

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДЗ «ЛУГАНСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ
ТАРАСА ШЕВЧЕНКА»

Фінансовий менеджмент

КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ

для здобувачів вищої освіти спеціальності
072 - Фінанси, банківська справа та страхування

Старобільськ
Вид-во ДЗ «ЛНУ імені Тараса Шевченка»
2021

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДЗ «ЛУГАНСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ
ТАРАСА ШЕВЧЕНКА»

Фінансовий менеджмент

КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ

для здобувачів вищої освіти спеціальності
072 - Фінанси, банківська справа та страхування

Затверджено
на засіданні кафедри
фінансів, обліку та банківської
справи

Протокол № 14 від 29.06.2021 р.

Старобільськ
Вид-во ДЗ «ЛНУ імені Тараса Шевченка»
2021

Фінансовий менеджмент: конспект лекцій / Видання 3-е доповн. та перероб. / укладачі: Н.О. Рязанова, В.В. Мальцева – Старобільськ: Вид-во ДЗ «ЛНУ імені Тараса Шевченка», 2021.– 155 с.

Кафедра фінансів, обліку та банківської справи

Рецензенти: Снитко Є.О. – зав.каф. менеджменту ДЗ «ЛНУ імені Тараса Шевченка», к.т.н., доц.
Колосов А.М. – професор каф. менеджменту ДЗ «ЛНУ імені Тараса Шевченка», д.е.н., проф.

ЗМІСТ

ВСТУП	С. 5
ТЕМА 1 ЗАГАЛЬНІ ПІДХОДИ ДО УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ	7
1.1 Еволюція фінансового менеджменту, його сутність.....	7
1.2 Мета, основні завдання, функції та механізм фінансового менеджменту.....	9
ТЕМА 2 УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ ПІДПРИЄМСТВА	11
2.1 Загальні підходи до управління оборотними активами.....	11
2.2 Методи управління дебіторською заборгованістю.....	13
2.3 Особливості управління грошовими коштами підприємства	15
2.4 Управління фінансовими інвестиціями підприємства.....	20
ТЕМА 3 УПРАВЛІННЯ ДЖЕРЕЛАМИ КОШТІВ	27
3.1 Управління власним капіталом. Дивідендна політика підприємства	27
3.2 Управління позиковим капіталом. Ефект фінансового важеля ...	31
3.3 Оцінка вартості капіталу. Середньозважена вартість капіталу...	33
ТЕМА 4 ОЦІНКА ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ	40
4.1 Необхідність, завдання і принципи оцінки вартості підприємства.....	40
4.2 Методичні підходи до оцінки вартості підприємства.....	42
4.3 Практична робота з оцінки вартості підприємства	56
ТЕМА 5 ОСОБЛИВОСТІ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ У РАЗІ ЗМІНИ ОРГАНІЗАЦІЙНО - ПРАВОВОЇ ФОРМИ ПІДПРИЄМСТВ	59
5.1 Реорганізація як специфічний напрям фінансової діяльності підприємства, її передумови.....	59
5.2 Укрупнення підприємства: сутність та основні завдання. Злиття, приєднання та поглинання підприємств.....	64
5.3 Реорганізація, спрямована на розукрупнення підприємства.	75
5.4 Перетворення як особлива форма реорганізації підприємства...	82
ТЕМА 6 ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ ЗОВНІШНЬО-ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ	85
6.1 Організаційно-економічний механізм зовнішньоекономічних угод підприємств.....	85
6.2 Валютно-фінансові умови зовнішньоекономічного контракту...	98
ТЕМА 7 ФІНАНСОВЕ ПЛАНУВАННЯ НА ПІДПРИЄМСТВАХ	102
7.1 Сутність і основні етапи фінансового планування.....	102
7.2 Перспективне фінансове планування.....	105

7.3 Поточне фінансове планування.....	106
7.4 Оперативне фінансове планування.....	112
7.5 Основні підходи до бізнес-планування на підприємстві.....	117
ТЕМА 8 УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ.....	125
8.1 Сутність фінансових ризиків підприємства та їх класифікація...	125
8.2 Методи оцінки фінансових ризиків	134
8.3 Політика управління фінансовими ризиками.....	143
8.4 Механізм нейтралізації фінансових ризиків.....	146
Список рекомендованої літератури.....	154

ВСТУП

Мета дисципліни. Метою дисципліни «Фінансовий менеджмент» є надання теоретичних та практичних знань щодо управління фінансовими ресурсами підприємств і організацій різних форм власності, формування фінансової стратегії, оцінювання вартості капіталу, управління фінансовими ризиками.

Завдання дисципліни. Основними завданнями дисципліни «Фінансовий менеджмент» є:

- засвоєння методик оптимального використання фінансових ресурсів;
- набуття навичок управління грошовими потоками;
- формування умінь застосовувати системні підходи до управління активами, прибутком, інвестиціями;
- засвоєння методик визначення вартості капіталу, оптимізації його структури;
- формування умінь правильно оцінювати фінансові ризики і застосовувати інструменти антикризового управління підприємством.

У результаті вивчення дисципліни здобувач вищої освіти повинен

ЗНАТИ:

Мету і завдання, стратегію і тактику фінансового менеджменту; функції і принципи фінансового менеджменту; необхідність і значення обліку часових факторів при прогнозуванні фінансових потоків; основні підходи до управління прибутком; структуру капіталу підприємства; показники, що характеризують стан капіталу; сутність і основні напрямки фінансового управління інвестиційною діяльністю; основні методи фінансового прогнозування і планування; поняття та основні підходи до проведення фінансової санації з позиції ефективного фінансового управління.

УМІТИ:

Приймати стратегічні і тактичні рішення в галузі фінансового менеджменту, що враховують вартість грошей у часі; управляти активами і пасивами підприємства, управляти прибутком від різних видів фінансово-господарської діяльності; оцінювати вартість капіталу від різних джерел; управляти розміщенням оборотного капіталу, дебіторською заборгованістю; управляти грошовим потоками, реальними і фінансовими інвестиціями; оцінювати фінансові результати діяльності підприємства; здійснювати антикризове управління фінансами підп-

приємств.

Дисципліна «Фінансовий менеджмент» вивчається на базі дисциплін «Гроші і кредит», «Інвестування», «Фінанси підприємств», «Бухгалтерський облік». Дисципліна «Фінансовий менеджмент» вивчається в комплексі з дисциплінами «Податковий менеджмент», «Бюджетний менеджмент».

Конспект лекцій складений відповідно до типової навчальної програми дисципліни «Фінансовий менеджмент», що вміщена в нормативну частину навчальних планів підготовки магістрів за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування».

У конспекті лекцій розкриті сутність та основні стадії розвитку фінансового менеджменту, основні підходи до управління активами підприємства і джерелами коштів; розглянуті особливості управління фінансами при зміні організаційно-правової форми підприємств; проаналізовані основні принципи фінансового менеджменту зовнішньоекономічної діяльності; розглянуті сутність і основні принципи фінансового планування на підприємстві та політика управління фінансовими ризиками.

При складанні конспекту лекцій використовувалися:

- підручники і навчальні посібники українських авторів А.М. Поддєрьогіна, Р.А. Слав'юка, С.О. Маслової, О.Ю. Смолянської, В.М. Шелудько, О.О. Терещенко, Л.Г. Мельника, Г.М. Тарасюка та інших;
- зарубіжних авторів О.С. Стоянової, І.Т. Балабанова, І.А. Бланка, Є. Брігхема, Дж. Ван Хорна, Е. Хелферта та інших;
- законодавча і нормативна бази України в галузі фінансової діяльності, оподаткування, банківської сфери;
- матеріали, подані в періодичній літературі.

ТЕМА 1

ЗАГАЛЬНІ ПІДХОДИ ДО УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ

Питання 1 Еволюція фінансового менеджменту, його сутність.

Питання 2 Мета, основні завдання, функції і механізм фінансового менеджменту.

1.1 Еволюція фінансового менеджменту, його сутність

У системі управління різними аспектами діяльності будь-якого підприємства в сучасних умовах найбільш складною і відповідальною ланкою є управління фінансами.

Фінансовий менеджмент являє собою систему принципів і методів розроблення та реалізації управлінських рішень, пов'язаних з формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів економічних суб'єктів та організацією обороту їх коштів.

Об'єктом управління у фінансовому менеджменті виступають фінансові відносини економічних суб'єктів та їх фінансова діяльність.

Суб'єктами управління у фінансовому менеджменті є фінансові менеджери різних рівнів та профілів.

На першому етапі свого становлення (1890 - 1930 рр.) фінансовий менеджмент був спрямований на вирішення таких основних проблем:

- визначення джерел і форм залучення капіталу;
- вивчення шляхів збільшення фінансових ресурсів компаній;
- формування організаційно-економічних основ емісійної діяльності підприємств;
- розгляд фінансових аспектів і форм об'єднання окремих компаній;
- формування системи рейтингової оцінки фінансових інструментів;
- розроблення системи основних індикаторів стану і динаміки кон'юнктури фінансового ринку. Перший такий індекс, що відображає динаміку котирування основних фондових інструментів, був запропонований Ч. Доу, що заклало основи технічного аналізу кон'юнктури фондового ринку.

Другий етап розвитку фінансового менеджменту (1931-1950 рр.) пов'язаний насамперед з подоланням негативних наслідків Великої депресії 1930 р. і післявоєнного економічного спаду. Найваж-

ливішими цілями управління фінансовою діяльністю підприємств цього періоду були виведення підприємств із кризового стану та запобігання їх банкрутству, з одного боку, і відновлення їх активності як суб'єктів фінансового ринку - з іншого. Відповідно наукові зусилля у сфері фінансового менеджменту спрямовувалися на вирішення таких основних проблем:

- формування системи методів поглибленої діагностики та критеріїв інтегральної оцінки фінансового стану підприємств (із відповідним удосконаленням інформаційної бази);
- визначення основних напрямів виведення підприємств із фінансової кризи, а також форм і методів регулювання процедур санації та банкрутства;
- уніфікацію основних інструментів фінансового інвестування;
- уніфікацію правил і норм поведінки господарюючих суб'єктів на різних організованих фінансових ринках, а також процедур ведення торгів;
- формування методів і показників оцінки реальної ринкової вартості основних фінансових інструментів інвестування.

Третій етап розвитку фінансового менеджменту (1951-1980 рр.) характеризувався поглибленням досліджень у галузі загальноекономічної теорії та теорії менеджменту, індивідуалізацією методів управління всіма основними аспектами фінансової діяльності підприємств. На цьому етапі наукові розробки фінансового менеджменту були сконцентровані на вирішенні таких проблем:

- виявлення умов ефективного формування портфеля фінансових інвестицій;
- поглиблення методологічних підходів і методичного апарату оцінки реальної ринкової вартості (інвестиційної привабливості) різних видів фінансових інструментів інвестування;
- формування умов рівного доступу до інформації для всіх учасників фінансового ринку, забезпечення його прозорості;
- розроблення методології оцінки вартості капіталу, що залучається з різних джерел, і управління його структурою;
- формування основ дивідендної політики компанії;
- підвищення ефективності управління оборотними активами підприємства та оптимізація окремих їхніх видів;
- формування методологічних основ фінансового планування та бюджетування;
- дослідження фінансових аспектів злиття, поглинання, поділу

та інших форм реорганізації підприємств.

Четвертий, сучасний етап розвитку фінансового менеджменту (з 1981 р. і до цього часу) характеризується посиленням процесів глобалізації економіки, зростанням нестабільності кон'юнктури окремих видів фінансових ринків, прискоренням темпів науково-технологічного прогресу. За цих умов розвиток фінансового менеджменту спрямований на вирішення таких основних проблем:

- інтеграція теоретичних висновків різних наукових шкіл (американської, європейської, японської та ін.) з основних концептуальних підходів до управління фінансами підприємства;
- обґрунтування принципів і моделей фінансового забезпечення стійкого зростання підприємства;
- удосконалення системи методів фундаментального аналізу кон'юнктури фінансового ринку з урахуванням специфіки функціонування окремих його видів і сегментів;
- активне розроблення нових фінансових інструментів і фінансових технологій у сфері управління фінансами підприємств;
- подальший розвиток інформаційних технологій у сфері фінансового ринку та фінансів підприємств;
- поглиблення методів оцінки інвестиційної привабливості окремих фінансових активів, насамперед похідних цінних паперів.

Сучасна парадигма фінансового менеджменту базується на теоретичних висновках багатьох наукових дисциплін і відображає найтісніший зв'язок механізмів управління фінансовою діяльністю підприємства з механізмами функціонування та інструментами фінансового ринку.

1.2 Мета, основні завдання, функції та механізм фінансового менеджменту

Основною метою фінансового менеджменту доцільно вважати максимізацію ринкової вартості підприємства, оскільки досягнення цієї мети, як правило, свідчить про значний економічний потенціал підприємства, забезпечення добробуту акціонерів, максимальні та стабільні прибутки.

У процесі реалізації своєї головної мети фінансовий менеджмент спрямований на реалізацію таких основних завдань:

1 Забезпечення формування достатнього обсягу фінансових ресурсів відповідно до завдань розвитку підприємства в майбутньому.

2 Забезпечення найбільш ефективного розподілу та використання сформованого обсягу фінансових ресурсів у розрізі основних напрямків діяльності підприємства.

3 Оптимізація грошового обігу.

4 Забезпечення мінімізації рівня фінансового ризику.

5 Забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку.

6 Забезпечення можливостей швидкого реінвестування капіталу при зміні зовнішніх і внутрішніх умов здійснення господарської діяльності.

У процесі фінансового менеджменту окремі завдання мають бути пов'язані між собою для найбільш ефективної реалізації його головної мети.

Фінансовий менеджмент реалізує свою головну мету та основні завдання шляхом здійснення певних **функцій**. Ці функції підрозділяються на дві основні групи:

1) *функції фінансового менеджменту як управлінської системи* (склад цих функцій у цілому характерний для будь-якого виду менеджменту, хоча має враховувати його специфіку):

- розроблення фінансової стратегії підприємства;
- створення організаційних структур, що забезпечують прийняття та реалізацію управлінських рішень;
- формування ефективних інформаційних систем, що забезпечують обґрунтування альтернативних варіантів управлінських рішень;
- здійснення аналізу та планування різних аспектів фінансової діяльності підприємства;
- здійснення ефективного контролю за реалізацією ухвалених управлінських рішень у сфері фінансової діяльності.

2) *функції фінансового менеджменту як спеціальної галузі управління підприємством* (склад цих функцій визначається конкретним об'єктом фінансового менеджменту):

- управління активами;
- управління капіталом;
- управління інвестиціями;
- управління грошовими потоками;
- управління фінансовими ризиками;
- антикризове фінансове управління.

ТЕМА 2 УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ ПІДПРИЄМСТВА

Питання 1 Загальні підходи до управління оборотними активами.

Питання 2 Методи управління дебіторською заборгованістю.

Питання 3 Особливості управління грошовими коштами підприємства.

Питання 4 Управління фінансовими інвестиціями підприємства.

2.1 Загальні підходи до управління оборотними активами

Активи підприємства - це майно в його матеріальній і нематеріальній формах, придбане підприємством за рахунок власних або залучених ресурсів, що перебувають у його розпорядженні та призначені для використання у фінансово-господарській діяльності з метою отримання прибутку.

Найбільший інтерес для фінансового менеджера становлять питання управління оборотними активами підприємства (товарно-матеріальними запасами, дебіторською заборгованістю, грошовими коштами). Саме від ефективності їх використання залежить результативність роботи підприємства загалом.

Оборотні активи - грошові кошти та їх еквіваленти, не обмежені у використанні, а також інші активи, призначені для реалізації чи споживання упродовж операційного циклу або протягом 12 місяців з дати балансу.

При управлінні запасами особлива увага має бути приділена складанню бюджету закупівлі сировини та матеріалів. *Мінімізація поточних витрат з обслуговування запасів є оптимізаційною задачею, що розв'язується у процесі їх нормування.*

Для виробничих запасів ця задача полягає у визначенні оптимального розміру партії сировини і матеріалів, що поставляється. Розрахунок оптимального розміру партії поставки, за якого мінімізуються сукупні поточні витрати з обслуговування запасів здійснюється за такою формулою (відомою як модель Уїлсона):

$$OP_{opt} = \sqrt{\frac{2 \times Z_p \times ПВ_1}{ПВ_2}}, \quad (2.1)$$

де OP_{opt} - оптимальний розмір партії поставки;

Z_p - необхідний обсяг закупівлі сировини і матеріалів на розрахунковий період;

PB_1 - розмір поточних витрат із розміщення замовлення, доставки товарів та їх прийому з розрахунку на одну партію, що поставляється;

PB_2 - розмір поточних витрат зі зберігання одиниці запасів.

