реорганізація підприємства, спрямована на його розукрупнення

Розукрупнення підприємства (поділ, виділення) здійснюється зазвичай у таких випадках:

1. Якщо підприємство поряд з прибутковими секторами діяльності має значну кількість збиткових виробництв. Метою розукрупнення при цьому є виділення підрозділів, які санаційно спроможні для проведення їх фінансового оздоровлення, у т. ч. шляхом приватизації. Структурні ж

підрозділи, які не підлягають санації, залишаються в організаційній структурі підприємства, яке з часом оголошується банкрутом.

2. Якщо підприємство має високий рівень диверсифікації сфер діяльності й до них (різних ділянок виробництва) виявляють інтерес кілька інвесторів. Таким чином, унаслідок розукрупнення кожен з інвесторів може вкласти кошти в ту сферу, яка його найбільше приваблює, не обтяжуючи себе при цьому непрофільними виробничими структурами.

3. При проведенні передприватизаційної підготовки державних підприємств з метою підвищення їхньої інвестиційної привабливості.

4. За рішенням антимонопольних органів, якщо підприємства зловживають монопольним становищем на ринку (може бути прийнято рішення про примусовий поділ цих монопольних утворень).

5. 3 метою створення інтегрованих корпоративних структур (концернів, холдингів), наприклад унаслідок виділення з материнської компанії дочірніх підприємств.

Розрізняють дві основні форми розукрупнення: поділ і виділення. Основні відмінності між поділом і виділенням підприємств зображено на рис. 7.5.

Реорганізація шляхом поділу. *Поділ* — це спосіб реорганізації, при якому одна юридична особа припиняє свою діяльність, а на її базі створюється кілька нових підприємств, оформлених у вигляді самостійних юридичних осіб.

У разі поділу підприємства до нових підприємств, які виникли внаслідок цього поділу, переходять за роздільним актом (балансом) у відповідних частинах майнові права і обов'язки (активи і пасиви) реорганізованого підприємства (рис. 7.4).

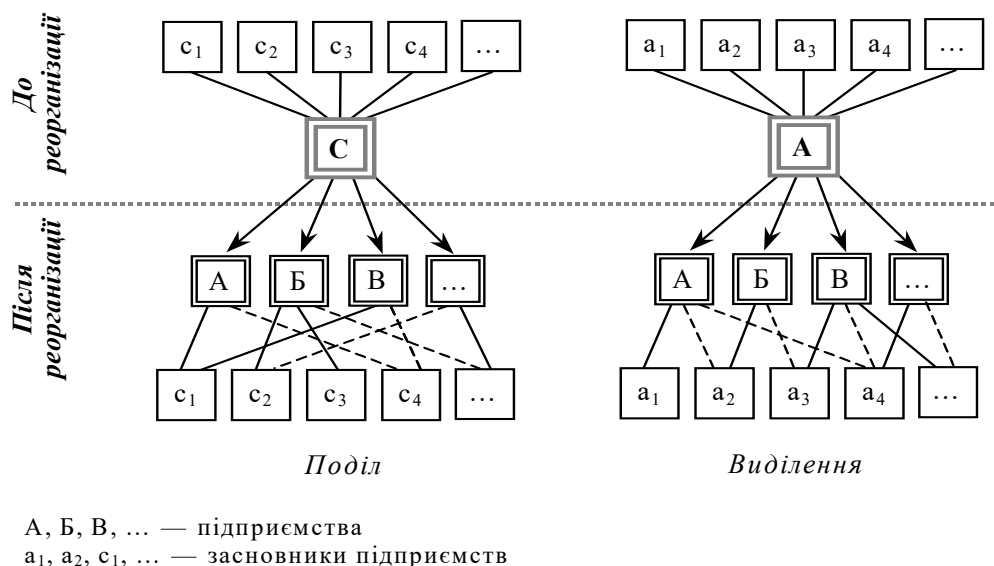


Рис. 7.4. Відмінності між поділом і виділенням підприємств

Реорганізація виділенням. Під час реорганізації шляхом виділення частина активів і пасивів підприємства, що реорганізується, передається

правонаступникові або кільком правонаступникам, які створюються внаслідок реорганізації. Підприємство, що реорганізується, продовжує свою фінансово-господарську діяльність. Воно не втрачає статусу юридичної особи, а лише вносить зміни до установчих документів згідно з чинним законодавством.

У разі виділення створення нової юридичної особи (осіб) здійснюється з використанням лише частини належного реорганізованому підприємству майна. Залишкова ж частина є базою для продовження господарської діяльності.

Необхідним елементом розукрупнення є роздільний баланс. **Роздільний баланс** — це баланс підприємства, що реорганізується шляхом поділу або виділення, на день припинення його діяльності, в якому окремими позиціями відображено активи і пасиви, розподілені між ним і підприємствами- правонаступниками. Отже, в роздільному балансі відображають частку майна, вимог і зобов'язань, яка передається підприємствам, що утворюються внаслідок поділу або виділення. Роздільний баланс містить баланси новостворених підприємств на початок здійснення їхньої господарської діяльності. Перед складанням роздільного балансу слід провести підготовчу роботу із забезпечення реальності позицій, які будуть відображені в ньому. З цією метою проводять інвентаризацію всіх майнових прав і зобов'язань підприємства, що реорганізується.

7.5. Перетворення як особлива форма реорганізації підприємства

Перетворення — це спосіб реорганізації, при якому передбачається зміна форми власності або організаційно-правової форми юридичної особи без припинення її господарської діяльності. При перетворенні одного підприємства на інше до підприємства, яке щойно виникло, переходять усі майнові права і обов'язки колишнього підприємства. Найпоширенішими прикладами перетворення підприємств є такі:

- товариство з обмеженою відповідальністю реорганізується в акціонерне товариство;
- приватне підприємство реорганізується в товариство з обмеженою відповідальністю;
- приватне акціонерне товариство перетворюється на публічне.

Важливим є те, що розмір частки (у процентах) кожного засновника (учасника, акціонера) в статутному капіталі підприємства, що реорганізується, повинен дорівнювати розміру його частки в статутному капіталі товариства, створеного внаслідок перетворення.

8. ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ

8.1. Суть і класифікація фінансових інвестицій підприємства

Одним з найважливіших завдань фінансових служб на підприємстві є визначення найефективніших напрямів вкладення залученого капіталу. Інформація про здійснені підприємством вкладення міститься в активі балансу.

Інвестиції — це всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, унаслідок якої створюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект.

Залучений капітал може бути інвестований як у необоротні (довгострокові), так і в оборотні (короткострокові) активи.

Приймаючи рішення про вкладання коштів у той чи інший об'єкт інвестицій, потенційні інвестори повинні визначити:

- 1) цілі інвестування;
- 2) суму коштів, яку вони можуть інвестувати;
- 3) строки, на які кошти можуть бути заморожені в інвестиційні вкладення;
- 4) собівартість окремого об'єкта інвестицій;
- 5) суму доходів (процентів, дивідендів), на яку вони можуть розраховувати, вклавши кошти в об'єкт інвестицій;
- 6) можливі вигоди і доходи від альтернативного використання капіталу;
- 7) ризики, пов'язані з інвестуванням;
- 8) ліквідність фінансових інвестицій, тобто швидкість і спроможність їх трансформації у грошові кошти.

Інвестиції здебільшого класифікують:

- за об'єктами вкладення (фінансові й реальні);
- строками інвестування (короткострокові й довгострокові);
- характером участі в інвестиційному процесі (прямі й непрямі).

Об'єктами *реальних інвестицій* є придбання основних засобів, ремонт і модернізація основних засобів, вкладення в нематеріальні активи тощо.

Під *фінансовими інвестиціями* розуміють активи, які утримує підприємство з метою збільшення прибутку (процентів, дивідендів тощо), зростання вартості капіталу або отримання інших вигід для інвестора.

Довгострокові фінансові інвестиції. 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.

Об'єктами довгострокового фінансового інвестування можуть бути:

- цінні папери, які засвідчують право власності (акції);
- цінні папери, що засвідчують відносини позички (облігації, ощадні й інвестиційні сертифікати, векселі);
- облігації державних і місцевих позик;
- вкладення в статутний капітал інших підприємств, створених на території країни та за рубежом.

Довгострокові фінансові інвестиції в балансі підприємства-інвестора відображають за такими позиціями:

- довгострокові фінансові інвестиції, які обліковують за методом участі в капіталі,
- інші фінансові інвестиції.

До складу довгострокових фінансових інвестицій, що обліковують за методом участі в капіталі, належать:

- інвестиції в **асоційовані підприємства** — підприємства, в яких інвестору належить блокувальний (понад 25 %) пакет акцій (голосів) і яке не є дочірнім або спільним підприємством інвестора;
- вкладення у **дочірні підприємства** — підприємства, що перебувають під контролем материнського (холдингового) підприємства (контроль — вирішальний вплив на фінансову, господарську і комерційну політику підприємства з метою одержання вигод від його діяльності);
- вкладення в **спільну діяльність** — господарська діяльність зі створенням юридичної особи, яка є об'єктом спільного контролю двох або більше сторін відповідно до письмової угоди між ними.

До інших довгострокових фінансових інвестицій належать усі інші фінансові вкладення, які можуть бути об'єктами інвестування: облігації, вкладення в корпоративні права підприємств, які не належать до перелічених вище, тощо.

Поточні фінансові інвестиції. 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).