Наприклад, річна потреба в певному виді сировини, що визначає обсяг його закупівлі, складає 1000 тис. грн. Розмір поточних витрат із доставки замовлення товарів з розрахунку на одну партію, що поставляється, складає 12 тис. грн. Розмір поточних витрат зі зберігання одиниці запасу складає 6 тис. грн на рік. Підставляючи ці дані в модель Уїлсона, маємо

$$OP_{opt} = \sqrt{\frac{2 \times 1000 \times 12}{6}} = 63 \text{ тис.грн.}$$

Отже, упродовж року товар повинен доставлятися 16 разів (1000/63) або кожні 22 дні (360/16). За таких показників розміру партії і частоти поставки сукупні поточні витрати з обслуговування товарних запасів будуть мінімальними (тобто $PB_1 + PB_2 \Rightarrow min$).

Для запасів готової продукції задача мінімізації поточних витрат з їх обслуговування полягає у визначенні оптимального розміру партії виробленої продукції. Якщо виробляти певний товар дрібними партіями, то витрати зі зберігання його запасів у вигляді готової продукції (PB_2) будуть мінімальними. У той самий час істотно зростуть поточні витрати підприємства, пов'язані з частим переналагодженням устаткування, підготовкою виробництва та інші (PB_1).

Мінімізація сукупного розміру поточних витрат з обслуговування запасів готової продукції також може бути здійснена на основі моделі Уїлсона (з іншим значенням показників PB_1 і PB_2). У цьому випадку замість необхідного обсягу закупівлі товарів використовується планований обсяг виробництва або продажу готової продукції.

Як у першому, так і в другому випадках розрахунки можуть бути уточнені з урахуванням мінімальної норми відвантаження (залізничним або автомобільним транспортом), створення на підприємстві певного розміру страхового запасу та інших умов.

2.2 Методи управління дебіторською заборгованістю

Дебіторська заборгованість - права (вимоги), що належать продавцеві (постачальникові) як кредиторів з невиконаних покупцем (одержувачем) грошових зобов'язань щодо оплати фактично поставлених за договором товарів, виконаних робіт або наданих послуг. Загалом вона розподіляється на поточну дебіторську заборгованість, яка має бути погашена упродовж одного року, і прострочену, тобто зі строком понад 12 місяців. У свою чергу, із простроченої виділяється заборгованість, за якою минув термін позовної давності.

Завданнями управління дебіторською заборгованістю є:

- обмеження прийняттого рівня дебіторської заборгованості;
- вибір умов продажів, що забезпечують гарантоване надходження грошових коштів;
- визначення знижок або надбавок для різних груп покупців з погляду дотримання ними платіжної дисципліни;
- зменшення бюджетних боргів.

Аналіз дебіторської заборгованості найдоцільніше почати зі складання реєстру застарілих рахунків дебіторів. Вихідною інформацією для його складання є дані бухгалтерського обліку із заборгованості відповідних контрагентів, при цьому важливо одержати інформацію не тільки про суму заборгованості, а й про строки її виникнення. Для одержання інформації про прострочення заборгованості аналізуються договори з контрагентами. Коли таку інформацію отримано, всі дебітори ранжуються за розміром наявної заборгованості.

Наступним етапом аналізу дебіторської заборгованості є визначення структури та динаміки зміни кожної статті дебіторської заборгованості підприємства. За результатами даного виду аналізу необхідно виявити найбільш слабкі статті дебіторської заборгованості, що мають істотний вплив на її величину.

При аналізі іншої дебіторської заборгованості необхідно мати на увазі, що суми враховуються на різних статтях балансу. Аналізуючи іншу дебіторську заборгованість, варто розглянути ті суми, які відносять до заборгованості за підзвітними особами, за виданими їм коштами. Нормальною можна вважати заборгованість, за якою ще не минув термін подання звітів про витрачання коштів.

Визначення строку оборотності дебіторської заборгованості необхідне для подальшого визначення можливості скорочення величини конкретної статті дебіторської заборгованості.

Визначення оптимального строку скорочення оборотності дебіторської заборгованості з метою реалізації поставлених перед підприємством завдань з її мінімізації може здійснюватися за таким алгоритмом окремо для кожної статті дебіторської заборгованості:

а) визначення реальної оборотності статті дебіторської заборгованості підприємства:

$$O_{ДЗ} = \frac{B}{ДЗ_{cp}}, \quad (2.2)$$

де $O_{ДЗ}$ – реальна оборотність статті дебіторської заборгованості підприємства;

B – валова виручка;

$ДЗ_{cp}$ – середня величина статті дебіторської заборгованості підприємства;

б) визначення періоду погашення статті дебіторської заборгованості підприємства:

$$П_{ДЗ} = \frac{КД}{O_{ДЗ}}, \quad (2.3)$$

де $П_{ДЗ}$ – період погашення статті дебіторської заборгованості підприємства;

$КД$ – кількість днів (тривалість) аналізованого періоду;

в) визначення оборотності для необхідного приросту оплаченої валової виручки підприємства (у цьому випадку необхідний приріст оплаченої валової виручки досягається за рахунок зменшення суми дебіторської заборгованості):

$$O_{Пр} = \frac{B}{Пр}, \quad (2.4)$$

де $O_{Пр}$ – оборотність для необхідного приросту валової виручки;

$Пр$ – необхідний приріст валової виручки, грн;

г) визначення строку обороту для необхідного приросту оплаченої валової виручки підприємства ($CO_{Пр}$):

$$CO_{Пр} = \frac{КД}{O_{Пр}}, \quad (2.5)$$

г) визначення оптимального строку скорочення оборотності статті дебіторської заборгованості ($П_{ДЗ\ onm}$) з метою реалізації поставлених перед підприємством завдань:

$$П_{ДЗ\ onm} = П_{ДЗ} - CO_{Пр}, \quad (2.6)$$

Крім того, аналіз дебіторської заборгованості підприємства варто доповнити методикою оцінки витрат фінансування залежно від строку оборотності дебіторської заборгованості.

Одним із основних напрямів управління дебіторською заборгованістю є розроблення кредитної політики, яка передбачає такі умови оплати:

- надання окремим покупцям комерційного кредиту;
- визначення кредитного періоду;
- установлення знижок за своєчасність оплати.

Ці умови виражаються формулою

$$"n/m \text{ net } e", \quad (2.7)$$

де n - відсоток знижки;

m - період, упродовж якого діє знижка;

e - період оплати без знижки.

Приклад: $\frac{3}{10} \text{ net } 30$ означає, що 3% знижка надається, якщо оплата векселя здійснюється протягом 10 днів. Максимальний термін оплати векселя – 30 днів.

Запис " $\text{net } e$ " означає, що знижка не надається.

2.3 Особливості управління грошовими коштами підприємства

Однією з основ ефективного фінансового менеджменту є раціональне управління грошовими коштами. Сучасні методи планування, обліку та контролю коштів дозволяють керівникові визначити, які з підрозділів і бізнес-ліній підприємства генерують найбільші грошові

потоки; у які терміни та за якою ціною найдоцільніше залучати фінансові ресурси; у що ефективно інвестувати вільні гроші.

Основними завданнями аналізу грошових коштів є:

- оперативний, повсякденний контроль за наявністю коштів і цінних паперів у касі підприємства;
- контроль за використанням коштів строго за цільовим призначенням;
- контроль за правильними та своєчасними розрахунками з бюджетом, персоналом;
- контроль за дотриманням форм розрахунків, установлених у договорах з покупцями та постачальниками;
- діагностика стану абсолютної ліквідності підприємства;
- прогнозування здатності підприємства погасити виниклі зобов'язання у встановлений термін.

Таким чином, до грошових коштів можуть бути застосовані моделі, розроблені в теорії управління запасами, що дозволяють оптимізувати величину коштів. Мова йде про те, щоб оцінити:

- а) загальний обсяг коштів та їхніх еквівалентів;
- б) яку їх частку варто тримати на розрахунковому рахунку, а яку у вигляді цінних паперів, що швидко реалізуються;
- в) у якому разі й у якому обсязі здійснювати взаємну трансформацію коштів та активів, що швидко реалізуються.

Визначення мінімально необхідної потреби у грошових активах для здійснення поточної господарської діяльності спрямоване на встановлення нижньої межі залишку необхідних грошових активів у національній та іноземній валютах (у процесі розрахунків іноземна валюта перераховується за певним курсом у національну).

Розрахунок мінімально необхідної суми грошових активів (без урахування їх резерву у формі короткострокових фінансових вкладень) ґрунтується на планованому грошовому потоці за поточними господарськими операціями, зокрема на обсязі витрачання грошових активів за цими операціями у майбутньому періоді.

Мінімально необхідна потреба у грошових активах для здійснення поточної господарської діяльності може бути визначена за такою формулою:

$$GA_{\min} = \frac{PP_{\text{за}}}{O_{\text{за}}}, \quad (2.8)$$

де GA_{min} – мінімально необхідна потреба у грошових активах для здійснення поточної господарської діяльності у майбутньому періоді;

PP_{za} – передбачуваний обсяг платіжного обороту за поточними господарськими операціями у майбутньому періоді (відповідно до плану надходження і витрачання грошових коштів підприємства);

O_{za} – оборотність грошових активів (разів) у аналогічному звітному періоді (вона може бути скоригована з урахуванням планованих заходів щодо прискорення обороту грошових активів).

Розрахунок мінімально необхідної потреби у грошових активах для здійснення поточної господарської діяльності може бути здійснений іншим методом за формулою

$$GA_{min} = GA_k + \frac{PP_{za} - \Phi P_{za}}{O_{za}}, \quad (2.9)$$

де GA_k – залишок грошових активів на кінець звітного періоду;

PP_{za} – планований обсяг платіжного обороту за поточними господарськими операціями у майбутньому періоді;

ΦP_{za} – фактичний обсяг платіжного обороту за поточними господарськими операціями у звітному періоді;

O_{za} – оборотність грошових активів (разів) у звітному періоді.

У практиці застосовуються і складніші моделі визначення мінімального, оптимального, максимального і середнього залишків GA , які використовуються в тих випадках, якщо у зв'язку з невизначеністю майбутніх платежів план надходження і витрачання грошових коштів не може бути розроблений у щомісячному (подекадному) розрізі.

У західній практиці найбільшого поширення набули моделі Баумола та Міллера-Орра. Перша була розроблена В. Баумолом (W. Baumol) у 1952 р., друга – М. Міллером (M. Miller) і Д. Орром (D. Orr) у 1966 р.

Так, відповідно до **моделі Баумола** залишки GA на майбутній період визначаються в таких розмірах:

а) мінімальний залишок GA береться нульовим;

б) оптимальний залишок розраховується за формулою

$$GA_{opt} = \sqrt{\frac{2 \times B_{kфв} \times GA_{заг}}{i_{кфв}}}, \quad (2.10)$$

де ΓA_{onm} – оптимальний залишок грошових активів у планованому періоді;

$B_{кфв}$ – середня сума витрат з обслуговування однієї операції з короткостроковими фінансовими вкладеннями (витрати з конвертації коштів у цінні папери);

$\Gamma A_{заг}$ – загальна потреба грошових активів у майбутньому періоді;

$i_{кфв}$ – прийнятний і можливий для підприємства процентний дохід з короткострокових фінансових вкладень у даному періоді (у вигляді десяткового дробу).

в) середній залишок грошових активів відповідно до цієї моделі планується як половина оптимального (максимального) їх залишку:

$$\Gamma A_{сер} = \frac{\Gamma A_{onm}}{2} \quad (2.11)$$

За моделлю Баумола передбачається, що підприємство починає працювати, маючи максимальний і доцільний для нього рівень коштів, і потім постійно витрачає їх упродовж деякого періоду часу. Всі кошти від реалізації товарів і послуг підприємство вкладає в короткострокові цінні папери. Як тільки запас коштів виснажується, тобто дорівнює нулю або досягає деякого заданого рівня безпеки, підприємство продає частину цінних паперів і тим самим поповнює запас коштів до первісної величини.

Таким чином, середній запас коштів становить $\Gamma A_{onm}/2$, а загальна кількість угод із конвертації цінних паперів у грошові засоби (k) запишеться у такому вигляді:

$$k = \frac{\Gamma A_{заг}}{\Gamma A_{onm}} \quad (2.12)$$

Загальні витрати ($ЗB_{onm(min)}$) із реалізації такої політики управління коштами складуть

$$ЗB_{onm(min)} = k \times B_{кфв} + \Gamma A_{сер} \times i_{кфв} , \quad (2.13)$$

Перший доданок у цій формулі ($k \cdot B_{кфв}$) являє собою прямі витрати, другий ($\Gamma A_{сер} \cdot i_{кфв}$) – втрачена вигода від зберігання коштів на розрахунковому рахунку замість того, щоб інвестувати їх у цінні папери.

Відповідно до моделі Міллера-Орра залишки грошових активів на майбутній період визначаються в таких розмірах:

а) мінімальний залишок грошових активів береться у розмірі мінімального їх резерву в звітному періоді (це значення має бути більше нуля);

б) оптимальний залишок грошових активів розраховується за формулою

$$GA_{opt} = \sqrt[3]{\frac{3 \times B_{кфв} \times \sigma^2}{4 \times i_{кфв}}}, \quad (2.14)$$

де σ^2 – сума максимального відхилення грошових активів від середнього у звітному періоді;

в) максимальний залишок грошових активів відповідно до цієї моделі береться в розмірі

$$GA_{max} = 3 \times GA_{opt} - 2 \times GA_{min} \quad (2.15)$$

Перевищення цього залишку визначає необхідність трансформації зайвих грошових активів у короткострокові фінансові вкладення;

г) середній залишок грошових активів розраховується в цьому випадку за формулою

$$GA_{сеп} = \frac{4 \times GA_{opt} - 3 \times GA_{min}}{3}, \quad (2.16)$$

Модель, розроблена Міллером та Орром, являє собою компроміс між простотою і реальністю. Міллер та Орр використовують при побудові моделі процес Бернуллі – стохастичний процес, у якому надходження та витрата грошей від періоду до періоду є незалежними випадковими подіями.

Логіка дій фінансового менеджера щодо керування залишком коштів на розрахунковому рахунку виражається в наступному. Залишок коштів на рахунку хаотично змінюється доти, поки не досягає верхньої межі. Тільки-но це відбувається, підприємство починає купувати достатню кількість цінних паперів на суму $GA_{max} - GA_{opt}$ з метою повернути запас коштів на рахунку до певного нормального рівня (зменшити кількість коштів до GA_{opt}). Якщо запас коштів сягає нижньої межі, то в цьому випадку підприємство продає свої цінні папери

на суму $GA_{opt} - GA_{min}$ і в такий спосіб поповнює запас коштів до нормальної межі (збільшує кількість коштів до GA_{opt}).

Ефективність політики управління коштами підприємства можна оцінити, порівнюючи прогноз бюджету руху грошових коштів, прогнозний бухгалтерський баланс і бюджет доходів та витрат з фактичними даними, отриманими у звітному періоді. Виявлення відхилень дозволить зробити висновки про порушення в русі грошових коштів.

2.4 Управління фінансовими інвестиціями підприємства

В існуючій світовій практиці фондового ринку під *інвестиційним портфелем* розуміють певну сукупність цінних паперів, що належать фізичній чи юридичній особі, і яка виступає як цілісний об'єкт управління. Це означає, що при формуванні портфеля й у подальшому при зміні його складу та структури менеджер-керівник формує нову інвестиційну якість із заданим співвідношенням ризик/дохід.

Теоретично портфель може складатися з паперів одного виду. Його структуру можна змінити шляхом заміщення одних паперів іншими. Разом з тим кожний цінний папір окремо не може забезпечити подібний результат. Мета портфеля – покращити умови інвестування, надавши сукупності цінних паперів такі інвестиційні характеристики, які не можуть бути досягнуті з позицій окремо взятого цінного паперу і можливі лише за їх комбінування. Тобто портфель цінних паперів є тим інструментом, за допомогою якого інвестору забезпечується потрібна стійкість доходу за мінімального ризику.

Основною перевагою портфельного інвестування є можливість вибору портфеля для вирішення специфічних інвестиційних завдань.

Дохід із портфельних інвестицій являє собою валовий прибуток за всією сукупністю паперів, що входять до того чи іншого портфеля, з урахуванням ризику. Виникає проблема кількісної відповідності між прибутком та ризиком, яка повинна вирішуватися оперативно з метою постійного вдосконалення структури вже сформованих портфелів і створення нових згідно з побажаннями інвесторів.

Для цього використовуються різні портфелі цінних паперів, у кожному з яких буде власний баланс між існуючим ризиком, прийнятним для власника портфеля, й очікуваною віддачею (доходом) у певний період часу. Співвідношення цих факторів і дозволяє визначити тип портфеля цінних паперів. *Тип портфеля* – це його інвестиційна характеристика, заснована на співвідношенні доходу та ризику. При

цьому важливою ознакою під час класифікації типу портфеля є те, яким способом і за рахунок якого джерела даний дохід отриманий: за рахунок зростання курсової вартості або за рахунок поточних виплат – дивідендів, відсотків.

Виділяють два основних **типи портфеля**: портфель, орієнтований на переважне одержання доходу за рахунок відсотків і дивідендів (*портфель доходу*), та портфель, спрямований на переважний приріст курсової вартості цінних паперів, що входять до нього (*портфель зростання*).

Портфель доходу орієнтований на одержання високого поточного доходу – процентних і дивідендних виплат. Портфель доходу складається в основному з акцій доходу, що характеризуються помірним зростанням курсової вартості та високих дивідендів; облігацій та інших цінних паперів, властивістю яких є високі поточні виплати. Особливістю цього типу портфеля є те, що мета його створення – одержання відповідного рівня доходу, величина якого відповідала б мінімальному ступеню ризику, прийнятного для консервативного інвестора. Портфель регулярного доходу формується з високонадійних цінних паперів і приносить середній дохід за мінімального рівня ризику. Портфель дохідних паперів складається з високоприбуткових облігацій корпорацій, цінних паперів, що приносять високий дохід за середнього рівня ризику.

Портфель зростання формується з акцій компаній, курсова вартість яких зростає. *Мета даного типу портфеля* – збільшення капітальної вартості портфеля разом із одержанням дивідендів. Однак дивідендні виплати проводяться в невеликому розмірі, тому саме темпи зростання курсової вартості сукупності акцій, що входять до портфеля, і визначають види портфелів, що входять до даної групи.

Портфель **агресивного зростання** націлений на максимальний приріст капіталу. До складу даного типу портфеля входять акції молодих компаній. Інвестиції до такого типу портфеля є досить ризикованими, але разом з тим вони можуть приносити найвищий дохід.

Портфель **консервативного зростання** є найменш ризикованим серед портфелів даної групи. Складається, переважно, з акцій великих, добре відомих компаній, що характеризуються хоча й невисокими, проте стійкими темпами зростання курсової вартості. Склад портфеля залишається стабільним упродовж тривалого періоду часу. Націлений на збереження капіталу.

Портфель **середнього зростання** поєднує в собі інвестиційні

властивості портфелів агресивного та консервативного зростання. Даний тип портфеля є найпоширенішою моделлю портфеля та користується великою популярністю в інвесторів, не схильних до високого ризику.

Формування **портфелів зростання і доходу** здійснюється з метою уникнення можливих втрат на фондовому ринку як від падіння курсової вартості, так і від низьких дивідендних або відсоткових виплат. Одна частина фінансових активів, що входять до складу даного портфеля, приносить власникові збільшення капітальної вартості, а інша – дохід. Втрата однієї частини може компенсуватися зростанням іншої. Існують такі види даного типу портфеля:

1 *Портфель подвійного призначення*. До його складу входять папери, що приносять його власникові високий дохід при зростанні вкладеного капіталу.

2 *Збалансований портфель* припускає збалансованість не тільки доходів, а й ризику, що супроводжує операції із цінними паперами, і тому в певній пропорції складається із цінних паперів зі швидкозростаючою курсовою вартістю та виокористкованих цінних паперів. До складу портфеля можуть входити і високоризиковані цінні папери.

Визначення рівня прибутковості портфеля

Оскільки портфель, що формується інвестором, складається з набору різних цінних паперів, його дохідність та ризик залежатимуть від дохідності та ризику за кожним цінним папером окремо. Крім того, очікувана дохідність портфеля залежить від розміру початкового капіталу, інвестованого в конкретні цінні папери.

Очікувана прибутковість портфеля може бути обчислена двома способами. Перший спосіб заснований на підставі вартості на кінець періоду і полягає у вирахуванні очікуваної ціни портфеля і рівня прибутковості наприкінці періоду:

$$r_p = \frac{W_1 - W_0}{W_0}, \quad (2.17)$$

де r_p – очікувана прибутковість портфеля;

W_0 – початкова вартість портфеля;

W_1 – очікувана вартість портфеля наприкінці періоду.

Інший спосіб побудований на використанні очікуваної прибутковості цінних паперів і містить розрахунок очікуваної прибутковості портфеля як середньозваженої очікуваних дохідностей цінних паперів,

що входять до портфеля. Відносні ринкові курси цінних паперів портфеля використовуються як противаги:

$$r_p = \sum_{i=1}^N x_i r_i, \quad (2.18)$$

де x_i – питома вага i -го цінного паперу в інвестиційному портфелі;

r_i – очікувана прибутковість i -го цінного папера;

N – кількість цінних паперів у портфелі.

Для формування інвестиційного портфеля головним є визначення інвестиційної мети інвестора. Відповідно до сучасної теорії портфеля мета інвестора проявляється в його відношенні до ризику та очікуваної прибутковості. Одним із широко застосовуваних методів визначення таких цілей є побудова **кривої байдужості** (indifference curves), що характеризує переваги інвестора. Вона може бути представлена як двомірний графік, у якому по осі абсцис відкладається ризик, мірою якого є стандартне відхилення (σ_p), а по осі ординат – винагорода за ризик, мірою якого є очікувана прибутковість (r_p). Для побудови кривої байдужості в умовах недостатньо розвинутого та інформаційно закритого українського ринку доцільне використання історичних даних щодо дохідності цінних паперів.

Алгоритм побудови кривої байдужості для портфеля з двох цінних паперів має таку послідовність:

1 Визначається статистична оцінка для середньої дохідності i -го цінного папера за певний період спостереження:

$$\bar{r} = \frac{\sum_{t=1}^T r_t}{T}, \quad (2.19)$$

де \bar{r} – середня дохідність i -го цінного паперу за певний період спостереження;

r_t – дохідність цінного папера в періоді t ;

T – кількість спостережень ($t = 1, \dots, T$).

2 Розраховується дисперсія цінного паперу за відповідний період спостереження (σ_r^2) та стандартне відхилення (σ_r):

$$\sigma_r^2 = \frac{\sum_{t=1}^T (r_t - \bar{r})^2}{(T-1)}, \quad \sigma_r = \sqrt{\sigma_r^2} \quad (2.20)$$

3 Для визначення взаємозв'язку і напрямку зміни дохідностей двох цінних паперів розраховуються показник коваріації ($\sigma_{r_1r_2}$) та коефіцієнт кореляції ($\rho_{r_1r_2}$). **Коваріація** – це міра, що враховує дисперсію індивідуальних значень дохідності папера та силу зв'язків між змінами дохідностей даного папера та інших; вона показує, в якому напрямку відбувається зміна дохідностей цінних паперів:

$$\sigma_{r_1r_2} = \frac{\sum_{t=1}^T (r_{1t} - \bar{r}_1)(r_{2t} - \bar{r}_2)}{(T-1)}, \quad (2.21)$$

де r_{1t} , r_{2t} – дохідності відповідних цінних паперів у періоді t ;
 \bar{r}_1 , \bar{r}_2 – середні дохідності відповідних цінних паперів за певний період спостереження. Тоді

$$\rho_{r_1r_2} = \frac{\sigma_{r_1r_2}}{\sigma_{r_1} \times \sigma_{r_2}} \quad (2.22)$$

Позитивне значення коваріації свідчить про те, що показники дохідності акцій змінюються в одному напрямку, негативне значення свідчить про різнонаправленість змін дохідностей. Коваріація є низькою, якщо коливання дохідностей двох активів у будь-який бік має випадковий характер.

Інтерпретувати коваріацію, так само, як і дисперсію, досить важко через великі чисельні значення, тому практично завжди для виміру сили взаємозв'язку між двома цінними паперами використовується **коефіцієнт кореляції**. Цей коефіцієнт набуває значень в інтервалі від -1 до $+1$. *Значення кореляції $+1$* свідчить про сильний взаємозв'язок: будь-яке збільшення дохідності одного з цінних паперів приводить до пропорційного збільшення дохідності іншого. *Значення -1* – навпаки, свідчить про різнонаправленість, тобто зростання дохідності одного активу супроводжується падінням іншого. *Значення 0*

свідчить про відсутність кореляції, тобто дохідність одного цінного папера ніяк не пов'язана з дохідністю іншого.

4. Розраховуються очікувана дохідність (r_p) та стандартне відхилення (ризик) для різних комбінацій портфеля цінних паперів:

$$r_p = x_1 \times r_1 + x_2 \times r_2, \quad (2.23)$$

$$\sigma_p = \sqrt{x_1^2 \sigma_{r1}^2 + x_2^2 \sigma_{r2}^2 + 2x_1 x_2 \sigma_{r1r2}}, \quad (2.24)$$

де x_1, x_2 – питома вага інвестованих коштів у відповідні цінні папери.

Таким чином, на основі розрахованих за алгоритмом показників будувється крива байдужості, яка схематично має такий вигляд (рис. 2.1):

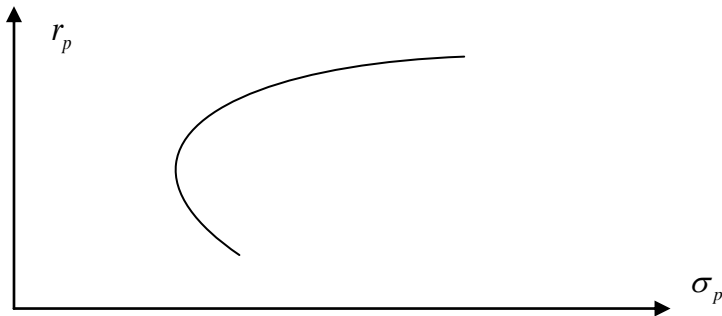


Рисунок 2.1. – Крива байдужості портфеля з двох активів

Менеджер у роботі з формування та керування портфелем повинен визначити очікувану прибутковість і ризик для кожного потенційного портфеля, побудувати графік і вибрати один портфель, що лежить на кривій байдужості вище та лівіше щодо інших кривих.

При виборі портфеля на базі кривої байдужості менеджер виходить із двох припущень: про ненасичуваність і про запобігання ризику. Передбачається, що інвестор завжди надає перевагу збільшенню рівня свого добробуту. Інвестор, що робить вибір між двома однаковими за всіма (крім очікуваної прибутковості) портфелями, вибере портфель із більшою прибутковістю. Однак якщо інвесторові потрібно вибирати між портфелями з однаковим рівнем очікуваної прибутковості, але різним рівнем ризику, то він вибере портфель із меншим ризиком.

Якщо метою інвестора є вибір портфеля з мінімально можливим ризиком (тобто треба так вибрати частки цінних паперів, щоб ризик був мінімальним), то використовується така формула

$$x_1 = \frac{\sigma_{r2}^2 - \sigma_{r1}\sigma_{r2}\rho_{r1r2}}{\sigma_{r1}^2 + \sigma_{r2}^2 - 2\sigma_{r1}\sigma_{r2}\rho_{r1r2}}, \quad x_2 = 1 - x_1 \quad (2.25)$$

Отже, головними параметрами при керуванні портфелем, які необхідно визначити менеджером, є очікувані прибутковість і ризик.

По закінченні певного часу початково сформований портфель вже не може розглядатися менеджером в як оптимальний, найкращий для інвестора у зв'язку зі зміною його відношення до ризику та доходності, а також інвестиційних переваг або зміною прогнозів самого менеджера. У такому випадку менеджер повинен переглянути портфель:

- по-перше, він має визначити, яким буде новий оптимальний портфель;
- по-друге, виявити ті види цінних паперів у існуючому портфелі, які необхідно продати, та види паперів, які слід купити взамін;
- по-третє, треба змінити структуру портфеля.

ТЕМА 3

УПРАВЛІННЯ ДЖЕРЕЛАМИ КОШТІВ

Питання 1 Управління власним капіталом. Дивідендна політика підприємства.

Питання 2 Управління позиковим капіталом. Ефект фінансового важеля.

Питання 3 Оцінка вартості та структури капіталу. Середньозважена вартість капіталу.

3.1 Управління власним капіталом. Дивідендна політика підприємства

Під **власним капіталом** розуміють сукупність економічних відносин, що дозволяють залучити в господарський оборот фінансові ресурси, які належать або власникам, або самому господарюючому суб'єкту.

Власний капітал, що є основою фінансів компанії, за своєю економічною сутністю включає такі *складові*:

- статутний капітал;
- додатковий капітал (якщо акції були розміщені за ціною вище їх облікової вартості);
- нерозподілений прибуток, зароблений компанією за увесь час її існування.

Завданнями управління власним капіталом є:

- визначення доцільного розміру власного капіталу;
- збільшення, в разі необхідності, розміру власного капіталу за рахунок нерозподіленого прибутку або додаткового випуску акцій;
- визначення доцільної структури акцій, що випускають знову (частки звичайних і привілейованих акцій);
- визначення та реалізація дивідендної політики.

При визначенні доцільного розміру власного капіталу варто враховувати те, що, з одного боку, його зростання означає підвищення фінансової стійкості компанії та довіри до неї акціонерів, кредиторів й інвесторів. З іншого боку, при фіксованому розмірі капіталу підприємства зростання частки власного капіталу призведе до зниження прибутку.

При збільшенні власного капіталу за рахунок **додаткового випуску акцій** необхідно правильно вибрати момент для їхнього випуску.

ку (емісії), для чого фінансові менеджери повинні постійно контролювати ринкові показники акцій своєї компанії. Далі варто визначити співвідношення звичайних і привілейованих акцій у загальному обсязі їх випуску.

Дивідендна політика, як і управління структурою капіталу, впливає на ціну акцій компанії. Існують **два різних підходи** в теорії дивідендної політики.

Перший підхід зветься **«Теорія нарахування дивідендів за залишковим принципом»**. Його послідовники вважають, що величина дивідендів не впливає на зміну сукупного багатства акціонерів, тому оптимальна стратегія в дивідендній політиці полягає в тому, щоб дивіденди нараховувалися після того, як проаналізовані всі можливості для ефективного реінвестування прибутку. Таким чином, дивіденди виплачуються тільки в тому випадку, якщо профінансовані за рахунок прибутку всі прийнятні інвестиційні проекти. Якщо весь прибуток доцільно використовувати для реінвестування, дивіденди не виплачуються зовсім; навпаки, якщо в підприємства немає прийнятних інвестиційних проектів, прибуток у повному обсязі спрямовується на виплату дивідендів. Основні теоретичні розробки в рамках цієї теорії були здійснені Франко Модільяні і Мертоном Міллером у 1961 році.

Основним ідеологом **другого підходу** до проблеми вибору дивідендної політики є М.Гордон. Головний аргумент полягає в тому, що інвестори, виходячи з принципу мінімізації ризику, завжди надають перевагу поточним дивідендам, а не можливим майбутнім, так само як і можливому приросту акціонерного капіталу. Крім того, поточні дивідендні виплати зменшують рівень невизначеності інвесторів щодо доцільності і вигідності інвестування в дане підприємство; тим самим їх задовольняє менша норма доходу на інвестований капітал, що приводить до зростання ціни акціонерного капіталу.