8.2. Оцінювання доцільності фінансових інвестицій

Виокремлюють дві основні групи методів аналізу доцільності вкладень:

- 1) для оцінювання інвестицій в активи з фіксованою ставкою дохідності й певним строком їх утримання; до таких об'єктів інвестування належать вкладення в облігації з фіксованим процентом, привілейовані акції, депозитні сертифікати, векселі тощо;
- 2) для оцінювання фінансових вкладень з чітко не визначеними нормою прибутковості й строками інвестування, якими є насамперед інвестиції в акції, інші види корпоративних прав.

При прийнятті інвестиційних рішень інвестори порівнюють очікувані доходи від вкладання коштів у певний об'єкт капіталовкладень з доходами від інших, альтернативних можливостей інвестування. При цьому розрізняють два основні підходи до оцінювання інвестицій:

- *статичний аналіз*: усі показники, які характеризують об'єкт інвестування, розглядають в короткостроковому періоді; при розрахунках використовують величини, зафіксовані в певний проміжок часу (факт зміни вартості грошей у часі не враховується);

- *динамічний аналіз*: показники вивчають у динаміці, з урахуванням зміни вартості грошей у часі за декілька періодів; до основних з таких методів належать метод дисконтування майбутніх доходів і метод внутрішньої норми прибутковості.

8.2.1. Оцінювання доцільності вкладень в інвестиції з фіксованою ставкою дохідності

Метод дисконтування Cash-flow, або метод розрахунку внутрішньої (потенційної) вартості інвестиції. У разі використання цього методу відповідні інвестиційні рішення приймають на основі порівняння абсолютних величин: теперішньої вартості вхідних і вихідних грошових потоків, які є наслідком інвестиційних вкладень. При цьому ставка дисконтування, яку застосовують при розрахунках теперішньої вартості, є заданою і відповідає ставці дохідності за можливими альтернативними вкладеннями.

Вартість інвестиції визначають за такою формулою:

$$C_o = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} - E_o, \quad (8.1)$$

де CF — чистий грошовий потік (Cash-flow) від здійснення інвестиції; E_o — собівартість інвестиції; r — коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування ($r = p/100\%$); p — ставка дисконтування (ставка дохідності за найкращою (або середньою) з альтернативних можливостей вкладення коштів на ринку), яка складається з двох компонентів: фіксованої ставки за безризиковими вкладеннями й середньоринкової премії за ризик; n — період, протягом якого кошти вкладаються у фінансові інвестиції (кількість інтервалів, за які нараховуються доходи).

З урахуванням критерію прибутковості рішення про інвестиційні вкладення може бути прийнято, якщо вартість інвестиції є не меншою від нуля ($C_o > 0$). У такому разі рентабельність фінансових інвестицій дорівнюватиме ставці рентабельності за альтернативними вкладеннями на ринку або перевищуватиме її. У разі наявності багатьох альтернативних вкладень перевагу віддають тому фінансовому інструменту, вартість якого є найвищою.

За наявності інфляційних очікувань отримані розрахунки слід скоригувати на прогнозний рівень інфляції, зокрема номінальну ставку дохідності в плановому періоді необхідно звести до реальної (з урахуванням індексу інфляції).

Метод ефективної ставки процента. Ефективну ставку процента розраховують як при оцінюванні доцільності інвестицій, так і при визначенні їхньої вартості для відображення у фінансовому обліку. При цьому застосовують різні концепції розрахунку ефективної ставки.

Ефективна ставка процента за фінансовими інвестиціями — це реальна ставка дохідності (рентабельність) інвестиційних вкладень за певний період. Цей показник характеризує рентабельність інвестиційних вкладень. Його розраховують як відношення річного процента за вкладеннями (скоригованого на середньорічну суму дисконту (+) або премії (–) до величини вкладень (собівартості інвестицій).

Метод ефективної ставки процента застосовують для оцінювання фінансових вкладень з фіксованою ставкою дохідності (облігації, привілейовані акції, депозитні сертифікати тощо). При цьому можна використовувати як статичний, так і динамічний підходи.

При статичному підході вигідність інвестицій визначають на основі порівняння ефективної ставки процента за кількома альтернативними об'єктами інвестування. Перевагу віддають тим інвестиціям, які характеризуються вищою рентабельністю.

Якщо інвестиції погашаються наприкінці періоду і їх придбано з дисконтом, тобто за ціною, нижчою, ніж ціна погашення, то інвесторам доцільно використати таку формулу для розрахунку ефективної ставки процента:

$$R_e = \frac{i + d/n}{K_e} \cdot 100 \% , \quad (8.2)$$

де d — дисконт, % ($K_n - K_e$); i — фіксована процентна ставка; K_e — курс емісії (собівартість інвестицій), %; K_n — курс погашення інвестицій, %.

У разі якщо фінансові інвестиції придбано з премією, тобто за ціною, вищою, ніж ціна їх погашення, то формула (8.2) набуде такого вигляду:

$$R_e = \frac{i - g/n}{K_e} \cdot 100 \% , \quad (8.3)$$

де g — премія, з якою придбано інвестиції ($K_e - K_n$).

Метод визначення внутрішньої норми прибутковості (internal rate of return, IRR). При оцінюванні інвестицій за цим методом передбачається розрахунок відносного показника — ставки дохідності, при якій вартість інвестиції дорівнює нулю (теперішня вартість усіх грошових видатків на здійснення інвестиції дорівнює теперішній вартості всіх грошових надходжень від цієї інвестиції). Ця ставка відповідає мінімальній

ставці рентабельності, при якій перевага може віддаватися альтернативним вкладенням на ринку.

Правило прийняття інвестиційних рішень за цим методом: перевага має віддаватися тому об'єкту інвестицій, внутрішня норма прибутковості за яким є більшою, ніж середня ставка дохідності за альтернативними вкладеннями на ринку капіталів, тобто

$$r_e = r_{e_1} - C_{o_1} \cdot \frac{r_{e_2} - r_{e_1}}{C_{o_2} - C_{o_1}}, \quad (8.4)$$

де C_{o_1} , C_{o_2} — внутрішня вартість інвестиції при різних варіантах ставки дисконтування.

Якщо $r_e > r$, то інвестиції в аналізований об'єкт є вигідними.

За наявності кількох альтернативних об'єктів інвестування перевагу віддають тому об'єкту, внутрішня ставка процента за яким є вищою.

Ризик зміни процентних ставок і дюрація. Найважливішим інструментом оцінювання ризику зміни процентних ставок та його нейтралізації є розрахунок показника дюрації. Дюрація характеризує середньозважений період, протягом якого інвестор може амортизувати собівартість інвестиції, тобто одержати початкову суму фінансових вкладень. Завдяки показнику дюрації інвестор може отримати інформацію про середній строк, протягом якого кошти будуть заморожені в тому чи іншому об'єкті інвестицій. Для розрахунку цього показника слід скористатися інформацією про курсову вартість інвестицій, прогнозну величину Cash-flow від здійснення інвестиції за окремі періоди, середні процентні ставки на ринку, прогнозний період володіння інвестицією та період обігу цінних паперів. Показник дюрації обчислюють за такою формулою:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n tCF_t(1+r)^{-t}}{\sum_{t=1}^n CF_t(1+r)^{-t}}, \quad (8.5)$$

де t — порядковий номер періоду здійснення платежу ($t \Rightarrow n$); CF_t — чистий грошовий потік від інвестиції в періоді t ; r — коефіцієнт, який характеризує ринкову ставку дисконту за аналогічними фінансовими вкладеннями.

Чим ближче показник дюрації до планового періоду вкладання коштів, тим меншим є ризик зміни процентних ставок. Значення цього показника у випадку облігації з нульовим купоном збігається зі строком їх погашення. У такому разі зміна процентних ставок на ринку фактично не впливає на ринковий курс цінних паперів.

Чим вищою є ефективна ставка процента за інвестиціями та інтенсивнішими грошові потоки від її здійснення (раніше і частіше здійснюватимуться платежі), тим нижчим буде показник дюрації, і навпаки.

8.2.2. Оцінювання доцільності фінансових інвестицій у корпоративні права

Довгострокове інвестування коштів суб'єктів господарювання у корпоративні права інших підприємств здійснюється переважно з метою поглинання цих підприємств, придбання контролю над ними, одержання доступу до певного сегмента ринку, створення інтегрованих корпоративних структур (концернів, холдингів тощо). Рідше підприємства вкладають кошти в акції, частки інших підприємств на тривалий період з метою отримання прибутку у вигляді дивідендів. Це зумовлено тим, що залучений підприємством капітал доцільно вкладати саме в розвиток підприємства, тобто в реальні інвестиції.

Проблема для фінансиста полягає в тому, щоб вибрати акції емітента, які є найбільш вигідним об'єктом інвестування з огляду на ліквідність, прибутковість та накладні витрати.

Уважається, що рішення про придбання акцій слід приймати після їх попереднього технічного й фундаментального аналізу.

Фундаментальний аналіз акцій. Рішення про вкладання коштів у ті чи інші корпоративні права приймають на основі отриманих результатів *фундаментального аналізу*. Згідно з цим методом оцінювання фінансових інвестицій їхній ринковий курс визначається внутрішньою вартістю підприємства (*Intrinsic Value*) і його корпоративних прав.

Метою фундаментального аналізу є визначення реальної внутрішньої вартості акцій. Якщо ця вартість перевищує їхню ринкову ціну, то курс акцій є заниженим, а отже, в них можна вкладати кошти. Якщо внутрішня вартість акцій є нижчою за їхню ринкову ціну, то курс акцій є завищеним, а отже, інвестиції в такі корпоративні права робити не слід.

Для розрахунку внутрішньої (об'єктивної) вартості корпоративних прав (акцій), у межах якої змінюється їхній ринковий курс, слід проаналізувати декілька кількісних та якісних чинників, які характеризують фінансово-господарську діяльність емітента. До основних *кількісних факторів*, які впливають на внутрішню вартість акцій, належать:

- теперішні й потенційні показники прибутковості;
- величина і структура затрат;
- структура капіталу;
- рівень дивідендних виплат тощо.

Серед *якісних чинників*, які визначають вартість підприємства в цілому та його корпоративних прав зокрема, виокремлюють такі:

- якість менеджменту;
- наявність ноу-хау;
- здатність до інновацій;
- ситуація на ринку і перспективи продуктової програми тощо.

Так само, як і при оцінюванні інвестицій з фіксованою ставкою дохідності, у процесі фундаментального аналізу акцій розраховують статичні й динамічні показники.

Серед численних *статичних фінансових показників*, які характеризують внутрішню вартість корпоративних прав, при аналізі акцій здебільшого використовують:

- балансовий курс корпоративних прав;
- чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію;
- дивіденди на одну просту акцію;
- рентабельність акції;
- відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію (*price earnings ratio, PER*);
- відношення ринкового курсу акцій до показника *Cash-flow* на одну акцію (*KCF*).

Рішення щодо доцільності інвестування коштів здійснюється на основі порівняння зазначених статичних показників за різними можливими об'єктами інвестування, а також за декілька минулих періодів. Важливими вважають два останні показники: *PER* і *KCF*.

Результати емпіричних досліджень показали, що курс акції з нижчим значенням *PER* має кращу динаміку порівняно з курсом акцій з вищим значенням *PER*.

За додатковий критерій при оцінці внутрішньої вартості акцій часто використовують показник *KCF*. Чим меншим є значення цього показника, тим вищою є внутрішня вартість акцій.

Значна кількість моделей оцінювання вартості акцій, які застосовують у процесі фундаментального аналізу, базується на концепції *теперішньої вартості майбутніх грошових потоків (Net Present Value)*.

При вкладанні коштів в акції на певний період їхню теперішню (внутрішню) вартість розраховують таким чином:

$$\begin{aligned} K_0 &= \frac{R_1}{1+r} + \frac{R_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Rn}{(1+r)^n} + \frac{Kn}{(1+r)^n} = \\ &= \sum_{t=1}^n \frac{Rt}{(1+r)^t} + \frac{Kn}{(1+r)^n}, \end{aligned} \quad (8.6)$$

де R_t — чистий грошовий потік, генерований акцією в певному періоді ($t \Rightarrow n$); K_n — ціна, за якою акція може бути реалізована в плановому періоді n ; r — коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування; n — період, в якому погашається фінансова інвестиція.

У разі якщо кошти інвестуються в акції на невизначено тривалий період ($t \Rightarrow \infty$), то теперішня вартість грошових коштів, які можуть бути отримані внаслідок продажу акції, суттєво не впливає на її внутрішню вартість. У цьому разі рекомендується застосовувати таку формулу для розрахунку внутрішньої вартості акцій:

$$K_0 = \frac{R_1}{1+r} + \frac{R_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{R_\infty}{(1+r)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Rt}{(1+r)^t} . \quad (8.7)$$

Якщо кошти вкладаються в акції на невизначений період ($t \Rightarrow \infty$) і емітент проводить політику виплати стабільних доходів (дивідендів), тобто $R_1 = R_2 = \dots = R_n$, то внутрішню вартість акцій у межах фундаментального аналізу обчислюють так:

$$K_0 = R \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{R}{r} . \quad (8.8)$$

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

Технічний аналіз акцій. Цей аналіз ґрунтується на вивченні тенденцій розвитку ринкового курсу цінних паперів на основі побудови графіків і таблиць, що характеризують динаміку ціноутворення акцій у попередніх періодах. За кривими розвитку курсової вартості, ринковими індексами і рейтингами фінансові аналітики роблять прогнози щодо майбутнього курсу акцій і визначають найсприятливіші проміжки часу для їх купівлі-продажу з огляду на можливість отримання прибутку у вигляді курсових різниць. *Базова концепція технічного аналізу формулюється так: існує деякий зразок, за яким відбувався розвиток курсу акцій у минулому, тож і майбутня динаміка курсу буде побудована за цим зразком.*

8.3. Відображення вартості фінансових інвестицій у звітності

Оцінювання й облік фінансових інвестицій здійснюють у розрізі їх окремих об'єктів, а не у межах портфеля інвестицій. Стандартами бухгалтерського обліку передбачено три основні методи оцінювання інвестицій для відображення їх у фінансовій звітності:

- 1) оцінювання фінансових інвестицій за справедливою вартістю;
- 2) метод ефективної ставки процента;
- 3) метод участі в капіталі.

Фінансові інвестиції оцінюють і відображають у бухгалтерському обліку за собівартістю, яка, в свою чергу, складається з ціни придбання інвестицій, комісійних винагород, мита, податків, зборів, обов'язкових платежів та інших витрат, безпосередньо пов'язаних з придбанням фінансової інвестиції. У разі якщо придбання фінансових інвестицій здійснюється шляхом обміну на цінні папери власної емісії (або інші активи підприємства), то собівартість фінансової інвестиції визначають за справедливою вартістю переданих цінних паперів (або відповідних активів).

Справедлива вартість — це сума, за якою може бути здійснено обмін активу або оплату зобов'язання внаслідок операції між

поінформованими, заінтересованими і незалежними сторонами. Інакше кажучи, справедлива вартість — це реальна ринкова вартість активу.

Оцінювання фінансових інвестицій за справедливою вартістю.

Фінансові інвестиції (окрім тих, які утримуються підприємством до їх погашення або обліковуються за методом участі в капіталі) відображають на дату балансу за справедливою вартістю. Цей метод обліку фінансових інвестицій є найпростішим і застосовується передусім до поточних фінансових інвестицій та інших вкладень, справедливу вартість яких можна достовірно визначити шляхом аналізу операцій з купівлі-продажу відповідних інвестицій на ринку. Справедливою вартістю цінних паперів є їхня поточна ринкова вартість на фондовому ринку, а за її відсутності — експертна оцінка. Підтвердженням справедливої вартості цінних паперів може бути виписка про їхню ціну за результатами торгів на біржі. Для визначення справедливої вартості може бути також використана інформація про котирування активів, які є предметом інвестування.

Однак не за всіма видами фінансових інвестицій можна достовірно визначити їхню справедливу (ринкову) ціну. У такому разі інвестицію відображають на дату балансу за її собівартістю з урахуванням зменшення корисності інвестиції, що, в свою чергу, відбувається внаслідок нарахування амортизації собівартості інвестиції.

Метод ефективної ставки процента. Ефективну ставку процента розраховують не лише при оцінюванні доцільності інвестицій, а й при визначенні вартості, за якою їх відображають у фінансовій звітності. В останньому випадку ефективну ставку процента інвестори обчислюють з метою визначення амортизованої собівартості фінансових інвестицій, яку відображають у звітності. Різниця між собівартістю і вартістю погашення інвестицій (дисконт або премія при придбанні) з урахуванням нарахованих процентів поступово амортизується інвестором протягом періоду від дати придбання до дати їх погашення за методом ефективної ставки процента.

Метод ефективної ставки процента — метод нарахування амортизації дисконту або премії, за яким сума амортизації визначається як різниця між доходом за фіксованою ставкою процента і добутком ефективної ставки та амортизованої вартості на початок періоду, за який нараховується процент.

Суму амортизації дисконту або премії нараховують одночасно з нарахуванням процента (доходу від фінансових інвестицій), що підлягає отриманню, і відображають у складі інших фінансових доходів або інших фінансових витрат, збільшуючи або зменшуючи балансову вартість фінансових інвестицій.

Амортизована собівартість фінансової інвестиції — це собівартість фінансової інвестиції з урахуванням часткового її списання внаслідок зменшення корисності, збільшеної (зменшеної) на суму накопиченої амортизації дисконту (премії).

Формула для розрахунку ефективної ставки процента за інвестиціями з дисконтом має такий вигляд:

$$R_{ed} = \frac{i + d/n}{(K_e + K_n) : 2} \cdot 100 \%. \quad (8.9)$$

Якщо кошти вкладаються з премією, то ефективну ставку процента рекомендується обчислювати за формулою

$$R_{ep} = \frac{i - g/n}{(K_e + K_n) : 2} \cdot 100 \%. \quad (8.10)$$

Метод участі в капіталі. За цим методом оцінюють фінансові інвестиції в асоційовані й дочірні підприємства, а також у спільну діяльність зі створенням юридичної особи. Облік фінансових інвестицій слід вести за методом участі в капіталі, якщо інвестор володіє часткою зареєстрованого (пайового) капіталу підприємства — об'єкта інвестування, яка перевищує 25 %, та/або має суттєвий вплив при прийнятті рішень стосовно ключових питань господарської діяльності об'єкта інвестування.

Метод участі в капіталі — це метод обліку фінансових інвестицій, згідно з яким балансова вартість інвестицій відповідно підвищується або знижується на суму збільшення чи зменшення частки інвестора у власному капіталі об'єкта інвестування.