Коли рада директорів проводить збори, присвячені питанню про дивіденди, його учасники зважують *різноманітні фактори* для визначення розміру майбутніх дивідендних виплат:

1 *Поточний прибуток компанії*, тому що великий розмір прибутку збільшує перспективи дивідендних виплат.

2 *Нерозподілений прибуток*, що являє собою суму минулого і поточного прибутку, залишеного в компанії для накопичення з метою фінансування господарської діяльності.

3 *Перспективи зростання*. Цілком імовірно, що деяка частина поточного прибутку компанії буде потрібна для інвестиційних цілей і

частково для фінансування очікуваного зростання.

4 *Обмеження правового характеру.* Зокрема, якщо підприємство неплатоспроможне або оголошене банкрутом, виплата дивідендів у грошовій формі, як правило, заборонена.

5 *Контрактні обмеження.* Боргові контракти, як правило, обмежують виплату дивідендів.

6 *Обмеження у зв'язку з недостатньою ліквідністю.* Дивіденди у грошовій формі можуть бути виплачені лише в тому разі, якщо в підприємства є гроші на розрахунковому рахунку або грошові еквіваленти.

7 *Обмеження у зв'язку з інтересами акціонерів.* В основу дивідендної політики покладено ключовий принцип фінансового управління – принцип максимізації сукупного доходу акціонерів.

8 *Обмеження рекламно-фінансового характеру.* Збої у виплаті дивідендів, небажані відхилення від сформованої в даній компанії практики можуть призвести до зниження ринкової ціни акцій.

Існують чотири найбільш широко розповсюджених *методи дивідендної політики:*

1 Метод стандартних виплат дивідендів. Цей метод заснований на проведенні щоквартальних виплат щодо стабільної суми дивіденду на акцію. Головне завдання в цьому випадку полягає в підтримці регулярного і послідовного рівня виплат дивідендів. Компанії, що дотримуються даної політики, йдуть на все, щоб не допустити зниження розміру дивідендів. Однак сума дивідендів у розрахунку на акцію, виплачувана упродовж визначеного часу, звичайно поступово підвищується в міру зростання рівня прибутку компанії.

2 Метод дивідендних премій. Ряд компаній періодично повідомляє про дивідендні премії, як тільки рівень їх прибутку перевищує звичайний і в компанії утвориться надлишкова кількість грошових засобів, що йдуть на виплату дивідендів. Ці дивіденди здебільшого, але не завжди виплачуються в останньому кварталі і називаються преміями.

3 Метод постійної частки у прибутку. Дивідендна політика, що більше відповідає інтересам компанії і менш за все задовольняє потреби акціонерів, – це політика постійної частки в прибутку. Цим методом користується ряд компаній, особливо недавно створених або тих, що проходять етап надзвичайно стрімкого зростання. Він заснований на фіксованому коефіцієнті дивідендних виплат:

$$K = \frac{D}{ЧП}, \quad (3.1)$$

де K – коефіцієнт дивідендних виплат;

D – дивіденди;

$ЧП$ – чистий прибуток.

Оскільки суть цієї політики зводиться до збереження постійної величини коефіцієнта дивідендних виплат, то мало уваги приділяється абсолютному розміру дивідендів. У результаті, якщо величина прибутку коливається, то змінюється і розмір дивідендів. Найбільший недолік даної політики полягає в тому, що нестабільність дивідендів часто приводить до нестійкості, а іноді й до зниження ринкових курсів на звичайні акції.

4 Метод виплати дивідендів акціями. За цієї форми розрахунків акціонери одержують замість грошей додатковий пакет акцій. Причини її застосування можуть бути різними. Наприклад, компанія має проблеми з готівкою, її фінансове становище не дуже стійке. Щоб якось уникнути невдоволення акціонерів, директорат компанії може запропонувати виплату дивідендів додатковими акціями. Можливий і інший варіант: фінансове становище компанії стійке, більше того, вона розвивається швидкими темпами, тому їй потрібні засоби на розвиток, – вони і надходять до неї у вигляді нерозподіленого прибутку.

У фінансовому менеджменті розроблені деякі прийоми штучного регулювання курсової ціни, що за певних умов можуть впливати і на розмір виплачуваних дивідендів. До них відносяться дроблення, консолідація та викуп акцій.

Методика **дроблення акцій** на менші не відноситься безпосередньо до форми виплати дивідендів, однак вона може впливати на їх розмір. Дроблення акцій провадиться звичайно процвітаючими компаніями, акції яких згодом підвищуються в ціні. Багато компаній намагаються не допускати занадто високої ціни на свої акції, оскільки це може вплинути на їх ліквідність. Структура власного капіталу не змінюється, збільшується лише кількість звичайних акцій.

Можлива і зворотна процедура (**консолідація акцій**) – кілька старих акцій замінюються на одну нову. Дивіденди можуть змінюватися пропорційно зміні номінальної вартості акцій, тобто членування акцій на менші в принципі не впливає на частку кожного акціонера в активах компанії.

Методика **викупу акцій** дозволяє уникнути перебільшення зага-

льної величини активів компанії за рахунок відображення в балансі активів, цінність яких не цілком очевидна. Можливі й інші причини викупу акцій: зокрема, акції в портфелях потрібні для надання своїм працівникам можливості стати акціонерами своєї компанії, для зменшення числа власників компанії, для підвищення курсової ціни та інші.

3.2 Управління позиковим капіталом. Ефект фінансового важеля

Позиковий капітал характеризує залучені для фінансування розвитку підприємства на зворотній основі грошові кошти або інші майнові цінності. Всі форми позикового капіталу являють собою фінансові зобов'язання, що підлягають погашенню в певний термін.

Позиковий капітал характеризується такими *позитивними особливостями*:

- достатньо широкими можливостями залучення;
 - більш низькою вартістю порівняно з власним капіталом за рахунок забезпечення ефекту «податкового захисту» (вилучення витрат на його обслуговування з оподаткованої бази при сплаті податку на прибуток);
 - здатністю генерувати приріст фінансової рентабельності власного капіталу;
- Водночас, використання позикового капіталу має і *недоліки*:
- використання цього капіталу генерує найбільш небезпечні фінансові ризики в господарській діяльності підприємства;
 - активи, сформовані за рахунок позикового капіталу, генерують меншу (за інших рівних умов) норму прибутку, яка знижується на суму виплачуваного позикового відсотка;
 - висока залежність вартості позикового капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку;
 - складність процедури залучення (особливо у великих розмірах).

Використання підприємством залучених коштів дає можливість отримати приріст чистої рентабельності власних коштів за рахунок використання кредиту, незважаючи на платність останнього. Такий приріст називається **ефектом фінансового важеля (ЕФВ)** і може розраховуватися за формулою

$$E\Phi B = (1 - t) \cdot (EP - i_{cep}) \cdot \frac{3K}{BK}, \quad (3.2)$$

де t – ставка оподаткування прибутку (на сьогодні для більшості підприємств - 25%);

EP – економічна рентабельність балансу, % :

$$\mathring{A}\mathring{D} = \frac{\mathring{I}\mathring{\delta}_i + \mathring{I}\mathring{\delta}_o + \mathring{I}\mathring{\delta}_t}{\mathring{A}\mathring{E} + \mathring{C}\mathring{E}} \cdot 100, \quad (3.3)$$

де Pr_o , Pr_{ϕ} , Pr_n – відповідно прибуток від операційної і фінансової діяльності підприємства та надзвичайний прибуток (або збиток) до оподаткування, грн (відповідно рядок 100 + (рядок 110 + 120 + 130 – 140 – 150 – 160) + рядок 200 Звіту про фінансові результати);

BK , $3K$ – власні та залучені кошти за пасивом балансу підприємства, грн (відповідно розділ I і сума розділів (II+III+IV) пасиву Балансу);

i_{cep} – середня розрахункова ставка процента за кредит, % (визначається як середньоарифметична чи середньозважена величина від ділення усіх фактичних фінансових витрат за усіма кредитами за аналізований період на загальну суму залучених коштів або лише суму кредитів).

Розглянемо окремі частини формули розрахунку ефекту фінансового важеля:

$(1 - t)$ – ефект фінансового важеля зменшується на частку, що відповідає оподаткуванню прибутку. Хоча, згідно із чинним законодавством, витрати з виплати відсотків за кредит долучаються до собівартості продукції, але повернення основної суми кредитів, здійснюється за рахунок прибутку підприємства;

$(EP - i_{cep})$ – диференціал. Чим він вищий, тим ефективніше використання кредитів на підприємстві. Від’ємність показника свідчить про неефективну діяльність і нераціональне використання кредиту;

$3K/BK$ – плече фінансового важеля. Для більшості виробничих підприємств величина цього показника не повинна перевищувати 1, тобто небажано, щоб залучені кошти перевищували власні.

Існує зв’язок між диференціалом та плечем фінансового важеля. При збільшенні залучених коштів фінансові витрати з обслуговування боргу, як правило, зростають за рахунок збільшення ставки процента за кредит і це (за даного рівня економічної рентабельності) призво-

дить до зниження диференціала.

Таким чином, ефект фінансового важеля є позитивним, тобто відбиває інтереси власників компанії, якщо рентабельність власного капіталу вище рентабельності активів.

3.3 Оцінка вартості капіталу. Середньозважена вартість капіталу

Вартість капіталу – це загальна сума коштів, яку підприємство сплатує за користування визначеним обсягом фінансових ресурсів. Вартість капіталу виражається у вигляді річної процентної ставки (k), яку варто сплатити інвесторові за використання його капіталу. Інвестором може бути кредитор, акціонер підприємства або саме підприємство. В останньому випадку підприємство інвестує власний капітал, що утворився за період, що передує новим вкладенням капіталу. У будь-якому разі за використання капіталу треба платити, і мірою цього платежу виступає вартість капіталу.

Звичайно структура капіталу підприємства охоплює:

1 Власний капітал у вигляді:

- нерозподіленого прибутку;
- звичайних акцій;
- суми коштів, залучених за рахунок продажу привілейованих акцій.

2 Позиковий капітал у вигляді:

- довгострокового банківського кредиту;
- випуску облігацій.

Для того, щоб визначити загальну вартість капіталу, необхідно спочатку оцінити величину кожного його компонента. Розглянемо найбільш розповсюджені моделі визначення вартості власного та позикового капіталу підприємства.

Моделі визначення вартості власного капіталу (k_{BK})

Вартість власного капіталу – це плата підприємства (як правило, у грошовому вигляді) за залучення коштів або втрати від їх альтернативного невикористання. Вартість власного капіталу є функцією від рівня прибутковості вкладення капіталу в будь-яке інше підприємство і ризику, властивого звичайним акціям даного підприємства.

1) Модель постійних дивідендів

Вартість акціонерного капіталу з урахуванням витрат на розміщення акцій при їх емісії розраховується за формулою

$$k_{BK} = \frac{D}{P_A(1-l_{em})}, \quad (3.4)$$

де P_A – ринкова ціна акції (або ціна розміщення у випадку емісії акцій);

D – очікувані дивіденди;

l_{em} – витрати на емісію акцій (у відсотках до обсягу емісії).

Дана модель також використовується для визначення вартості власного капіталу, залученого за рахунок емісії привілейованих акцій, розмір дивідендів за якими є постійною величиною.

2) Модель прогнозованого зростання дивідендів (модель Гордона)

За цією моделлю вартість власного капіталу з урахуванням витрат на розміщення акцій за їх емісії визначається за формулою

$$k_{BK} = \frac{D_1}{P_A(1-l_{em})} + g, \quad (3.5)$$

де D_1 – очікувані дивіденди в перший рік;

g – прогнозоване щорічне зростання дивідендів.

3) Модель оцінки капітальних активів (МОКА)

Вартість власного капіталу визначається за формулою

$$k_{BK} = r_{op} + \beta(\bar{r} - r_{op}), \quad (3.6)$$

де r_{op} – прибутковість безризикових активів;

\bar{r} – середня ринкова прибутковість;

β – коефіцієнт «бета».

Для визначення вартості акціонерного капіталу на основі МОКА необхідно оцінити безризикову ставку доходу r_{op} , середньоринковий рівень доходу \bar{r} та спрогнозувати значення коефіцієнта β для конкретного підприємства.

Безризикову процентну ставку визначають на основі процентних ставок за державними борговими зобов'язаннями, які в країнах з розвинутою ринковою економікою є практично безризиковими інвести-

ціями. Частіше основою для розрахунку такої ставки є процентні ставки за довгостроковими державними цінними паперами. Процентні ставки за довгостроковими державними борговими зобов'язаннями є більш стійкими, на відміну від короткострокових цінних паперів, процентна ставка за якими відображає поточні коливання на ринку, оскільки рівні інфляції за тривалий період є постійнішими. Крім того, акції, для оцінки яких використовують дані процентні ставки, є також довгостроковими інвестиціями.

Для оцінки очікуваної середньоринкової дохідності використовують дані щодо дохідності ринкового портфеля за минулі роки з подальшою оцінкою очікуваної в майбутньому середньоринкової дохідності. Ринковим портфелем виступає сукупність акцій, що входять до бази того чи іншого фондового індексу. При виборі індексу для оцінки середньоринкової дохідності частіше використовують індекси, які мають значну базу, тобто розраховуються на основі акцій багатьох корпорацій, оскільки чим більшу кількість акцій використано для розрахунку, тим об'єктивнішою та повнішою буде вихідна інформація.

Коефіцієнт β , що відображає рівень ризику певного підприємства відносно середньоринкового, оцінюють на основі даних за минулі роки. При цьому беруть до уваги, що оцінці підлягає майбутній ризик підприємства, який може значно відрізнитися від ризику в минулому.

Ця модель була розроблена для пояснення динаміки курсів на цінні папери і забезпечення механізму, за допомогою якого інвестори можуть оцінювати вплив інвестицій у передбачувані цінні папери на ризик і прибутковість їхнього портфеля.

4) Модель "дохідність облігації + премія за ризик"

Очікувану дохідність акції за цією моделлю визначають як дохідність облігацій цього самого підприємства плюс премія за ризик, пов'язаний з інвестуванням коштів у акції цього підприємства. Премія за ризик показує, наскільки ризиковішими є вкладення в акції цього підприємства порівняно із вкладеннями в його облігації. Розмір премії залежить від ситуації на ринку та від ринкових процентних ставок. Результати досліджень свідчать, що премія за ризик залишається більш-менш стабільною, якщо стабільними є ринкові процентні ставки. У періоди з низькими процентними ставками премії за ризик зростають, при високих процентних ставках – зменшуються.

На ринках розвинених країн інституційні інвестори, які є основними покупцями корпоративних цінних паперів, готові придбати акції замість облігацій тієї самої корпорації, якщо останні забезпечать їм

рівень доходу на 3–6% вищий, ніж облігації.

Вартістю нерозподіленого прибутку можна вважати дохідність за альтернативними можливостями використання даних коштів, наприклад, ставка відсотків за банківським депозитом, дохідність цінних паперів, в які може вкласти кошти підприємство тощо.

Моделі визначення вартості позикового капіталу

Вартість банківського кредиту визначається процентною ставкою $r_{кр}$ за наданим кредитом. Оскільки процентні виплати за банківськими та іншими позиками не включають до бази оподаткування, а відносять до валових витрат підприємства, реальна вартість позикового капіталу ($k_{ПК}$), залученого за рахунок банківського кредиту, визначається за такою формулою:

$$k_{ПК} = r_{кр} \times (1 - t), \quad (3.7)$$

де t – ставка податку на прибуток (на сьогодні для більшості підприємств - 25%);

Звичайно, коригування на податки є доцільним лише у випадку, коли підприємство отримує прибуток, сплачує податок на прибуток, і при цьому процентні виплати за позикою входять не до бази оподаткування, а до валових витрат підприємства. Якщо діяльність підприємства упродовж певного періоду є збитковою, моменти виплати процентів та зменшення оподаткованого прибутку не збігаються в часі, і процентні виплати за боргом за один часовий період мають враховуватися при обчисленні оподаткованого прибутку за інший часовий період.

Вартість позикового капіталу за рахунок емісії облігацій визначається очікуваною дохідністю облігацій або ставкою доходу, на яку може розраховувати інвестор, який придбав облігації цього підприємства.