Фінансові інвестиції, що обліковуються за методом участі в капіталі, на дату балансу відображають за вартістю, що визначається з урахуванням зміни загальної величини власного капіталу об'єкта інвестування (крім тих, що є результатом операцій між інвестором і об'єктом інвестування). Інакше кажучи, якщо підприємство, в яке здійснено фінансові вкладення, відображає у своєму балансі збільшення окремих позицій власного капіталу (резервний капітал, нерозподілений прибуток, зареєстрований (пайовий) або додатковий капітал), що приводить до збільшення загальної суми власного капіталу, то балансова вартість відповідних інвестицій інвестора збільшується пропорційно до частки участі в капіталі об'єкта інвестицій.

9. ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

9.1. Необхідність, завдання і принципи експертного оцінювання вартості підприємства

Вартість бізнесу — це вартість діючого підприємства або вартість 100 % корпоративних прав у діловому підприємстві. Необхідність оцінювання вартості підприємства виникає в основному у таких випадках:

- під час інвестиційного аналізу при прийнятті рішень про доцільність інвестування коштів у те чи інше підприємство;

- під час реорганізації підприємства (мета оцінювання — визначення бази для складання передавального або розподільного балансу, а також для встановлення пропорцій обміну корпоративних прав);

- у разі банкрутства і ліквідації підприємства (оцінювання проводиться з метою визначення вартості ліквідаційної маси);

- у разі продажу підприємства як цілісного майнового комплексу;

- у разі застави майна і при визначенні кредитоспроможності підприємства (мета оцінювання — визначення реальної вартості кредитного забезпечення) тощо.

Основні принципи, яких слід дотримуватися при оцінюванні вартості підприємства:

- **принцип заміщення**, який полягає в тому, що покупець не заплатить за об'єкт більше існуючої мінімальної ціни за майно з аналогічною корисністю;

- **принцип корисності**, який зводиться до того, що об'єкт має вартість лише тоді, коли він є корисним для потенційного власника (корисність може бути пов'язана з очікуванням майбутніх доходів або інших вигід);

- **принцип очікування** — інвестор, плануючи вкласти кошти в об'єкт сьогодні, очікує отримати грошові доходи від об'єкта в майбутньому;

- **принцип зміни вартості**, який свідчить про те, що вартість об'єкта оцінювання постійно змінюється внаслідок зміни внутрішнього стану та дії зовнішніх факторів;

- **принцип ефективного використання**, який полягає в тому, що з усіх можливих варіантів експлуатації об'єкта вибирається той, який забезпечує найефективніше використання його функціональних характеристик, а отже, приносить найбільшу вартість;

- **принцип розумної обережності оцінок**, який зводиться до того, що оцінювач повинен критично (із розумним упередженням) ставитися до всієї інформації, одержаної від адміністрації об'єкта оцінювання, і, якщо можливо, перевіряти цю інформацію, користуючись незалежними джерелами;

- **принцип альтернативності оцінок**, який полягає у необхідності використання різних методів оцінювання й порівняння показників вартості, отриманих унаслідок застосування альтернативних методів.

9.2. Вартість капіталу підприємства

Важливим елементом оцінювання вартості підприємства є визначення вартості капіталу, який є в його розпорядженні. Це поняття характеризує ціну залучення підприємством фінансових ресурсів. Інакше кажучи, це винагорода, за яку капіталодавці погоджуються вкласти кошти в певне підприємство. Згідно із сучасними тенденціями в теорії і практиці фінансової діяльності вартість капіталу підприємства рекомендується

розраховувати за моделлю **середньозваженої вартості капіталу** (*Weighted Average Cost of Capital = WACC*)

$$WACC = K_{\text{БК}} \frac{BK}{K} + K_{\text{ПК}} \frac{BK}{K}, \quad (9.1)$$

де $K_{\text{БК}}$ — очікувана ставка вартості власного капіталу; $K_{\text{ПК}}$ — очікувана ставка вартості позикового капіталу; K — сума капіталу підприємства; BK — сума власного капіталу; $ПК$ — сума позикового капіталу.

Середньозважена вартість капіталу показує середню дохідність, на яку сподіваються (потребують) капіталодавці (власники і кредитори), вкладаючи кошти в підприємство. Вона залежить від структури капіталу і ціни його залучення від власників і кредиторів.

У контексті оцінювання вартості підприємства особливе значення показника середньозваженої вартості капіталу (*WACC*) полягає в тому, що його можна використовувати як ставку дисконтування для зведення майбутніх доходів до теперішньої вартості.

9.3. Методичні підходи до оцінювання вартості підприємства

У зарубіжній і вітчизняній практиці найбільш поширеними є такі методичні підходи до оцінювання вартості підприємства:

- оснований на оцінюванні потенційних доходів підприємства;
- майновий (витратний);
- ринковий.

9.3.1. Дохідний підхід до оцінювання вартості підприємства

Оцінювання вартості підприємства з використанням дохідного підходу ґрунтується на визначенні теперішньої вартості очікуваних вигід (доходів, грошових потоків) від володіння корпоративними правами підприємства. У межах цього підходу виокремлюють два основні методи:

- дисконтування грошових потоків (дисконтування *Cash-flow*);
- визначення капіталізованої вартості доходів.

Метод дисконтування грошових потоків (*Discounted Cash-flow = DCF*). Згідно з методом дисконтування грошових потоків вартість об'єкта оцінювання прирівнюється до сумарної теперішньої вартості майбутніх чистих грошових потоків (*Cash-flow*) або дивідендів, які можна отримати внаслідок володіння підприємством, зменшеної на величину зобов'язань підприємства і збільшеної на вартість надлишкових активів.

Надлишкові активи — це активи підприємства, які в цей час не використовуються ним для отримання фінансового результату і застосування яких на цьому підприємстві у зазначений спосіб і належним чином є фізично неможливим або економічно неефективним. Такого роду

активи оцінюють, виходячи з найкращого альтернативного варіанта їх використання.

Порядок визначення вартості підприємства методом DCF. Для здійснення розрахунків цим методом слід визначити чотири базові величини:

1. Часовий горизонт розрахунків (прогнозний період).
2. Обсяг очікуваного *Cash-flow* (або дивідендів) у розрізі окремих прогнозних періодів.
3. Ставку дисконтування, яку слід використовувати для зведення майбутніх грошових потоків до теперішньої вартості.
4. Залишкову вартість підприємства.

Формула для розрахунку чистої вартості підприємства (нетто) методом DCF має такий вигляд:

$$В_{ПН} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{ЗВП}{(1+r)^t} + НА - ПК, \quad (9.2)$$

де FCF_t — сумарна величина операційного та інвестиційного *Cash-flow* у періоді t ; ЗВП — залишкова вартість підприємства в періоді n ; НА — надлишкові активи; r — коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування ($r = WACCs/100$).

Для оцінювання вартості підприємства на базі DCF найдоцільнішим є використання показника *Free Cash-flow*, який характеризує сумарну величину чистих грошових потоків підприємства внаслідок операційної та інвестиційної діяльності. Зрозуміло, що прогнозні показники FCF мають ґрунтуватися на прогнозних звітах про фінансові результати і прогнозних показниках балансу. Очікувані доходи слід обчислювати з урахуванням особливостей діяльності підприємства, перспектив його розвитку, галузевої специфіки і декількох інших економічних факторів.

Для спрощення розрахунків фактор ризику зазвичай відображають не в прогнозних показниках FCF, а в *ставці дисконтування*.

Ставка дисконту характеризує норму прибутку, за якою майбутні грошові надходження зводять до теперішньої вартості на момент оцінювання. У ставці дисконту враховується премія за ризик інвестування коштів в оцінюване підприємство: чим більшим є ризик, тим ставка дисконтування буде вищою. Ставку дисконтування при оцінюванні вартості підприємства рекомендується розраховувати за моделлю середньозваженої вартості капіталу (WACC).

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 внаслідок ліквідації підприємства або продажу його корпоративних прав. Зрозуміло, що цей грошовий потік суттєво впливає на

теперішню вартість підприємства. Найвідомішими способами розрахунку залишкової вартості є такі:

- обчислення *ліквідаційної вартості* підприємства (вірогідної ціни, за яку можна продати на ринку цілісний майновий комплекс підприємства або сукупність його майнових активів, що входять до ліквідаційної маси);

- визначення *чистих активів* на кінець останнього прогнозного періоду, який береться для розрахунків;

- визначення залишкової вартості підприємства за *моделлю Гордона* (загальна ринкова вартість його корпоративних прав дорівнює КА) як відношення чистого FCF_p у постпрогнозний період (квартал, рік) до різниці між ставкою дисконтування ($WACC$) і темпами приросту $FCF(g)$:
 $KA = FCF_p / WACC - g$;

- розрахунок залишкової вартості підприємства з використанням *триступінчастої моделі*, за якою період ділової активності підприємства умовно поділяють на три фази: протягом першої (наприклад, від одного до п'яти років) рентабельність інвестицій у підприємство набагато перевищує ставку дисконту; протягом другої (6 — 10 років) спред між $WACC$ і ROI зменшується; починаючи з 10 — 20 року темпи приросту підприємства є мінімальними і ставка дисконту наближена до рентабельності активів; відповідно до цього підходу, який сьогодні є найпоширенішим в європейській практиці оцінювання вартості підприємств, прогнозу залишкову вартість підприємства можна розраховувати як відношення FCF у постпрогнозний період до ставки дисконту.

Метод капіталізації доходів. Цей метод досить часто застосовують з метою перевірки достовірності оцінювання, проведеного за методом DCF. При капіталізації передбачається трансформація доходів у вартість. Для визначення вартості підприємства цим методом характерний для підприємства рівень доходів переводиться у вартість шляхом його ділення на ставку капіталізації. Метод доцільно використовувати для оцінювання вартості підприємств зі стабільними доходами або стабільними темпами їх зміни. У разі стабільних доходів для оцінювання вартості підприємства рекомендується використовувати формулу так званої довічної ренти:

$$ВП_K = \frac{П}{K_{BK}}, \quad (9.3)$$

де $П$ — очікувані доходи підприємства, які підлягають капіталізації; K_{BK} — ставка капіталізації (дорівнює ставці вартості власного капіталу).

При *нетто-підході* вартість підприємства визначають як відношення чистого прибутку до ставки капіталізації (див. формулу (9.3)), а при *брутто-підході* — як різницю частки від ділення прибутку до сплати процентів на середньозважену вартість капіталу і суми позикового капіталу.

У разі використання методу DCF прогнозне зростання вартості виявляється у зростанні майбутніх грошових потоків. На відміну від цього в методі капіталізації доходів очікуване зростання доходів відображається в поправці до ставки капіталізації. Якщо передбачаються стабільні темпи приросту (g) доходів підприємства, то суму капіталізації рекомендується розраховувати за такою формулою:

$$ВП_{\kappa} = \frac{\Pi}{K_{\text{вк}} - g}. \quad (9.4)$$

При використанні методу капіталізації доходів залишкову (ліквідаційну) вартість підприємства не враховують. Вважається, що в нескінченному періоді або через значну кількість років ця вартість повністю списується і фактично дорівнює нулю.

9.3.2. Майновий (витратний) підхід до оцінювання вартості підприємства

Згідно з *майновим підходом* вартість підприємства розраховують як суму вартостей усіх активів (основних засобів, запасів, вимог, нематеріальних активів тощо), що становлять цілісний майновий комплекс, за мінусом зобов'язань. Основним джерелом інформації при цьому підході є баланс підприємства.

Оцінювання вартості підприємства на базі активів ґрунтується на так званому принципі субституції, згідно з яким вартість активу не повинна перевищувати ціни заміщення всіх його складових. У межах цього підходу розрізняють такі основні методи:

- оцінювання за відновною вартістю активів (витратний підхід);
- розрахунок чистих активів;
- розрахунок ліквідаційної вартості.

Розглянемо детальніше характеристики витратного підходу, в основу якого покладено принципи корисності й заміщення. Цей підхід ґрунтується на тезі, що потенційний покупець не заплатить за об'єкт більшу ціну, ніж його можливі сукупні витрати на відновлення об'єкта в поточному стані й в діючих цінах, що забезпечуватиме його власникові подібну корисність. У межах витратного підходу основним методом оцінювання вважається метод відтворення (*оцінювання за відновною вартістю активів*). Відновну вартість розраховують з використанням інформації про вартість відтворення майна в існуючому вигляді в ринкових цінах на момент оцінювання. Метод базується на показниках первісної вартості активів, величини їх зносу та індексації.

Первісна вартість активів — це вартість окремих об'єктів активів, за якою їх було зараховано на баланс підприємства; включає суму витрат, пов'язаних з виготовленням, придбанням, доставкою, спорудженням,

установленням, страхуванням під час транспортування, державною реєстрацією, реконструкцією, модернізацією та іншими поліпшеннями активів.

Відновна вартість — це вартість відтворення об'єкта оцінювання на дату оцінювання, яку визначають шляхом множення первісної вартості активів на коефіцієнт індексації. Ураховуючи те, що з часом активи поступово втрачають споживчу вартість, на їхню оцінку суттєво впливає рівень фізичного й морального зносу. У разі індексації первісної вартості активів відбувається також індексація величини зносу. Реальна вартість матеріальних і нематеріальних активів характеризується їхньою залишковою вартістю, яку визначають як різницю між їхньою відновною (первісною) вартістю і проіндексованою сумою зносу. *Вартість підприємства дорівнює різниці між реальною вартістю його активів і ринковою ціною зобов'язань.*

Метод оцінювання за відновною вартістю досить часто використовують при оцінюванні майна державних підприємств під час їх приватизації. Підкреслимо, що використання цього методу є виправданим, якщо балансова і ринкова вартості активів істотно не відрізняються.

До основних недоліків методу слід віднести те, що на практиці балансова вартість активів майже ніколи не відповідає їхній ринковій вартості. Достовірність оцінки підвищується, якщо отриману вартість скоригувати на приховані прибутки або збитки підприємства.

При оцінюванні вартості підприємства за таким підходом визначальним є те, що ця вартість не дорівнює арифметичній сумі вартостей окремих майнових об'єктів підприємства. Цю вартість слід скоригувати на вартість гудвілу. *Гудвіл* — вартість фірми, її ділової репутації, нематеріальний актив, вартість якого визначають як різницю між балансовою вартістю активів підприємства і його ринковою вартістю, що виникає внаслідок прийняття кращих управлінських рішень, домінуючої позиції на ринку, нових технологій тощо.

З метою врахування вартості гудвілу в процесі оцінювання вартості підприємства на практиці рекомендується застосовувати комбінацію методу оцінювання активів і методу капіталізації доходів (так званий *швейцарський метод середньої оцінки*). Згідно з цим підходом для оцінювання вартості підприємства пропонують використовувати таку формулу:

$$ВП_c = \frac{2ВП_к + ВП_a}{3}, \quad (9.5)$$

де $ВП_a$ — вартість підприємства, розрахована на базі оцінювання активів.

9.3.3. Ринковий підхід до оцінювання вартості підприємства

При ринковому підході передбачається розрахунок вартості підприємства на основі результатів його зіставлення з іншими бізнес-

аналогами. Головною тут є наявність прийнятної бази для порівняння підприємств-аналогів. Подібний бізнес слід вести в тій же галузі, в якій знаходиться і об'єкт оцінювання, або в галузі, що є чутливою до тих самих економічних чинників. Для з'ясування цього питання слід провести порівняльний аналіз кількісних і якісних подібностей й відмінностей між аналогічними підприємствами й об'єктом оцінювання. У межах ринкового підходу найуживанішими методами вважають такі:

- зіставлення мультиплікаторів;
- порівняння продажів (транзакцій).

Основними джерелами інформації при застосуванні цього підходу є фондові біржі й позабіржові торговельні системи, на яких мають обіг права власності на подібний бізнес, дані фінансової звітності підприємств-аналогів, а також інформація про попередні транзакції з корпоративними правами на той бізнес, який оцінюється.

Найкращим інструментом оцінювання корпоративних прав, а отже, і вартості підприємства, є ефективний ринок капіталів, оскільки він у цілому володіє інформацією, якої не мають окремі учасники ринку. Саме тому в країнах з розвинутою ринковою економікою під час оцінювання вартості підприємств за ринковим підходом як базу для порівняння досить часто використовують інформацію про ринковий (біржовий) курс корпоративних прав.

Метод зіставлення мультиплікаторів дає змогу оцінити вартість підприємств шляхом зіставлення окремих показників аналогічних підприємств. Він ґрунтується на тезі про рівність окремих мультиплікаторів, розрахованих для підприємств-аналогів. Формула для розрахунку ринкової вартості підприємства за цим методом є такою:

$$ВП_{\text{м}} = П_{\text{о}} \cdot M, \quad (9.6)$$

де $П_{\text{о}}$ — значення показника (чиста виручка, прибуток, CF тощо) оцінюваного підприємства, що порівнюється із значенням показника підприємства-аналога; M — мультиплікатор (розраховується з використанням даних підприємства-аналога).

Як мультиплікатори здебільшого використовують такі показники:

- відношення ціни (корпоративних прав або підприємства) до чистої виручки від реалізації;
- відношення ціни підприємства до операційного *Cash-flow*;
- відношення ціни до чистого прибутку;
- відношення ринкового курсу корпоративних прав до балансового.

Принциповим є використання повністю ідентичних методик розрахунку значень мультиплікаторів на оцінюваному підприємстві й об'єкті порівняння. При оцінюванні одного підприємства можна використовувати кілька мультиплікаторів. Вартість підприємства при цьому обчислюють як середньоарифметичну вартість, розраховану за кожним мультиплікатором.

Метод порівняння продажів (транзакцій) базується на оцінюванні вартості підприємства, виходячи з ціни продажу аналогічних об'єктів. В методі передбачається, що суб'єкти ринку здійснюють операції купівлі-продажу майна за цінами, які було встановлено при купівлі-продажу аналогічних об'єктів. Оскільки абсолютних аналогів майже не існує, ціни продажу порівнюваних підприємств коригуються на спеціально обчислені поправкові коефіцієнти, які характеризують рівень відмінності об'єкта оцінювання від його аналога.

З метою забезпечення об'єктивності оцінювання знайдена у межах ринкового підходу порівняльна вартість коригується на відповідні поправки, що характеризують ризиковість об'єкта оцінювання, відмінності в правах власності на нього, рівень мобільності корпоративних прав тощо.