Очікувана дохідність безпроцентної облігації r_o визначається за формулою

$$r_o = \sqrt[t]{\frac{N}{P_o - L_{ем}}} - 1, \quad (3.8)$$

де N – сума, яку підприємство сплатить власникам облігацій при погашенні (як правило, дорівнює номінальній вартості облігації);

$L_{ем}$ – витрати, пов'язані з емісією та реалізацією облігацій (у грошовому вимірі);

P_o – поточна ринкова ціна облігації;

T – кількість років до погашення облігації.

Очікувана дохідність процентної облігації визначається з рівняння (3.9) відносно r_o (очікуваної дохідності процентної (купонної) облігації):

$$P_o = \frac{C_1}{(1+r_o)^1} + \frac{C_2}{(1+r_o)^2} + \dots + \frac{C_N}{(1+r_o)^T} + \frac{N}{(1+r_o)^T} = \sum_{i=1}^T \frac{C_i}{(1+r_o)^i} + \frac{N}{(1+r_o)^T}, \quad (3.9)$$

де C_i – купонні виплати за облігаціями за i -й період:

$$C_i = r_{C_i} \times N, \quad (3.10)$$

де r_{C_i} – ставка купона.

Як правило, рівняння (3.9) не має аналітичного розв'язку, тому для його розв'язку використовують чисельні методи, якщо відома ринкова ціна облігації.

Розв'язуючи рівняння (3.9) за різних значень P_o , можна виявити, що:

1) при розміщенні облігацій за номінальною вартістю вартість позикового капіталу буде дорівнювати купонному проценту, а сума залучених ресурсів – сумарній номінальній вартості облігацій:

$$P_o = N \Rightarrow r_o = r_{C_i} \Rightarrow \text{Сума залучених ресурсів} = N;$$

2) при розміщенні облігацій з дисконтом – вартість ресурсів перевищуватиме купонний процент, а обсяг залучених ресурсів буде меншим від запланованого:

$$P_o < N \Rightarrow r_o > r_{C_i} \Rightarrow \text{Сума залучених ресурсів} < N;$$

3) розміщення облігацій за ціною, вищою від номіналу, приведе до зменшення вартості позикового капіталу нижче від рівня купонного процента і залучення додаткових фінансових ресурсів

$$P_o > N \Rightarrow r_o < r_{C_i} \Rightarrow \text{Сума залучених ресурсів} > N.$$

У разі, якщо немає можливості отримати чисельний розв'язок рівняння (3.9), та за умови рівномірної сплати підприємством фіксованого купона, очікувану дохідність можна визначити наближено за формулою

$$r_o = \left(C + \frac{N - P_o}{T} \right) / \frac{N + P_o}{2}. \quad (3.11)$$

Також у разі, якщо немає можливості отримати чисельний розв'язок рівняння (3.9), очікувану дохідність можна визначити за допомогою фінансової функції "ВСД" ("ВНДОХ") табличного редактора Excel.

Більш точно значення вартості позики (r_o) можна отримати, врахувавши витрати підприємства на випуск та розміщення облігацій на ринку l_e (у вигляді десяткового дробу):

$$r_{o_{em}} = \frac{r_o}{1 - l_{em}}. \quad (3.12)$$

Аналогічно до банківського кредиту вартість капіталу від облігаційної позики має коригуватися на ставку податку на прибуток:

$$k_{ПК} = r_o \times (1 - t), \text{ або } k_{ПК} = r_{o_{em}} \times (1 - t). \quad (3.13)$$

Середньозважена вартість капіталу

Середньозважена вартість капіталу (WACC) визначає середньозважену ціну кожної грошової одиниці капіталу, а також середньозважену ціну кожної нової грошової одиниці приросту капіталу в разі, якщо капітал підприємства збільшується.

Середньозважена вартість капіталу (WACC) розраховується за формулою

$$WACC = \sum_{i=1}^n w_i \times k_i, \quad (3.14)$$

де w_i – питома вага i -го джерела капіталу в загальному його обсязі (виражена десятковим дробом);

k_i – вартість i -го джерела капіталу (виражена десятковим дробом).

Наприклад, якщо підприємство використовує як власний капітал кошти, отримані за рахунок емісії простих акцій, а як позиковий капітал довгостроковий банківський кредит, то формула для розрахунку середньозваженої вартості капіталу матиме вигляд

$$WACC = w_{BK} \times k_{BK} + w_{ПК} \times k_{ПК}. \quad (3.15)$$

Проблема при визначенні середньозваженої вартості капіталу полягає в тому, яким чином розраховувати ваги, а точніше – на якій базі їх визначати: виходячи з ринкової чи бухгалтерської вартості кожного елемента капіталу? Теорія інвестиційного аналізу однозначно рекомендує користуватися ринковою оцінкою.

ТЕМА 4

ОЦІНКА ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ

Питання 1 Необхідність, завдання і принципи оцінки вартості підприємства.

Питання 2 Методичні підходи до оцінки вартості підприємства.

Питання 3 Практична робота з оцінки вартості підприємства.

4.1 Необхідність, завдання і принципи оцінки вартості підприємства

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

– під час інвестиційного аналізу у ході прийняття рішень про доцільність інвестування коштів у те чи інше підприємство, у т. ч. при здійсненні операцій M&A (поглинання і приєднання);

– у ході реорганізації підприємства (мета оцінки – визначення бази для складання передавального чи розподільного балансу, а також для встановлення пропорцій обміну корпоративних прав);

– у разі банкрутства та ліквідації підприємства (оцінка проводиться з метою визначення вартості ліквідаційної маси);

– у разі продажу підприємства як цілісного майнового комплексу (мета оцінки – визначення реальної ціни продажу майна);

– у разі застави майна та при визначенні кредитоспроможності підприємства (мета оцінки – визначити реальну вартість кредитного забезпечення);

– у процесі санаційного аудиту при визначенні санаційної спроможності (оцінка вартості майна проводиться з метою розрахунку ефективності санації);

– під час приватизації державних підприємств (метою оцінки є визначення початкової ціни продажу об'єкта приватизації).

Оцінка вартості підприємства, його майна належить до найскладніших питань фінансів підприємств. Особливо відзначаються оцінка вартості підприємства як цілісного майнового комплексу та оцінка корпоративних прав суб'єкта господарювання, якщо дані права не котируються на біржі. Хоча вартість підприємства інколи може дорівнювати ринковій вартості його активів, слід розуміти, що ці поняття є різними.

У першому випадку йдеться насамперед про вартість, що може бути створена в результаті функціонування бізнесу. Оцінка підприємства здійснюється, як правило, на базі ринкової вартості – ймовірної суми грошей, за яку можливі купівля-продаж об'єкта оцінки на ринку.

Організаційне, методичне та практичне забезпечення проведення оцінки вартості підприємств здійснюють особи, що займаються професійною оцінною діяльністю, – *оцінювачі та суб'єкти оцінної діяльності*.

З метою вироблення уніфікованих підходів до методології та порядку проведення оцінювання в 1981 р. був створений Міжнародний комітет зі стандартів оцінки вартості майна. Ним було розроблено ряд стандартів оцінювання:

- МСО 1 «Ринкова вартість як база оцінки»;
- МСО 2 «Бази оцінки, відмінні від ринкової вартості»;
- МСО 3 «Оцінка з метою фінансової звітності та суміжної документації»;
- МСО 4 «Оцінка забезпечення позики, застави і боргових зобов'язань»;
- Правило № 1 «Концепція оцінки діючого підприємства»;
- Правило № 2 «Врахування шкідливих і токсичних речовин під час оцінки»;
- Правило № 3 «Оцінка основних виробничих засобів, машин та устаткування»;
- Правило № 4 «Оцінка бізнесу».

Вітчизняним законодавством при оцінці вартості майна та підприємства в цілому рекомендовано керуватися Законом України «Про оцінку майна, майнових прав і професійну оціночну діяльність в Україні», методикою оцінки вартості майна під час приватизації, положеннями (національними стандартами) експертної оцінки, нормативними актами Фонду державного майна.

У літературних джерелах, нормативних актах наводяться численні принципи, яких слід дотримуватися при здійсненні оцінки вартості підприємства. До основних з них слід віднести такі:

– *принцип заміщення* – полягає в тому, що покупець не заплатить за об'єкт більше, ніж існуюча мінімальна ціна за майно з аналогічною корисністю;

– *принцип корисності* – зводиться до того, що об'єкт має вартість лише тоді, коли він є корисним для потенційного власника (корисність може бути пов'язана з очікуванням майбутніх доходів чи ін-

ших вигід);

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

– *принцип зміни вартості* – говорить про те, що вартість об'єкта оцінки постійно змінюється в результаті зміни внутрішнього стану та дії зовнішніх факторів;

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

– *принцип розумної обережності оцінок* – зводиться до того, що під час оцінки оцінювач повинен критично (із розумним упередженням) ставитися до всієї інформації, що стає йому відомою від адміністрації об'єкта оцінки, і, по можливості, перевіряти цю інформацію, звертаючись до незалежних джерел;

– *принцип альтернативності оцінок* – полягає у необхідності використання різних методів оцінки та порівняння показників вартості, отриманих у результаті застосування альтернативних методів.

4.2 Методичні підходи до оцінки вартості підприємства

У літературі, присвяченій питанням оцінки вартості підприємств, згадується значна кількість методів і способів такої оцінки. Окремі методи мають ряд модифікацій і різновидів, що створює додаткові складності при їх ідентифікації та використанні. Звідси – необхідність чіткої класифікації методів оцінки вартості майна підприємств.

У зарубіжній та вітчизняній практиці оцінки вартості майна найбільшого поширення дістали три методичні підходи до оцінки вартості підприємства:

- заснований на оцінці потенційних доходів підприємства;
- майновий (витратний);
- ринковий.

У рамках цих підходів розрізняють окремі методи оцінки. Причому жоден з підходів чи методів не має принципових переваг перед іншими. Досить часто в практичній роботі з оцінки вартості підприємства оцінювач застосовує кілька методичних підходів, що найповніше відповідають конкретним умовам, об'єктам та меті оцінки, наявності й достовірності інформаційних джерел для її проведення.

4.2.1 Дохідний підхід в оцінці вартості підприємства

Оцінка вартості підприємства з використанням дохідного підходу ґрунтується на визначенні теперішньої вартості очікуваних вигід (доходів, грошових потоків) від володіння корпоративними правами підприємства. В основу підходу покладена теза, що метою вкладання капіталу інвестором у купівлю підприємства передусім є отримання стабільних доходів. У рамках цього підходу виокремлюють два основні методи:

- дисконтування грошових потоків;
- визначення капіталізованої вартості доходів.

При оцінці вартості підприємства цими методами дані про вартість, склад і структуру активів безпосередньо не впливають на оцінку, а використовується лише інформація про здатність активів генерувати доходи. Такий методологічний підхід за своєю природою є однотипним з методологією оцінки доцільності інвестицій на базі концепції зміни вартості грошей у часі.

Метод дисконтування грошових потоків (Discounted Cash-flow = DCF)

Цей метод побудований на концепції теперішньої вартості майбутнього *Cash-flow* оцінюваного підприємства в розрізі окремих періодів. За своїм економічним змістом він схожий з методикою дисконтування *Cash-flow* у рамках оцінки доцільності інвестицій.

Згідно з методом дисконтування грошових потоків вартість об'єкта оцінки порівнюється до сумарної теперішньої вартості майбутніх чистих грошових потоків (Cash-flow) або дивідендів, які можна отримати в результаті володіння підприємством, зменшеної на величину зобов'язань підприємства та збільшеної на вартість надлишкових активів.

Надлишкові активи – це активи підприємства, що в даний час не використовуються ним для отримання фінансового результату та застосування яких на даному підприємстві у зазначений спосіб і належним чином є фізично неможливим або економічно неефективним. Такого роду активи оцінюються, виходячи з найкращого альтернативного варіанта їх використання.

Дискусійним є питання врахування при визначенні вартості підприємства його зобов'язань. При цьому виокремлюють два підходи: *Entity* (брutto-вартість – на базі сукупного капіталу) та *Equity*

(*нетто-вартість* – на базі власного капіталу). Здебільшого, якщо структура капіталу підприємства є задовільною і воно не перевантажене боргами, використовують бруто-підхід. Якщо ж баланс підприємства переобтяжено боргами, то об'єктивність оцінки забезпечується використанням *Equity-підходу*. Отже, застосувавши ставку дисконтування до прогнозної суми чистого грошового потоку (чи дивідендів) за окремі періоди, отримаємо вартість підприємства (бруто). Різниця між цією вартістю та сумою позичкового капіталу відповідає чистій вартості підприємства (нетто) або загальній сумі власного капіталу за ринковою вартістю. Ринкова ж вартість власного капіталу дорівнює ринковій ціні корпоративних прав оцінюваного підприємства, тобто ціні, за яку його можна продати.

Порядок визначення вартості підприємства методом *DCF* наведено в табл. 4.1. Для здійснення розрахунків цим методом слід визначитися з чотирма базовими величинами:

1. Часовий горизонт, на який поширюватимуться розрахунки (прогнозний період).

2. Обсяг очікуваного *Cash-flow* (або дивідендів) у розрізі окремих прогнозних періодів.

3. Ставка дисконтування, яку слід використовувати для приведення майбутніх грошових потоків до теперішньої вартості.

4. Залишкова вартість підприємства.

Алгоритм розрахунку вартості підприємства (нетто) методом *DCF* можна подати в такому вигляді:

$$ВП_n = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{ЗВП}{(1+r)^t} + НА - ПК, \quad (4.1)$$

де $ВП_n$ – чиста (нетто) вартість підприємства на дату оцінки;
 FCF_t – сумарна величина операційного та інвестиційного *Cash-flow* в періоді t ;

$ЗВП$ – залишкова вартість підприємства в періоді n ;

$НА$ – надлишкові активи;

r – коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування.

Вибір *прогнозного горизонту*, який враховується при оцінці вартості підприємства, значною мірою залежить від цілей оцінки. З теоретичного погляду цей період може бути безкінечним, однак на практиці виходять з періоду корисної експлуатації об'єкта. Якщо оцінка здійснюється в рамках прийняття рішення про тимчасове вкладення

капіталу в підприємство (довгострокові позички чи інвестування коштів у корпоративні права), то прогнозний період збігатиметься зі строками, на які кошти планується вкласти у підприємство. Якщо ж строк інвестування є невизначеним, то прогнозний горизонт поширюватиметься до моменту повної стабілізації діяльності та доходів підприємства.

Для оцінки вартості підприємства на базі *DCF* найдоцільнішим є використання показника *Free Cash-flow*, який характеризує сумарну величину чистих грошових потоків підприємства в результаті операційної та інвестиційної діяльності. Зрозуміло, що прогнозні показники *FCF* повинні ґрунтуватися на прогнозних звітах про фінансові результати та прогнозних показниках балансу (табл. 4.1). Очікувані доходи слід обчислювати з урахуванням особливостей діяльності підприємства, перспектив його розвитку, галузевої специфіки та ряду інших економічних факторів.

Таблиця 4.1 - Оцінка вартості підприємства за методом дисконтування *cash-flow*

Показник	Прогнозний період (роки)						
	Факт	1	2	3	4	5	5+
Планування фінансових результатів, тис. грн							
Чистий дохід (виручка від реалізації)	1053	1253	1553	1653	1553	1553	1553
Умовно-змінні витрати	550	730	855	930	950	835	835
Сума покриття	503	523	698	723	603	718	718
Умовно-постійні витрати	400	400	550	500	500	500	500
Фінансові результати від операційної діяльності	103	123	148	223	103	218	218
Витрати на сплату процентів за кредит	5	20	15	15	15	15	15
Податок на прибуток	24,5	25,75	33,25	52	22	50,75	50,75
Чистий операційний прибуток	73,5	77,25	99,75	156	66	152,25	152,25
Фінансові доходи (+) / витрати (-)	10	30	10	10	10	10	10
Чистий прибуток	83,5	107,25	109,75	166	76	162,25	162,25
Планування показників балансу, тис. грн							
Необоротні активи	550	635	555	535	455	455	455
Дезінвестиції		50					
Амортизація необоротних активів	40	60	90	80	70	50	50

Продовження таблиці 4.1

Показник	Прогнозний період (роки)						
	Факт	1	2	3	4	5	5+
Зростання необоротних активів у результаті інвестицій		245	20	20	20	20	20
Оборотні активи	530	750	730	754	634	659	639
Збільшення (зменшення) операційних оборотних активів (крім грошових коштів, їх еквівалентів)	10	70	5	-10	-15	-5	-5
Власний капітал	630	850	735	854	639	679	639
Позиковий капітал	450	535	550	435	450	435	455
Збільшення (зменшення) поточних зобов'язань (крім статей, не пов'язаних із операційною діяльністю)		5	-10	-40	-5	10	10
Збільшення (зменшення) забезпечень		10	5	5	-10	5	5
Валюта балансу	1080	1385	1285	1289	1089	1114	1094
Планування Cash-flow, тис. грн							
Операційний <i>Cash-flow</i>	103,5	82,25	179,75	211	136	222,25	222,25
Інвестиційний <i>Cash-flow</i>	10	-165	-10	-10	-10	-10	-10
<i>Free Cash-flow</i>	113,5	-82,75	169,75	201	126	212,25	212,25
Залишкова вартість підприємства							1000
Ставка дисконтування, %		15	15	15	15	15	15
Коефіцієнт дисконтування*		0,87	0,75	0,66	0,57	0,49	0,49
Теперішня вартість <i>FCF</i> (1–5 років) та залишкової вартості підприємства		-71,99	127,31	132,66	71,82	104,00	594,00
Сумарна теперішня вартість грошових потоків (<i>Entity</i>)							957,81
(+) Надлишкові активи							20
(-) Сума зобов'язань на дату оцінки							470
Оцінка ринкова вартість підприємства за методом <i>DCF (Equity)</i>							507,81

* Дисконтні множники для розрахунків теперішньої вартості грошових потоків містяться у спеціальних таблицях для фінансових розрахунків

Окремими вітчизняними методиками рекомендується помилковий, на нашу думку, підхід, згідно з яким за базу для дисконтування пропонується брати чистий *Cash-flow* по підприємству від усіх видів діяльності – операційної, інвестиційної та фінансової. Саме останній показник зумовлює хибність розрахунків, оскільки фінансовий *Cash-flow* визначається з урахуванням виплати дивідендів, повернення вне-

сків інвесторів тощо. Для дисконтування потрібно брати саме величину грошового потоку, на яку можуть претендувати капіталодавці, що й характеризується показником FCF .

Необхідно враховувати, що чим ширшим є горизонт планування, тим вищим є рівень ризику неправильної оцінки майбутнього грошового потоку. Для спрощення розрахунків фактор ризику, як правило, відображається не в прогностичних показниках FCF , а в *ставці дисконтування*.

Ставка дисконту характеризує норму прибутку, за якою майбутні грошові надходження приводяться до теперішньої вартості на момент оцінки. Вона враховує премію за ризик інвестування коштів в оцінюване підприємство: чим більшим є ризик, тим ставка дисконтування буде вищою. Ставку дисконтування для цілей оцінки вартості підприємства рекомендується розраховувати на основі використання відповідних моделей, наприклад моделі *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 постпрогностичний період (вартість реверсії). Йдеться про розрахунок величини чистого грошового потоку, який можна отримати в результаті ліквідації підприємства чи продажу його корпоративних прав. Зрозуміло, що цей грошовий потік суттєво впливає на теперішню вартість підприємства. До найвідоміших способів розрахунку залишкової вартості належать:

– на основі визначення ліквідаційної вартості підприємства (вірогідної ціни, за яку може бути проданий на ринку цілісний майновий комплекс підприємства або сукупність його майнових активів, включених у ліквідаційну масу);

– шляхом визначення чистих активів на кінець останнього прогностичного періоду, який береться до розрахунків;

– за логікою моделі Гордона, згідно з якою залишкова вартість підприємства (загальна ринкова вартість його корпоративних прав KA) може бути розрахована як відношення чистого FCF_p у постпрогностичний період (квартал, рік) до різниці між ставкою дисконту r і темпами приросту $FCF(g)$:

$$KA = \frac{FCF_p}{r - g}; \quad (4.2)$$

– з використанням триступінчастої моделі розрахунку, за якою період ділової активності підприємства умовно поділяється на три фази: протягом першої (наприклад, від 1 до 5 років) рентабельність інвестицій у підприємство (*ROI*) набагато перевищує ставку дисконту r ; протягом другої (6–10 років) спред між r та *ROI* зменшується; починаючи з 10–20 року темпи приросту підприємства є мінімальними і ставка дисконту наближена до рентабельності активів. Відповідно до цього підходу, який на сьогодні є найпоширенішим в європейській практиці оцінки вартості підприємств, прогнозна залишкова вартість підприємства може розраховуватися як відношення *FCF* у постпрогнозний період (у табл. 4.1 – період 5+) до ставки дисконту.

Метод капіталізації доходів

Цей метод досить часто застосовується з метою перевірки достовірності оцінки, проведеної за методом *DCF*. Капіталізація передбачає трансформацію доходів у вартість. Для визначення вартості підприємства цим методом характерний для підприємства рівень доходів переводиться у вартість шляхом його ділення на ставку капіталізації. Метод доцільно використовувати для оцінки вартості підприємств зі стабільними доходами чи стабільними темпами їх зміни. У разі стабільних доходів для оцінки рекомендується використовувати формулу так званої довічної ренти:

$$ВП_K = \frac{П}{k_{вк}}, \quad (4.3)$$

де $ВП_K$ - вартість підприємства методом капіталізації доходу;
 $П$ - очікувані доходи підприємства, які підлягають капіталізації;
 $k_{вк}$ - ставка капіталізації (дорівнює ставці вартості власного капіталу).

У контексті капіталізації доходів під поняттям «доходи» розуміють грошові ДОХОДИ, які можуть отримати власники, що планують інвестувати кошти в підприємство. Залежно від цілей оцінки за доходи для розрахунків можуть братися такі показники: прибуток до оподаткування, чистий прибуток (після оподаткування) або *FCF*.

Ставка капіталізації – дільник (як правило, у формі процента), який використовується для переведення доходу у вартість. Природа і методика визначення ставки капіталізації в цілому є тією самою, що й ставки дисконтування. Однак для цілей капіталізації, як правило, береться ставка дисконту в частині вартості залучення власного капіта-

лу: очікувана інвесторами ставка дохідності за вкладеннями у корпоративні права підприємства. Таким чином, для одного й того самого підприємства ставки капіталізації та дисконтування можуть бути різними.

Аналогічно до *DCF* методом капіталізації доходів передбачено використання бруто- та нетто-підходів. За *нетто-підходу* вартість підприємства визначається як відношення чистого прибутку до ставки капіталізації (формула 4.3). За *бруто-підходу* вартість підприємства встановлюється як різниця частки від ділення прибутку до сплати процентів на середньозважену вартість капіталу та суми позичкового капіталу.

Приклад 4.1

Визначимо вартість підприємства методом капіталізації його доходів, якщо:

- власний капітал – 300 тис. грн;
- позичковий капітал – 700 тис. грн;
- стабільний прогнозований обсяг чистого прибутку – 57 тис. грн;
- плата за користування позичковим капіталом – 15% річних = 105 тис. грн;
- інвестор готовий вкладати кошти в корпоративні права підприємства за мінімальної ставки дохідності в 19 %.

Якщо абстрагуватися від впливу податкового фактора, то середньозважена вартість капіталу підприємства (*WACC*) знаходиться на рівні 16,2 % (за формулою 3.15).

Вартість підприємства за методом розрахунку капіталізованого доходу становитиме близько 300 тис. грн (57 000 / 0,19).

Таким чином, у цьому прикладі вартість підприємства відповідає величині його власного капіталу.

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

$$ВП_K = \frac{\Pi}{k_{ек} - g}, \quad (4.4)$$

У разі використання методу капіталізації доходів залишкова (ліквідаційна) вартість підприємства не враховується. Вважається, що в нескінченному періоді чи через значну кількість років ця вартість повністю списується і фактично дорівнює нулю.

При застосуванні методів *DCF* та капіталізації доходів у звіті про експертну оцінку вартості підприємства, окрім стандартних характеристик підприємства, слід відобразити такі позиції:

- короткий опис застосовуваної методики;
- обґрунтування прогнозного періоду;
- обґрунтування величини залишкової вартості підприємства;
- прогнозні розрахунки майбутніх доходів (відповідно FCF);
- обґрунтування коефіцієнта дисконтування (ставки капіталізації).

Оцінювач при складанні будь-яких прогнозів прибутку, чистих грошових потоків тощо, а також у процесі інтерпретації (узгодження) результатів повинен дотримуватися принципу розумної обережності оцінок.

4.2.2 Майновий (витратний) підхід в оцінці вартості підприємства

Згідно з *майновим підходом* вартість підприємства розраховується як сума вартостей усіх активів (основних засобів, запасів, вимог, нематеріальних активів тощо), що складають цілісний майновий комплекс, за мінусом зобов'язань. Основним джерелом інформації за даного підходу є баланс підприємства.

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

- оцінка за відновною вартістю активів;
- метод розрахунку чистих активів;
- розрахунок ліквідаційної вартості.

Зупамосимо детальніше на характеристиці витратного підходу. В його основу покладено принципи корисності і заміщення. Він ґрунтується на тезі, що потенційний покупець не заплатить за об'єкт більшу ціну, ніж його можливі сукупні витрати на відновлення об'єкта в поточному стані та в діючих цінах, що забезпечуватиме його власникові подібну корисність. У рамках витратного підходу основним ме-

тодом оцінки вважається метод відтворення (*оцінка за відновною вартістю активів*). Відновна вартість розраховується з використанням інформації про вартість відтворення майна в існуючому вигляді в ринкових цінах на момент оцінки. Метод базується на показниках первісної вартості активів, величини їх зносу та індексації.

Первісна вартість активів – це вартість окремих об'єктів активів, за якою вони були зараховані на баланс підприємства; включає суму витрат, пов'язаних з виготовленням, придбанням, доставкою, спорудженням, встановленням, страхуванням під час транспортування, державною реєстрацією, реконструкцією, модернізацією та іншим поліпшенням активів.

Відновна вартість – це вартість відтворення об'єкта оцінки на дату оцінки. Вона визначається шляхом множення первісної вартості активів на коефіцієнт індексації. Враховуючи те, що з часом активи поступово втрачають споживчу вартість, на їх оцінку суттєво впливає рівень фізичного та морального зносу. У разі індексації первісної вартості активів відбувається також індексація величини зносу. Реальна вартість матеріальних і нематеріальних активів характеризується їх залишковою вартістю, що визначається як різниця між їх відновною (первісною) вартістю та проіндексованою сумою зносу. *Вартість підприємства дорівнює різниці між реальною вартістю його активів та ринковою ціною зобов'язань*.

Метод оцінки за відновною вартістю досить часто використовується в ході оцінки майна під час приватизації державних підприємств. Підкреслимо, що використання цього методу є виправданим, якщо балансова та ринкова вартість активів істотно не відрізняються між собою.

До основних недоліків методу слід віднести те, що на практиці балансова вартість активів майже ніколи не відповідає їх ринковій вартості. Достовірність оцінки підвищується, якщо отриману вартість скоригувати на приховані прибутки чи збитки підприємства. Цю вартість потрібно скоригувати на вартість гудвілу. *Гудвіл* – вартість фірми, її ділової репутації, нематеріальний актив, вартість якого визначається як різниця між балансовою вартістю активів підприємства та його ринковою вартістю, що виникає внаслідок кращих управлінських якостей, домінуючої позиції на ринку, нових технологій тощо.

З метою врахування вартості гудвілу в процесі оцінки вартості підприємства на практиці рекомендується застосовувати комбінацію методу оцінки активів та методу капіталізації доходів (так званий

швейцарський метод середньої оцінки). Згідно з даним підходом для оцінки вартості підприємства пропонується такий алгоритм:

$$ВП_C = \frac{2ВП_K + ВП_A}{3}, \quad (4.5)$$

де $ВП_C$ – вартість підприємства, розрахована за методом середньої оцінки;

$ВП_A$ – вартість підприємства, розрахована на базі оцінки активів.

Необхідно зауважити, що, на думку багатьох фахівців, використання методу середньої оцінки для оцінки вартості підприємства його покупцями є недоцільним. Особливо це стосується випадків, коли вартість підприємства, розрахована методом капіталізації доходів, суттєво відрізняється від показника вартості, розрахованого на основі майнового підходу. Досить часто саме в розбіжностях між оцінними значеннями вартості підприємства за цими методами приховуються причини ризиковості вкладень в об'єкт оцінки.

4.2.3 Оцінка вартості підприємства на основі ринкового підходу

Ринковий підхід передбачає розрахунок вартості підприємства на основі результатів його зіставлення з іншими бізнес-аналогами. Головним тут є наявність прийнятної бази для порівняння та підприємств-аналогів. Подібний бізнес повинен вестися в тій самій галузі, що і об'єкт оцінки, або в галузі, що є чутливою до тих самих економічних чинників. Для з'ясування цього питання слід провести порівняльний аналіз кількісних та якісних подібностей та відмінностей між аналогічними підприємствами та об'єктом оцінки. В рамках ринкового підходу найуживанішими методами вважаються методи:

- зіставлення мультиплікаторів;
- порівняння продажів (транзакцій).

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

Найкращим інструментом оцінки корпоративних прав, а отже, і

вартості підприємства, є ефективний ринок капіталів, оскільки він у цілому володіє інформацією, яка відсутня в окремих учасників ринку. Саме тому в країнах з розвинутою ринковою економікою під час оцінки вартості підприємств за ринковим підходом як базу для порівняння досить часто використовують інформацію про ринковий (біржовий) курс корпоративних прав.

Метод зіставлення мультиплікаторів дає змогу оцінити вартість підприємств на основі зіставлення значень окремих показників аналогічних підприємств. Метод ґрунтується на тезі про рівність окремих мультиплікаторів, розрахованих для підприємств-аналогів. Алгоритм розрахунку ринкової вартості підприємства за цим методом є таким:

$$ВП_M = П_О \cdot М, \quad (4.6)$$

де $ВП_M$ – вартість підприємства, розрахована на основі зіставлення мультиплікаторів;

$П_О$ – значення показника, що порівнюється (чиста виручка, прибуток, CF тощо), на оцінюваному підприємстві;

$М$ – мультиплікатор (розраховується з використанням даних підприємства-аналога).

Як мультиплікатори здебільшого використовують такі показники:

– відношення ціни (корпоративних прав чи підприємства) до чистої виручки від реалізації;

– відношення ціни підприємства до операційного Cash-flow,

– відношення ціни до чистого прибутку;

– відношення ринкового курсу корпоративних прав до балансового.

Принциповим є використання повністю ідентичних методик розрахунку значень мультиплікаторів на оцінюваному підприємстві та об'єкті порівняння. При оцінці одного підприємства можуть бути використані кілька мультиплікаторів. Вартість підприємства при цьому обчислюється як середньоарифметична вартість, розрахована за кожним мультиплікатором.

Приклад 4.2

Перед фінансистом стоїть завдання оцінити ринкову вартість підприємства, корпоративні права якого не мають обігу на ринку. На основі проведеного аналізу статистичної та ринкової інформації вдалося з'ясувати, що на фондовій біржі здійснюється торгівля корпоративними правами підприємства, за основними якісними та кількісними характеристиками схожого на об'єкт оцінки. В результаті вивчення опублікованої в ЗМІ звітності підприємства-аналога та інформації, одержаної за результатами біржових торгів, удалося підібрати такі показники для зіставлення об'єкта оцінки та порівнюваного підприємства:

Показник	Об'єкт оцінки	Порівнюване підприємство (аналог)
1. Ринковий курс акцій	–	120,% до номіналу
2. Статутний капітал, тис. грн	3000	5000
3. Власний капітал, тис. грн	4500	8000
4. Балансовий курс акцій, %	150	160
5. Коефіцієнт заборгованості	2,7	2,85
6. Чистий прибуток, тис. грн	1200	2000
7. Операційний <i>Cash-flow</i> , тис. грн	1400	2200
8. Чиста виручка від реалізації, тис. грн	15 000	28 000

Для оцінки вартості підприємства розрахуємо значення окремих мультиплікаторів по підприємству-аналогу:

- відношення ринкового курсу до балансового = 0,75;
- відношення ринкового курсу до операційного *Cash-flow* = 2,72;
- відношення ринкового курсу до чистого прибутку = 3;
- відношення ринкового курсу до чистої виручки від реалізації = 0,214.