До переваг методів порівняння і зіставлення мультиплікаторів слід віднести те, що вони дають можливість одержати реальну ринкову вартість оцінюваного майна. Недоліки методів оцінювання за ринковим підходом зумовлені тим, що в них не враховується вартість потенційних прибутків, яку можна отримати, експлуатуючи об'єкт оцінювання. Саме тому в деяких випадках результати оцінювання підприємства за зазначеними методами доцільно зіставляти з вартістю підприємства, розрахованою за методом капіталізованої вартості або дисконтування грошових потоків.

9.4. Практична робота з оцінювання вартості підприємства

З метою правильної організації роботи з оцінювання вартості майна необхідно дотримуватися певної послідовності дій і вибрати найоптимальнішу для конкретного об'єкта методику оцінювання. У загальному вигляді оцінювання вартості підприємства складається з таких етапів:

1. Укладання договору на проведення оцінювання вартості підприємства.
2. Збір вихідної інформації про об'єкт оцінювання.
3. Вибір і обґрунтування методології оцінювання.
4. Застосування методичних підходів, методів і оцінних процедур.
5. Проведення аудиторської перевірки та інвентаризації майна.
6. Узгодження результатів оцінювання, отриманих із застосуванням різних методичних підходів і методів.
7. Складання звіту про оцінювання підприємства та висновку про його вартість на дату оцінювання.
8. Затвердження результатів оцінювання.
9. Рецензування звіту про оцінювання.

10 . ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛІНГ

10.1. Суть і основні завдання фінансового контролінгу

Контролінг — це спеціальна саморегулювальна система методів та інструментів, яка спрямована на функціональну підтримку менеджменту підприємства і включає інформаційне забезпечення, планування, координацію, контроль і внутрішній консалтинг.

Підкреслимо, що служби контролінгу безпосередньо не приймають рішення, а здійснюють їх підготовку, функціональну та інформаційну підтримку і контроль за їх реалізацією.

На практиці виокремлюють різні напрями (сектори) контролінгу: фінансовий контролінг, контролінг збуту, дивізіональний контролінг, контролінг виробництва та закупівель тощо.

Фінансовий контролінг зорієнтований на функціональну підтримку фінансового менеджменту, що визначає його зміст і основні завдання. Провідною метою фінансового контролінгу є орієнтація управлінського процесу на максимізацію прибутку та вартості капіталу власників при мінімізації ризику і збереженні ліквідності й платоспроможності підприємства.

10.2. Стратегічний фінансовий контролінг

Під стратегічним фінансовим контролінгом розуміють комплекс функціональних завдань, інструментів і методів довгострокового (три роки і більше) управління фінансами, вартістю та ризиками.

У межах стратегічного фінансового контролінгу зусилля фінансових служб підприємств концентровано на виконанні таких основних завдань:

- визначення стратегічних напрямів діяльності підприємства;
- визначення стратегічних факторів успіху;
- визначення стратегічних цілей і розроблення фінансової стратегії підприємства;
- упровадження дійової системи раннього попередження й реагування (перманентний аналіз шансів і ризиків, сильних і слабких сторін);
- визначення горизонтів планування;
- довгострокове фінансове планування: планування прибутків і збитків, *Cash-flow*, балансу, основних фінансових показників;
- довгострокове управління вартістю підприємства і прибутками його власників;
- забезпечення інтеграції довгострокових стратегічних цілей та оперативних завдань, які ставляться перед окремими працівниками і структурними підрозділами.

Найважливішим завданням стратегічного контролінгу є забезпечення життєздатності підприємства в довгостроковому

періоді на основі управління існуючим потенціалом і створення додаткових факторів успіху.

До основних інструментів стратегічного контролінгу належать аналіз сильних і слабких сторін, побудова стратегічного балансу, портфельний аналіз, організаційний аналіз, функціонально-вартісний аналіз, модель життєвого циклу, система раннього попередження та реагування, дискримінантний аналіз, аналіз *shareholder-value*, *Balanced-Scorecard*, бенчмаркінг та ін.

10.3. Оперативний фінансовий контролінг

Базовими складовими оперативного фінансового контролінгу є система річних бюджетів і бюджетний контроль. У разі необхідності бюджети можуть складатися з розбивкою по кварталах, місяцях, декадах і навіть днях.

Головною метою оперативного фінансового контролінгу є організація системи управління досягненням поточних (короткострокових) фінансових цілей підприємства. Такі цілі можуть виявлятися у показниках виручки від реалізації, прибутку, постійних і змінних витрат, рентабельності капіталу тощо.

Взаємозв'язок бюджетування і бюджетного контролю характеризує основний зміст оперативного контролінгу, який, власне, полягає в систематичному порівнянні фактичних показників діяльності підприємства із запланованими і подальшому аналізі відхилень.

Коло завдань, які належать до компетенцій бюджетного контролю, включає управлінський облік, аналіз відхилень, а також рапортування. В оперативних звітах (рапортах) інтерпретують результати виконання бюджетів, наводять оцінку основних фінансових показників, а також формулюють пропозиції, які впливають із аналізу відхилень.

Оперативний фінансовий контролінг (на відміну від стратегічного) спирається переважно на внутрішні джерела інформації, зокрема на дані рахунків прибутків і збитків, руху грошових коштів тощо.

Внутрішній аудит (ревізія) в системі функцій контролінгу

До сфери функціональних компетенцій контролінгу зазвичай належить внутрішній аудит (ревізія) — сукупність процедур щодо перевірки відповідності фактичного стану об'єкта аудиту нормативному (тому, що має бути). Служба внутрішнього аудиту є органом оперативного контролю виконавчих органів підприємства.

10.4. Система раннього попередження і реагування

10.4.1. Зміст, призначення й організація

З метою своєчасної ідентифікації чинників, які сигналізують про той чи інший напрям розвитку окремих показників, внутрішніх і зовнішніх параметрів діяльності підприємства, вжиття превентивних заходів,

доцільно впроваджувати систему раннього попередження і реагування (СРПР).

Система раннього попередження і реагування — це особлива інформаційна система, яка сигналізує керівництву про потенційні ризики (або шанси), які можуть загрожувати підприємству з боку зовнішнього і внутрішнього середовищ.

Система раннього попередження і реагування виявляє й аналізує інформацію про приховані обставини, настання яких може призвести до виникнення загрози для підприємства або до втрати потенційних шансів. Першочерговим завданням системи раннього попередження є своєчасне виявлення ознак кризи на підприємстві, тобто прогнозування можливого банкрутства. З іншого боку, за допомогою цієї системи виявляють додаткові шанси для суб'єкта господарювання. На базі СРПР будується система управління ризиками, яка включає ідентифікацію ризиків, їх оцінювання й нейтралізацію.

Процес створення системи раннього попередження і реагування може складатися з таких етапів:

1. *Визначення сфер спостереження* — встановлення об'єктів внутрішньої і зовнішньої діагностики. До основних сфер спостереження у межах внутрішньої діагностики належать фінансова, виробнича, збутова й організаційна. Зовнішня діагностика побудована на аналізі ситуації на ринку (клієнти, конкуренти, кон'юнктура), макроекономічної ситуації в країні та економіко-правових умов діяльності підприємства.

2. *Вибір індикаторів раннього попередження*, які можуть указувати на розвиток того чи іншого негативного процесу.

3. *Розрахунок граничних значень індикаторів і безпечних інтервалів їх зміни*. На цьому етапі розраховують, наприклад, зону безпеки, тобто додатну різницю між фактичною виручкою від реалізації та виручкою від реалізації, що відповідає точці беззбитковості; величину продуктивності праці, яка забезпечує конкурентоспроможність підприємства; рівень фінансових показників, достатній для підтримки стабільної ліквідності й платоспроможності суб'єкта господарювання; частку ринку, необхідну для забезпечення планового рівня рентабельності, тощо.

4. *Формування конкретних аналітичних завдань для аналітичних центрів*. До таких завдань можуть належати прогнозування банкрутства підприємства, SWOT-аналіз, бенчмаркінг та ін.

5. *Формування інформаційних каналів*: забезпечення інформаційного зв'язку між джерелами інформації та системою раннього реагування, між системою та її користувачами — керівниками всіх рівнів.

6. *Узагальнення одержаних аналітичних висновків і підготовка пропозицій і рекомендацій* щодо розвитку сильних сторін і нейтралізації слабких, що є основою розроблення проектів управлінських рішень.

Розрізняють дві підсистеми СРПР: система, орієнтована на внутрішні параметри діяльності підприємства, і система, орієнтована на зовнішнє середовище.

10.4.2. Прогнозування банкрутства на основі дискримінантного аналізу

Одним з найважливіших інструментів системи раннього попередження і методом прогнозування банкрутства підприємств є **дискримінантний аналіз**. Під дискримінантним аналізом здебільшого розуміють комплекс методів математичної статистики, за допомогою якого класифікують досліджувані одиниці (підприємства) залежно від значень вибраної сукупності показників відповідно до побудованої метричної шкали. Таку шкалу будують на основі емпіричного дослідження фінансових показників великої кількості підприємств, одні з яких опинились у фінансовій кризі, а інші — успішно продовжують свою діяльність.

У процесі аналізу підбирають певну систему показників, дослідивши значення яких, можна віднести підприємство до того чи іншого класу та з високим рівнем ймовірності спрогнозувати його майбутній фінансовий стан. У теорії і практиці здебільшого розрізняють *однофакторний і багатофакторний дискримінантний аналіз*.