Використовуючи дані оцінюваного підприємства, знайдемо загальну ринкову вартість його корпоративних прав (яка дорівнюватиме оціночній вартості підприємства) в розрізі окремих мультиплікаторів;

- мультиплікатор відношення ринкового курсу до балансового 112,5 % ($0,75 \times 150$ %), або 3375 тис. грн (112,5 % від 3000 тис. грн);
- мультиплікатор відношення ринкового курсу до операційного *Cash-flow*: 3808 тис. грн ($2,72 \times 1400$);
- мультиплікатор відношення ринкового курсу до чистого прибутку: 3600 тис. грн (3×1200);

– мультиплікатор відношення ринкового курсу до чистої виручки від реалізації: 3210 тис. грн ($0,214 \times 15\ 000$).

Кінцеву оціночну вартість можна знайти як середню арифметичну по окремих мультиплікаторах: $(3375 + 3808 + 3600 + 3210) / 4 = 3498$ тис. грн.

Метод порівняння продажів (транзакцій) базується на оцінці вартості підприємства, виходячи з ціни продажу аналогічних об'єктів. Він передбачає, що суб'єкти ринку здійснюють операції купівлі-продажу майна за цінами, які були встановлені при купівлі-продажу аналогічних об'єктів. Оскільки абсолютних аналогів практично не існує, ціни продажу порівнюваних підприємств коригуються на спеціально обчислені поправочні коефіцієнти, які характеризують рівень відмінності об'єкта оцінки та його аналогу.

Приклад 4.3

Використовуючи дані попереднього прикладу в частині оцінюваного підприємства, знайдемо його вартість методом порівняння продажів, якщо підприємство-аналог з обсягом чистої виручки від реалізації 20 000 тис. грн, чистим прибутком 1550 тис. грн та операційним Cashflow 1850 тис. грн було реалізоване за 4500 тис. грн.

З метою оцінки вартості підприємства знайдемо поправочні коефіцієнти:

- чистої виручки від реалізації: $1,33 (20\ 000/15\ 000)$;
- чистого прибутку: $1,29(1550/1200)$;
- операційного *Cash-flow*: $1,32(1850/1400)$.

Середнє арифметичне значення поправочного коефіцієнта становить 1,31. Шукана ринкова вартість підприємства дорівнює 3435 тис. грн ($4500/1,31$).

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

До переваг методів порівняння та зіставлення мультиплікаторів слід віднести те, що вони дають можливість одержати реальну ринкову вартість оцінюваного майна. Недоліки методів оцінки за ринковим підходом зумовлені тим, що вони не враховують вартість потенційних прибутків, які можна отримати, експлуатуючи об'єкт оцінки. Саме тому в деяких випадках результати оцінки підприємства за згаданими мето-

дами доцільно зіставляти з вартістю підприємства, розрахованою за методом капіталізованої вартості чи дисконтування грошових потоків.

Проблематика використання методів оцінки в рамках ринкового підходу зумовлена тим, що в Україні реальні ціни купівлі-продажу підприємств в офіційній статистиці відображаються досить рідко, а фондовий ринок не досить розвинений.

4.3 Практична робота з оцінки вартості підприємства

З метою правильної організації роботи щодо оцінки вартості майна необхідно дотримуватися певної послідовності дій та вибрати найоптимальнішу для конкретного об'єкта методика оцінки. В загальному вигляді оцінка вартості підприємства передбачає такі етапи:

1. *Укладання договору на проведення оцінки вартості підприємства.* Оцінка виконується на підставі договору між суб'єктом оціночної діяльності (оцінювачем) і замовником оцінки або на підставі відповідної ухвали суду. Замовником оцінки вартості підприємства можуть бути його власники, керівництво, органи державної влади. Перед укладанням угоди (чи перед поданням заявки на тендер щодо участі в оцінці) оцінювач повинен ідентифікувати об'єкт оцінки, мету, ознайомитись із загальною інформацією про підприємство й, у разі необхідності, особисто оглянути об'єкт оцінки.

2. *Збір вихідної інформації про об'єкт оцінки.* Замовники оцінки повинні забезпечити доступ оцінювача до об'єкта оцінки, отримання ним необхідної та достовірної інформації про підприємство. Під час збору вихідних даних оцінювач повинен зібрати та проаналізувати всі суттєві відомості про об'єкт оцінки, зокрема дані про його правовий стан, техніко-економічні характеристики, інформацію про стан ринку об'єкта оцінки та продукції, яку реалізує підприємство.

3. *Вибір та обґрунтування методології оцінки.* Обираючи той чи інший методологічний підхід, оцінювач повинен виходити з наявної інформаційної бази, можливостей прогнозування майбутніх грошових потоків (доходів) та розрахунку ставки дисконтування (капіталізації), врахування фактора ризику, наявності банку даних здійснених транзакцій з купівлі-продажу аналогічних підприємств тощо. У практиці оцінювання вартості підприємства найуживанішим вважається метод дисконтування *Cash-flow*, найменше використовується оцінка на базі балансової вартості активів.

4. *Застосування методичних підходів, методів та оцінних процедур.*

5. *Проведення аудиторської перевірки та інвентаризації майна* (якщо це передбачено законодавством чи обраним методологічним підходом). За допомогою інвентаризації виявляється фактична наявність основних засобів, нематеріальних активів, товарно-матеріальних цінностей, цінних паперів, грошових засобів, інших активів у натурі та перевіряється їх відповідність даним бухгалтерського обліку. Результати інвентаризації та аудиторської перевірки беруться оцінювачем до відома, однак вони не обов'язкові при складанні остаточних висновків щодо вартості підприємства.

6. *Узгодження результатів оцінки*, отриманих із застосуванням різних методичних підходів і методів оцінки. Узгодження відбувається на основі аналізу впливу інформаційних джерел та найістотніших процедур оцінки на достовірність отриманих результатів.

7. *Складання звіту про оцінку підприємства та висновку про вартість об'єкта оцінки* на дату оцінки. Звіт про оцінку є документом, що містить висновки щодо його вартості та підтверджує виконані оцінювачем процедури з оцінки підприємства. Вимоги до змісту звіту, порядку його оформлення та рецензування встановлюються положеннями (національними стандартами) оцінки майна.

Звіт про оцінку повинен містити такі основні позиції:

- опис об'єкта оцінки;
- відомості про мету оцінки та обґрунтування відповідної бази оцінки;
- перелік обмежень щодо застосування результатів оцінки;
- викладення всіх припущень, у межах яких проводилася оцінка;
- опис та аналіз зібраних і використаних вихідних даних під час виконання оцінки;
- висновки щодо найефективнішого використання об'єкта оцінки;
- викладення змісту використаних методичних підходів, методів та оцінних процедур;
- розрахунки, на основі яких зроблено висновок про вартість об'єкта оцінки;
- висновок про вартість об'єкта оцінки;
- додатки, що включають копії всіх необхідних документів, а також інші інформаційні джерела, які роз'яснюють та підтверджують

припущення і проведені розрахунки;

– терміни дії звіту та висновку про вартість об'єкта оцінки.

Висновок про вартість об'єкта оцінки повинен містити інформацію про замовника оцінки та виконання звіту про оцінку; назву об'єкта оцінки, його коротку характеристику; зазначення мети та дати оцінки; вказівку про вид вартості та її величину; посилання на використані методичні підходи.

Звіт та висновок підписуються оцінювачами, які безпосередньо проводили оцінку, і скріплюється печаткою та підписом керівника суб'єкта оцінної діяльності.

8. *Затвердження результатів оцінки.* Звіт про експертну оцінку та висновки щодо вартості підприємства затверджують особи, які є замовниками оцінки.

9. *Рецензування звіту про оцінку.* З метою контролю за якістю оцінки вартості підприємства та на вимогу особи, яка використовує оцінку та її результати для прийняття фінансово-господарських рішень, а також інших заінтересованих осіб, законодавством передбачена можливість рецензування звіту. Воно полягає в неупередженому та об'єктивному розгляді оцінки вартості підприємства рецензентом, який не має особистої зацікавленості в результатах оцінки і здатен діяти об'єктивно і незалежно від будь-яких осіб, у т. ч. замовників та оцінювачів.

ТЕМА 5

ОСОБЛИВОСТІ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ У РАЗІ ЗМІНИ ОРГАНІЗАЦІЙНО-ПРАВОВОЇ ФОРМИ ПІДПРИЄМСТВ

Питання 1 Реорганізація як специфічний напрям фінансової діяльності підприємства, її передумови.

Питання 2 Укрупнення підприємства: сутність та основні завдання. Злиття, приєднання та поглинання підприємств.

Питання 3 Реорганізація, спрямована на розукрупнення підприємства.

Питання 4 Перетворення як особлива форма реорганізації підприємства.

5.1 Реорганізація як специфічний напрям фінансової діяльності підприємства, її передумови

Реорганізація – це повна або часткова заміна власників корпоративних прав підприємства, зміна організаційно–правової форми організації бізнесу, ліквідація окремих структурних підрозділів або створення на базі одного підприємства кількох, наслідком чого є передача або прийняття його майна, коштів, прав та обов’язків правонаступником. У процесі реорганізації може бути задіяний один або кілька суб’єктів господарювання.

Рішення щодо реорганізації підприємств слід розглядати в контексті стратегічного менеджменту. Серед основних *причин реорганізації* здебільшого виокремлюють такі:

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

Причини та мотиви, які спонукають власників і керівництво підприємства до прийняття рішення щодо реорганізації, визначають і форму майбутньої реорганізації. За формальними ознаками розрізняють такі три **напрями реорганізації**:

1) реорганізація, спрямована на укрупнення підприємства (злиття, приєднання, поглинання);

2) реорганізація, спрямована на подрібнення підприємства (поділ, виділення);

3) реорганізація без змін розмірів підприємства (перетворення).

Реорганізація підприємства проводиться з дотриманням вимог антимонопольного законодавства, за рішенням власників, а у деяких випадках – за рішенням власників та за участю трудового колективу або органу, уповноваженого створювати такі підприємства, чи за рішенням суду або господарського суду.

Перед здійсненням реорганізації необхідно провести поглиблений аналіз фінансово-господарського стану підприємств, що потребують реорганізації, та оцінити їх ринкову вартість. Як правило, під час реорганізації виявляються приховані резерви підприємств, що реорганізуються. Це зумовлено необхідністю одержати реальну оцінку вартості таких підприємств з метою встановлення правильних пропорцій обміну корпоративних прав підприємств, які виступають правопопередниками на корпоративні права правонаступників.

Ключовим документом, який складається під час реорганізації підприємств, є **передатний або роздільний баланс** (передатний складається у разі злиття чи приєднання підприємств, роздільний – при поділі чи виділенні).

Необхідною передумовою реорганізації суб'єктів господарювання є відповідне рішення власників (чи інших уповноважених на це органів), яке приймається після детального економіко-правового обґрунтування менеджментом підприємства доцільності такої операції. Доведення до носіїв рішень переваг реорганізації здійснюється в ході доповіді про реорганізацію. У ній акцентується увага на основних завданнях та мотивах реорганізації, в загальних рисах змальовуються реорганізаційний процес та його фінансово-правові наслідки для власників.

Основним документом, який визначає права та обов'язки сторін у ході реорганізації і має забезпечувати оперативне її проведення та безперебійну роботу підприємств, є угода про умови проведення реорганізації (**план реорганізації**). *Цей документ в обов'язковому порядку має регламентувати такі питання:*

– призначення комісій (персонально) для проведення реорганізації у складі представників підприємств, що реорганізуються;

– повний перелік та обсяг активів і пасивів підприємств, що ре-

організуються, які підлягають прийманню-передачі в обмін на корпоративні права правонаступника, а також терміни та порядок оформлення такої передачі;

- перелік документів фінансового та інших видів обліку, не завершених діловодством справ, бланків суворої звітності, архівів чи описів архівів, що підлягають прийманню-передачі, а також терміни передачі;

- пропорції (коефіцієнти) обміну корпоративних прав реорганізованих підприємств на корпоративні права підприємств, які є їх правонаступниками, а також суми можливих доплат (чи компенсацій);

- терміни обміну акцій (свідоцтв про внесення вкладу до статутного капіталу) акціонерів (учасників) підприємства, що реорганізується, на акції (свідоцтва про внесення вкладу до статутного капіталу) акціонерів (учасників) підприємства- правонаступника, порядок продажу акцій (часток) акціонерами (учасниками) та інші організаційні питання, пов'язані з формуванням статутного капіталу;

- права, які надаватимуться підприємством- правонаступником власникам корпоративних прав, інших цінних паперів та спеціальних прав, емітованих підприємствами, що припиняють свою діяльність у результаті реорганізації;

- економіко–правові наслідки реорганізаційних заходів для працівників підприємств, що реорганізуються.

У разі реорганізації підприємства слід враховувати ряд таких законодавчих передумов і вимог:

- порядок державної реєстрації (перереєстрації) та ліквідації суб'єктів господарювання;

- вимоги антимонопольного законодавства;

- вимоги щодо захисту інтересів кредиторів підприємства, його власників, персоналу тощо;

- порядок емісії акцій (у разі реорганізації АТ);

- можливі екологічні, демографічні та інші наслідки локального масштабу.

У результаті реорганізації підприємства виникає необхідність у скасуванні державної реєстрації одних суб'єктів господарювання і реєстрації або перереєстрації інших. У разі, якщо реорганізація пов'язана зі створенням на базі підприємств, що реєструються, нових юридичних осіб, у засновницьких документах останніх слід відобразити дану обставину.

Необхідність перереєстрації підприємства виникає, якщо реорганіза-

нізація підприємства призводить до змін:

- організаційно-правової форми;
- форми власності;
- назви юридичної особи.

Відповідно до Положення про державну реєстрацію суб'єктів підприємницької діяльності перереєстрація юридичних осіб здійснюється в порядку, встановленому для їх реєстрації. У місячний термін з моменту настання зазначених змін до органів державної реєстрації слід подати документи для перереєстрації з підтвердженням опублікування у друкованих засобах масової інформації оголошення про відповідні зміни.

У результаті реорганізації у підприємств, до яких здійснюється приєднання або від яких відокремлюються певні структурні підрозділи, може виникнути необхідність внесення змін і доповнень до установчих документів, які також підлягають державній реєстрації. Внесення змін (доповнень) оформляється у вигляді окремих додатків або шляхом викладення установчих документів у новій редакції. У разі внесення до установчих документів змін, пов'язаних зі зміною складу засновників (учасників) суб'єкта підприємницької діяльності, подаються оформлені згідно з вимогами законодавства документи:

– у разі добровільного виходу юридичної особи зі складу засновників (учасників) подається копія рішення засновника, фізичної особи – нотаріально посвідчена заява;

– у разі примусового виключення засновників (учасників) подається рішення уповноваженого на це органу.

Антимонопольним законодавством України передбачено, що в окремих випадках з метою запобігання монополізації ринків такі види реорганізації, як злиття, поглинання, приєднання, можуть бути здійснені лише за умов одержання згоди на це Антимонопольного комітету України (АКУ). У зв'язку з цим до складу робочих груп з питань реорганізації можуть входити також представники АКУ. Зазначимо, що в Україні монопольним вважається становище підприємця, частка якого на ринку певного товару перевищує 35 %.

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

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

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

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

г) поступка вимоги і перевід боргу, обґрунтовані угодою, укладеною у письмовій формі, мають бути зроблені у простій письмовій формі.

Реорганізація не може бути завершена до владнання проблематики заборгованості. При цьому кредитор може звернутися з письмовою вимогою про здійснення підприємством-боржником однієї з дій: забезпечення виконання зобов'язань шляхом укладання угод застави чи поруки; дострокового виконання зобов'язань та відшкодування збитків, якщо інше не передбачене угодою між підприємством, що реорганізується, та боржником.

У разі якщо у процесі реорганізації задіяне *акціонерне товариство*, то, здійснюючи цей процес, слід дотримуватися відповідних положень і рекомендацій Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), зокрема Положення про порядок реєстрації випуску акцій та інформації про їх емісію при реорганізації товариства.