При багатофакторному дискримінантному аналізі підбирають декілька показників, для кожного з яких визначають вагу в так званій дискримінантній функції. У загальному вигляді лінійну багатофакторну дискримінантну функцію можна подати так:

$$Z = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + a_3x_3 + \dots + a_nx_n,$$

де $a_1, a_2, a_3, \dots, a_n$ — коефіцієнти (ваги) дискримінантної функції; $x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$ — показники (змінні) дискримінантної функції.

Величина окремих ваг характеризує різний вплив окремих показників (змінних) на загальний фінансовий стан підприємства. Віднесення аналізованого підприємства до групи «хворих» або «здорових» залежить від значення інтегрального показника, який є результатом розв'язку дискримінантної функції, а також від побудованої на основі емпіричних даних прямої поділу. Прямая поділу характеризує граничне значення Z-показника і є базою для розроблення шкали інтерпретації одержаних значень Z.

Найвідомішу класичну модель прогнозування банкрутства розробив американський економіст *Е. Альтман (1968)*. Її використовують при фінансовому прогнозуванні й оцінюванні кредитоспроможності підприємств.

Побудована Альтманом дискримінантна функція має такий вигляд:

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5.$$

Це — п'ятифакторна модель, де чинниками є окремі показники фінансового стану підприємства. Наведемо окремі змінні дискримінантної функції, адаптовані до вітчизняних стандартів фінансової звітності:

- X_1 — робочий капітал / валюта балансу;
- X_2 — сума нерозподіленого прибутку (непокритого збитку) і резервного капіталу / валюта балансу;
- X_3 — звичайний прибуток до оподаткування плюс проценти за кредит / валюта балансу;
- X_4 — ринкова вартість підприємств (ринкова вартість корпоративних прав) / позиковий капітал;
- X_5 — чиста виручка від реалізації продукції / валюта балансу.

Зробивши аналіз 33 пар промислових підприємств з обсягом валюти балансу від 1 до 25 млн дол. США, Альтман дійшов такого висновку щодо інтерпретації значень Z-показника (табл. 10.1).

Таблиця 10.1

Визначення ймовірності банкрутства підприємств

Значення «Z»	Ймовірність банкрутства
До 1,8	Висока
1,8 — 2,67	Не можна однозначно визначити
2,67 і вище	Низька

Методологія багатофакторного дискримінантного аналізу може використовуватися як службами контролінгу підприємства для своєчасного виявлення симптомів фінансової кризи, так і банками при оцінюванні кредитоспроможності позичальника.

10.5. Методи контролінгу

Служби контролінгу в процесі виконання своїх функцій використовують не тільки загальнометодологічні й загальноекономічні методи, а й специфічні. До перших методів належать спостереження, порівняння, групування, аналіз, трендовий аналіз, синтез, систематизація, прогнозування. Основними специфічними методами контролінгу є такі:

- аналіз точки беззбитковості;
- бенчмаркінг;
- вартісний аналіз;
- портфельний аналіз;
- SWOT-аналіз (аналіз сильних і слабких сторін);
- ABC-аналіз;
- XYZ-аналіз;
- методи фінансового прогнозування (експертні, екстраполяції).

10.5.1. Аналіз точки беззбитковості

Точка беззбитковості характеризує обсяг реалізації продукції, при якому прибуток підприємства дорівнює нулю, тобто виручка від реалізації продукції відповідає валовим затратам на її виробництво й реалізацію. Точку беззбитковості називають також точкою «порогового»

прибутку, або точкою рівноваги. Цей метод ґрунтується на тезі, що із збільшенням обсягів реалізації величина умовно постійних витрат на одиницю продукції зменшується.

Складовим елементом аналізу точки беззбитковості є розрахунок суми покриття (маржинального прибутку). **Маржинальний прибуток** — це показник, який характеризує частину виручки, що спрямовується на заміщення умовно постійних витрат і формування прибутку від реалізації. Розрізняють одноступінчастий (спрощений) і багатоступінчастий розрахунок суми покриття. За спрощеною схемою сума покриття дорівнює різниці між виручкою від реалізації продукції та умовно змінними витратами:

(+) чиста виручка від реалізації

(–) змінні (пропорційні витрати)

(=) сума покриття

(–) постійні витрати

(=) прибуток

Система розрахунку суми покриття, яка ґрунтується на простому розподілі витрат на постійні й змінні, називається одноступінчастою системою «*direct — costing*». Суму покриття можна розраховувати як на весь обсяг реалізації, так і на одиницю продукції. В останньому випадку це різниця між оптовою ціною та умовно змінними витратами на виробництво одиниці продукції. В торгівлі сума покриття зазвичай відповідає торговельній націнці (зменшеній на величину непрямих податків). За допомогою показника суми покриття обчислюють приріст прибутку від реалізації кожної додаткової одиниці продукції. При цьому можна використати таку формулу розрахунку прибутку:

$$\Pi_n = N(p - v) - F, \quad (10.1)$$

де Π_n — прибуток від реалізації n одиниць продукції, грн; N — кількість реалізованої продукції, шт. (або інші натуральні одиниці); p — оптова ціна одиниці продукції, грн; v — умовно змінні витрати на одиницю продукції, грн; F — умовно постійні витрати на виробництво і збут реалізованої продукції, грн.

Основним недоліком системи простого директ-костингу є те, що при її використанні сукупні постійні витрати враховуються без розподілу в розрізі окремих їхніх видів, груп продукції, центрів затрат, структурних підрозділів тощо. У разі виробництва багатьох видів продукції та наявності кількох центрів затрат такий підхід не дає можливості об'єктивно оцінити ефективність виробництва окремих видів продукції.

Першим етапом розрахунку суми покриття є правильний розподіл усіх витрат підприємства (або витрат на виробництво певного виду продукції) на постійні й змінні.

До **умовно змінних** належать витрати, абсолютна величина яких зростає зі збільшенням обсягу випуску продукції і зменшується з його зниженням. До умовно змінних витрат належать витрати на сировину і

матеріали, комплектувальні вироби, напівфабрикати, паливо та енергію, оплату праці працівникам, зайнятим у виробництві продукції, та ін.

Умовно постійні — це витрати, абсолютна величина яких зі збільшенням (зменшенням) випуску продукції істотно не змінюється. До умовно постійних належать витрати, пов'язані з обслуговуванням й управлінням виробничою діяльністю виробничих підрозділів, а також витрати на забезпечення господарських потреб виробництва.

До **змінних загальновиробничих витрат** належать витрати на обслуговування й управління виробництвом (цехів, дільниць), що змінюються прямо (або майже прямо) пропорційно до зміни обсягу діяльності. Змінні загальновиробничі витрати розподіляються на кожен об'єкт витрат з використанням *вибраної бази розподілу* (годин праці, заробітної плати, обсягу діяльності, прямих витрат тощо), виходячи з фактичного обсягу виробництва (потужності) звітного (або планового) періоду.

До **постійних загальновиробничих витрат** належать витрати на обслуговування й управління виробництвом, що залишаються незмінними (або майже незмінними) при зміні обсягу діяльності. Постійні загальновиробничі витрати розподіляються на кожен об'єкт витрат з використанням бази розподілу при нормальній потужності. Нерозподілені постійні загальновиробничі витрати включаються до складу собівартості реалізованої продукції (робіт, послуг) у періоді їх виникнення. Загальна сума розподілених і нерозподілених постійних загальновиробничих витрат не може перевищувати їхньої фактичної величини.

Досить часто в процесі бюджетування фінансових результатів перед фінансистом постає завдання розрахувати виручку від реалізації (відповідно обсяг продажу) у точці беззбитковості щодо продукції, яку лише планується виробляти. У цьому разі для розрахунків можна використати такі математичні формули:

$$B = \frac{F}{1} - \frac{v}{p}; \quad (10.2)$$

$$O = \frac{F}{p} - v, \quad (10.3)$$

де B — виручка від реалізації в точці беззбитковості, грн; O — обсяг реалізованої продукції в точці беззбитковості, шт. (або інші натуральні одиниці).

Отже, на основі розрахунку точки беззбитковості можна дійти висновків про доцільність виробництва тих чи інших видів продукції, мінімальних цін або обсягів реалізації, які забезпечують беззбиткову діяльність.

10.5.2. Бенчмаркінг

Бенчмаркінг (від англ. *benchmarking* — установлення контрольної точки) — це перманентний, безперервний процес порівняння товарів (робіт, послуг), виробничих процесів, методів та інших параметрів досліджуваного підприємства (структурного підрозділу) з аналогічними об'єктами інших підприємств або структурних підрозділів.

У центрі уваги бенчмаркінгу — запитання: чому інші працюють успішніше, ніж ми? Основний зміст і мета бенчмаркінгу полягає в ідентифікації відмінностей з порівнюваним аналогом (еталоном), визначення причин цих відмінностей і виявлення можливостей щодо вдосконалення об'єктів бенчмаркінгу. **Об'єктами** бенчмаркінгу можуть бути методи, процеси, технології, якісні параметри продукції, показники фінансово-господарської діяльності підприємств (структурних підрозділів).

10.5.3. Вартісний аналіз

Вартісний аналіз — це метод контролінгу, що полягає в дослідженні функціональних характеристик продукції, яка виробляється, на предмет еквівалентності їхньої вартості й корисності. Отже, в центрі уваги вартісного аналізу перебувають функціональні й вартісні параметри продукції (робіт, послуг), саме тому цей вид аналізу також називають функціонально-вартісним. Під час аналізу класифікують функції продукту у розрізі функціональних класів: головні, додаткові й непотрібні. На основі цього розробляють пропозиції щодо мінімізації затрат на виконання кожної функції, а також щодо анулювання другорядних функцій, які потребують значних затрат.

Виокремлюють два основні завдання вартісного аналізу:

- зменшення вартості окремих компонентів продукції без зменшення обсягів її виробництва та реалізації;
- поліпшення функціональних параметрів продукції при мінімальних затратах.

Вартісний аналіз є одним з найдієвіших інструментів скорочення собівартості продукції, зокрема витрат на сировину й матеріали.

10.5.4. Портфельний аналіз

Портфельний аналіз — ефективний інструмент стратегічного контролінгу. Традиційно цей інструмент використовують при оптимізації портфеля цінних паперів інвестора. Фінансист під терміном «портфоліо» розуміє оптимальний з огляду на комбінацію ризику й прибутковості набір інвестицій (концепція оптимізації портфеля інвестицій Марковіца, модель оцінювання капітальних активів). В основу портфельного аналізу покладено два оцінні критерії: теперішня вартість очікуваних доходів від володіння цінними паперами (проценти, дивіденди) і рівень ризиковості вкладень.

10.5.5. ABC-аналіз

Цей метод контролінгу використовують при селективному відборі найцінніших для підприємства постачальників і клієнтів, найважливіших видів сировини і матеріалів, найвагоміших елементів затрат, найрентабельнішої продукції, найефективніших напрямів капіталовкладень. **ABC-аналіз** полягає у виявленні й оцінюванні декількох кількісних величин, які є найціннішими і мають найбільшу питому вагу у загальній сукупності вартісних показників. Згідно з цим методом досліджувану сукупність, наприклад запаси сировини і матеріалів, поліляють на три групи:

- *група А* — запаси, які є найціннішими з огляду на їхню вартість, однак можуть використовуватися підприємством у незначній кількості в натуральному вираженні;
- *група В* — середні за величиною запаси як у кількісному, так і в грошовому вираженні;
- *група С* — запаси з найбільшою часткою в натуральному вираженні, однак незначні з огляду на їхню вартість.

Основну увагу в процесі управління товарно-матеріальними запасами приділяють запасам, які належать до групи А, меншу — до груп В і С.

З метою оптимізації запасів на практиці досить часто ABC-аналіз комбінують з іншим методом контролінгу — **XYZ-аналізом**, який характеризує рівномірність запуску окремих видів сировини (матеріалів) у виробництво. Цей метод широко використовують у процесі нормування обігових коштів для створення виробничих запасів. Під час XYZ-аналізу найвживаніші види сировини (матеріалів) групують залежно від рівня їх споживання в три класи:

- 1) X-сировина — види сировини (матеріалів), які рівномірно споживаються у виробництві без суттєвих коливань;
- 2) Y-сировина — види сировини (матеріалів), рівень споживання яких суттєво коливається, наприклад залежно від виробничого циклу або сезонності виробництва;
- 3) Z-сировина — сировина і матеріали, які споживаються нерегулярно і характеризуються високим рівнем коливання в їх потребі.

Від класу, до якого віднесено сировину, залежить точність прогнозування її потреби для виробництва, а отже, величина запасів. Зрозуміло, що потреба в X-сировині характеризується найвищим рівнем точності прогнозування й нормування; Y-сировині — середнім рівнем точності. Потребу в Z-сировині дуже важко спрогнозувати. Виходячи з цього можна дійти висновків щодо рекомендованої величини запасів (обсягу обігових коштів, які заморожуються в них): у першому випадку обсяги запасів є мінімальними; у другому — в певні періоди запаси мають бути високими; у третьому — постійні запаси створювати взагалі недоцільно.

10.5.6. Аналіз сильних і слабких сторін підприємства

Одним з важливих методів стратегічного контролінгу є так званий аналіз сильних (*Strength*) і слабких (*Weakness*) сторін, а також наявних шансів (*Opportunity*) і ризиків (*Threat*). В економічній літературі цей вид аналізу також називають SWOT-аналізом (*SWOT-analysis*). Зазначений вид аналізу можна проводити стосовно всього підприємства, його структурних підрозділів, а також у розрізі окремих видів продукції. На основі результатів аналізу ендogenous середовища розробляють рекомендації щодо:

- 1) усунення наявних слабких сторін;
- 2) ефективного використання існуючого потенціалу (сильних сторін).

Під час SWOT-аналізу екзогенного середовища визначають позитивні й негативні фактори впливу на підприємство. За результатами цього аналізу розробляють пропозиції стосовно нейтралізації можливих ризиків і використання додаткових шансів.

На рис. 10.1 у вигляді матриці наведено типові приклади сильних і слабких сторін вітчизняних підприємств, а також шансів і ризиків, які можуть виникнути під дією зовнішніх обставин.

Сильні сторони: <ul style="list-style-type: none">• кваліфікований персонал;• низькі витрати на заробітну плату;• наявність власних виробничих споруд;• прихід молодих та енергійних співробітників фінансових служб	Слабкі сторони: <ul style="list-style-type: none">• інертність і зловживання керівництва підприємства;• крадіжки на виробництві;• застарілий асортимент продукції;• висока енергомісткість продукції;• неефективна діяльність служби збуту
Додаткові шанси: <ul style="list-style-type: none">• ринок сформовано в основному за рахунок імпорту;• державою проводяться протекціоністські заходи, спрямовані на захист вітчизняного товаровиробника;• іноземні інвестори виявляють значний інтерес до галузі, до якої належить підприємство	Ризики: <ul style="list-style-type: none">• криміногенні ризики;• інфляційний ризик (знецінення реальної вартості капіталу);• ризик неплатоспроможності або банкрутства контрагентів;• ризик зміни податкового законодавства і накладання фінансових санкцій

Рис. 10.1. Матриця SWOT-аналізу

У процесі аналізу сильні й слабкі сторони підприємства слід оцінити з урахуванням основних тенденцій змін у зовнішньому середовищі. Так, ліквідність підприємства на певну дату може бути його сильною стороною, однак через деякий час унаслідок дії зовнішніх факторів вона може стати недостатньою і перетворитися на слабку сторону.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК

1. Закон України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» // ВВР. – 1992. – № 31.
2. Бланк, И. А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И. А. Бланк. – К.: Ника-центр, 1999. – 512 с.
3. Крамаренко, Г. О. Фінансовий аналіз : підручник / Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна. – К.: Центр навч. літ., 2008. – 392 с.
4. Білик, М. Д. Фінансовий аналіз : навч. посіб. / М. Д. Білик, О. В. Павловська, Н. М. Притуляк. – К.: КНЕУ, 2005. – 592 с.
5. Литвин, Б. М. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / Б. М. Литвин, М. В. Стельмах. — К.: Хай Тек Прес, 2008. — 336 с.
6. Островська Г. Й. Фінансовий менеджмент. Вартісноорієнтований підхід : навч. посіб. / Г. Й. Островська. – Т. : ТНЕУ, Економ. думка, 2015.– 580 с.
7. Терещенко, О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посіб. / О. О. Терещенко. — К.: КНЕУ, 2003. — 554 с.
8. Фінансовий менеджмент : підручник / за ред. проф. А. М. Поддєрьогіна. – К. : КНЕУ, 2005. – 535 с.
9. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. / за заг. ред. І. О. Школьник, В. М. Кремень. – К. : Центр навч. літ., 2015. – 488 с.
10. Фінансовий менеджмент у схемах і таблицях / Я. П. Квач, В. М. Орлов, О. В. Орлова, Г. В. Толкачова; за ред. В. М. Орлова. – О. : 2012. – 72 с.
11. Финансовый менеджмент / под ред. Г. Б. Поляк. – М. : Волтер Клувер, 2009. – 608 с.
12. Финансовый менеджмент: теория и практика : учебник / под ред. Е. Стояновой. – М. : Перспектива, 2009. – 656 с.
13. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. / Т. І. Лепейко, О. М. Миронова, К. В. Кривобок, К. Р. Немашкало. – Х. : Вид. ХНЕУ, 2012. – 306 с.
14. Шелудько, В. М. Фінансовий менеджмент : підручник / В. М. Шелудько. – К. : Знання, 2006. – 439 с.
15. Шеремет, А. Финансовый анализ предприятия / А. Шеремет, Р. Сайфулин. – М. : Финансы и статистика, 1999. – 160 с.
16. Школьник, І. О. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. / І. О. Школьник. – К. : Ліра-К, 2015. – 301 с.
17. Шморгун, Н. П. Фінансовий аналіз : навч. посіб. / Н. П. Шморгун, І. В. Головка. – К. : ЦНЛ, 2006. – 528 с.

Навчальне видання

Татар Марина Сергіївна

Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва

Редактор А. М. Ємленінова

Зв. план, 2016

Підписано до друку 15.11.2016

Формат 60×84 1/16. Папір офс. № 2. Офс. друк

Ум. друк. арк. 5,5. Обл.-вид. арк. 6,25. Наклад 40 пр.

Замовлення 351. Ціна вільна

Видавець і виготовлювач

Національний аерокосмічний університет ім. М. Є. Жуковського

«Харківський авіаційний інститут»

61070, Харків-70, вул. Чкалова, 17

<http://www.khai.edu>

61070, Харків-70, вул. Чкалова, 17

izdat@khai.edu

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