Відкриті акціонерні товариства, що формуються в результаті реорганізації шляхом злиття, поділу, виділення та перетворення, а також товариства, до яких здійснюється приєднання, зобов'язані зареєструвати інформацію про емісію акцій. Для цього, окрім стандартного набору документів, який подається при звичайній емісії, треба подати такі:

– нотаріально засвідчену копію договору про злиття (приєднання, поділ, виділення, перетворення);

– рішення вищих органів кожного з підприємств, які беруть участь у реорганізації;

– передатний (роздільний) баланс.

Приймаючи фінансові рішення в процесі реорганізації підприємств, слід враховувати податковий аспект. Зокрема, можливість виникнення об'єкта оподаткування в результаті засвідчення у звітності прихованих резервів. При здійсненні передачі майнових прав та

обов'язків варто враховувати те, що передача активів від одного підприємства до іншого не оподатковується лише в тому випадку, якщо ця передача здійснюється як внесок одного підприємства в статутний капітал іншого для формування цілісного майнового комплексу останнього в обмін на його корпоративні права.

Реорганізаційний прибуток для власників може виникнути в тому разі, якщо вартість чистих активів, що передаються правонаступнику, перевищує номінальну вартість корпоративних прав, емітованих реорганізованим підприємством.

5.2 Укрупнення підприємства: сутність та основні завдання. Злиття, приєднання та поглинання підприємств

До основних форм реорганізації, результатом яких є укрупнення підприємств, належить злиття кількох підприємств у одне, приєднання одного або кількох підприємств до одного, вже функціонуючого підприємства, а також придбання підприємства. Порядок відображення у фінансовому обліку та звітності придбання інших підприємств, гудвілу, який виник під час придбання, злиття, а також розкриття інформації про об'єднання підприємств встановлено Положенням (стандартом) бухгалтерського обліку 19 «Об'єднання підприємств».

Згідно з ним **результатом об'єднання** підприємств може бути:

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

Укрупнення підприємств здійснюється за наявності економічної вигоди для всіх учасників реорганізації. До основних мотивів, які можуть спонукати суб'єктів господарювання до реорганізації шляхом укрупнення, можна віднести такі:

1 Ефект синергізму. **Синергізм** – це умова, за якої загальний результат є більшим за суму часток. При реорганізації, спрямованій на використання ефекту синергізму, вартість підприємства після реорганізації перевищує сумарну вартість окремих підприємств до реорганізації. Ефект синергізму виникає завдяки дії таких чинників:

- економія на витратах, яка проявляється при збільшенні маш-

табів виробництва;

– економія фінансових ресурсів;

– збільшення влади на ринку.

2 Отримання надійного постачальника факторів виробництва

3 Зменшення ризику при виході на нові ринки збуту та збільшення їх кількості.

4 Зменшення кількості конкурентів.

5 Податкові переваги. Прибуткова фірма може придбати компанію, яка має від'ємний об'єкт оподаткування, і таким чином отримати економію на податкових платежах.

6 Придбання активів за ціною, яка нижча за вартість заміщення, передачі технологічних та управлінських знань і навичок тощо.

7 Диверсифікація активів та діяльності з метою зменшення ризиків і підвищення потенціалу прибутковості.

8 Попередження захоплення компанії крупними корпоративними «хижаками» та збереження контролю над підприємством.

9. Особисті мотиви вищої ланки менеджерів, авторитет яких підвищується зі збільшенням розмірів компанії тощо.

В антимонопольних законодавствах більшості країн розрізняють горизонтальне злиття (приєднання, поглинання), вертикальне та діагональне. **Горизонтальне укрупнення** – це об'єднання двох чи 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).

Законодавчий контроль спрямовано в основному на горизонтальні укрупнення, оскільки в результаті їх здійснення підприємства одержують можливість «будувати» перешкоди для доступу на ринок, встановлювати дискримінаційні ціни, створювати дефіцит на ринку певного товару та ін., що веде до посилення концентрації на ринку та знищення конкуренції. Вертикальні та діагональні злиття на рівень конкуренції суттєво не впливають.

У ряді нормативних актів викладені різні підходи до визначення понять «злиття» та «приєднання». Так, згідно з П(С)БО 19 під **злиттям** слід розуміти об'єднання підприємств (шляхом створення нової юридичної особи або приєднання підприємств до головного підприємства), внаслідок якого власники (акціонери) підприємств, що

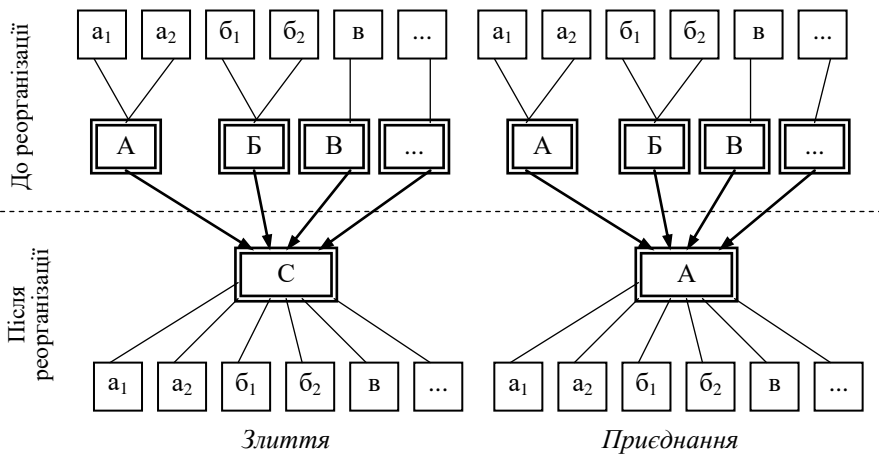
об'єднуються, здійснюватимуть контроль над усіма чистими активами об'єднаних підприємств з метою досягнення подальшого спільного розподілу ризиків і вигод від об'єднання. При цьому жодна зі сторін не може бути визначена як покупець.

За такого підходу нівелюються основні відмінності між приєднанням і, злиттям, які передбачаються іншими нормативними актами.

У традиційному розумінні **злиття** означає припинення діяльності двох або кількох підприємств як юридичних осіб та передачу активів і пасивів (майнових прав і зобов'язань), що їм належать до правонаступника, який створюється в результаті злиття. Бухгалтерські баланси підприємств при цьому консолідуються.

Приєднання означає припинення діяльності одного підприємства як юридичної особи та передачу активів та пасивів (майнових прав та зобов'язань), що йому належать до правонаступника.

Таким чином, головна відмінність між: злиттям та приєднанням полягає в тому, що у випадку злиття всі майнові права та обов'язки кількох юридичних осіб концентруються на балансі одного підприємства, яке є наново створеним, а при приєднанні – на балансі вже функціонуючого на момент прийняття рішення про приєднання підприємства. Зазначені відмінності досить чітко простежуються на рисунку 5.1.



А, Б, В, ... – підприємства
 а₁, а₂, б₁, ... – засновники підприємств

Рисунок 5.1 – Відмінності між злиттям та приєднанням підприємств

Порядок реорганізації підприємства шляхом *злиття* наведено на рисунку 5.2.



Рисунок 5.2 – Порядок реорганізації підприємства шляхом злиття

Перший етап реорганізації полягає в прийнятті рішення вищими органами підприємств, що реорганізуються, про обраний шлях реорганізації. Одночасно з прийняттям рішення узгоджується проект реорганізаційної угоди.

Перш ніж розпочинати практичну роботу щодо реорганізації, необхідно одержати дозвіл Антимонопольного комітету на злиття (у ви-

падках, передбачених законодавством).

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

Третій етап зводиться до перевірки фінансово-господарської діяльності підприємств аудиторською фірмою (якщо це передбачено законодавством чи реорганізаційною угодою). При цьому здійснюється оцінка вартості підприємств загалом та окремих майнових об'єктів зокрема. У разі необхідності до процесу оцінки залучається оцінювач. Правильна оцінка майна має вирішальне значення при визначенні частки корпоративних прав підприємства- правонаступника, якими володітимуть власники кожного з реорганізованих підприємств.

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

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

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

На *сьомому етапі* відбувається остаточне узгодження та підписання передатних балансів між підприємствами-попередниками та правонаступником.

Восьмий етап – виключення підприємств-попередників із державного реєстру. Слід підкреслити, що лише за наявності у засновни-

цьких документах нової зареєстрованої особи положень про правонаступництво уможливиться оперативне зняття підприємств-попередників з обліку контролюючих органів та виключення їх з державного реєстру.

Незважаючи на заснування нової юридичної особи в результаті злиття, недоцільно відносити підприємства-попередники до складу засновників підприємства- правонаступника, оскільки перші припиняють свою діяльність одразу після злиття. До складу засновників варто відносити осіб, які володіють корпоративними правами в майні підприємств-попередників. Як внесок до статутного капіталу наново створеного підприємства необхідно розглядати корпоративні права (частки, акції) власників підприємств, що реорганізуються. Після підписання передатного балансу підприємству- правонаступнику надходить частка майна, яка є еквівалентом корпоративних прав реорганізованих підприємств.

Порядок такої реорганізації підприємства шляхом *приєднання* подібний до того, який був описаний при розгляді етапів реорганізації в результаті злиття. Разом з тим реорганізація шляхом приєднання має ряд особливостей. Вони пов'язані з тим, що внаслідок приєднання нова юридична особа не створюється, а відбувається лише внесення змін у засновницькі документи правонаступника. Ці зміни можуть бути пов'язані зі збільшенням статутного капіталу підприємства, до якого здійснюється приєднання, зміною складу засновників чи організаційно-правової форми.

Щодо зміни організаційно-правової форми підприємства- правонаступника, можливі два варіанти:

- 1) форма організації бізнесу залишається незмінною (робляться зміни лише в засновницьких документах у частині правонаступництва, розміру статутного капіталу та складу засновників);
- 2) підприємство- правонаступник змінює форму організації бізнесу (перетворення). При цьому, як правило, спочатку здійснюється приєднання одного або кількох юридичних осіб до правонаступника, а потім він реорганізується шляхом перетворення.

Договір про приєднання повинен містити відомості про порядок та умови приєднання, порядок і пропорції обміну акцій або часток у статутному капіталі підприємств, що реорганізуються шляхом приєднання, на акції або частки в статутному капіталі підприємства, до якого здійснюється приєднання, а також ряд інших стандартних положень.

Якщо при злитті (приєднанні) деякі учасники підприємств виявлять бажання вийти зі складу засновників, то даний вихід доцільно оформити до моменту підписання передатного балансу, який у даному разі складається з урахуванням змін у розмірі статутного капіталу та активів.

У разі приєднання виникає необхідність у збільшенні статутного капіталу підприємства, до якого здійснюється приєднання. Обсяг збільшення статутного капіталу залежить від пропорцій обміну корпоративних прав та від обсягу статутного капіталу приєднуваного підприємства.

Фінансові аспекти реорганізації підприємства шляхом приєднання розглянемо на умовному прикладі.

Приклад 5.1

Прийнято рішення про реорганізацію акціонерного товариства «Х» шляхом приєднання його до акціонерного товариства «У». Співвідношення, з яким робиться обмін корпоративних прав при приєднанні, становить 3 : 2. Як доплата до корпоративних прав АТ «У» виплачує на користь акціонерів АТ «Х» компенсацію в розмірі 2,5 грн за кожен акцію номінальною вартістю 50 грн. Розрахуємо суму збільшення статутного капіталу та складемо баланс АТ «У» після приєднання до нього АТ «Х», якщо баланси обох підприємств до реорганізації мали такий вигляд:

Баланс АТ «Х» до реорганізації, тис. грн

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	500	1. Статутний капітал	420
2. Запаси і витрати	150	2. Додатковий капітал	60
3. Дебіторська заборгованість	100	3. Резервний капітал	40
4. Грошові кошти	20	4. Зобов'язання	250
Баланс	770	Баланс	770

Баланс АТ «У» до реорганізації, тис. грн

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	1400	1. Статутний капітал	1200
2. Запаси і витрати	300	2. Додатковий капітал	300
3. Дебіторська заборгованість	200	3. Резервний капітал	200
4. Грошові кошти	100	4. Зобов'язання	300
Баланс	2000	Баланс	2000

Розрахунок суми збільшення статутного капіталу АТ «У»:

Співвідношення обміну корпоративних прав 3 : 2 означає, що три акції АТ «Х» обмінюються на 2 акції АТ «У». Оскільки обмін акцій здійснюється за рахунок збільшення статутного капіталу, то діє така рівність:

2 акції АТ «У» : 3 акції АТ «Х» = сума збільшення капіталу АТ «У» : статутний капітал АТ «Х»,

або

2 : 3 = сума збільшення статутного капіталу : 420 тис. грн.

Звідси – сума збільшення статутного капіталу АТ «У» дорівнює 280 тис. грн ($420 \cdot 2 : 3$). Таким чином, після реорганізації загальна сума статутного капіталу становитиме 1480 тис. грн ($280 + 1200$).

Загальна сума компенсаційних виплат акціонерам АТ «Х» визначається множенням кількості акцій (8400) на розмір компенсаційних доплат на одну акцію (2,5 грн.) і дорівнює 21 000 грн. Це означає, що в результаті реорганізації активи АТ «У» збільшилися на суму активів АТ «Х» і зменшилися на загальну суму компенсаційних виплат.

Сума приросту чистої вартості АТ «У» в результаті приєднання становить 219 тис. грн. Даний показник визначається відніманням від суми власного капіталу АТ «Х» (520 тис. грн) суми компенсаційних виплат (21 тис. грн) та вартості корпоративних прав, виданих колишнім акціонерам АТ «Х». Дана різниця включається до складу додаткового капіталу АТ «У».

Сума зобов'язань АТ «У» після приєднання до нього АТ «Х» дорівнюватиме загальній сумі зобов'язань обох підприємств: 550 тис. грн ($250 + 300$).

Враховуючи викладені аспекти, баланс акціонерного товариства «У» після приєднання до нього АТ «Х» матиме такий вигляд, тис. грн:

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	1900	1. Статутний капітал	1480
2. Запаси і витрати	450	2. Додатковий капітал	519
3. Дебіторська заборгованість	300	3. Резервний капітал	200
4. Грошові кошти	99	4. Зобов'язання	550
Баланс	2749	Баланс	2749

Одна із найскладніших фінансових проблем, яка виникає під час злиття чи приєднання підприємств, полягає у правильному визначенні

пропорцій обміну корпоративних прав у статутному капіталі підприємств, що реорганізуються, на акції або частки в статутному капіталі підприємства- правонаступника. За базу для визначення згаданих пропорцій береться, як правило, вартість підприємств, що реорганізуються. Ця вартість здебільшого розраховується:

1 За величиною *чистих активів* підприємств (балансова вартість активів за мінусом суми зобов'язань). Використання даного показника як бази для визначення пропорцій обміну має той недолік, що балансова вартість активів, як правило, суттєво відрізняється від ринкової вартості підприємства.

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

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

У кожному конкретному випадку злиття чи приєднання вибирається найприйнятніший метод визначення пропорцій обміну, що відображається в угоді про умови реорганізації. Якщо пропорції обміну визначаються виходячи з ринкової вартості корпоративних прав підприємства, то їх можна коригувати (або вирівнювати). Коригування ринкового курсу корпоративних прав (а отже, і пропорцій обміну) можна досягти збільшенням статутного капіталу за рахунок інших позицій власного капіталу підприємства (курс зменшиться) або на основі зменшення статутного капіталу (курс збільшиться). Для забезпечення більшої об'єктивності процесу реорганізації під час обміну корпоративних прав можуть бути застосовані комбінації надання акцій (часток) підприємств- правонаступників та виплата грошових компенсацій власникам реорганізованих підприємств чи здійснення ними доплат.

Необхідним елементом злиття чи приєднання є складання передатного балансу. **Передатний баланс** – це баланс підприємства, що реорганізується, на день припинення його діяльності. Цей баланс складається за правилами, передбаченими стандартами бухгалтерського обліку. Оскільки передатний баланс має силу акта приймання-передачі, він підписується директорами та головними бухгалтерами підприємства, що реорганізується, та підприємства- правонаступника.

Згідно з П(С)БО, якщо підприємство внаслідок придбання його чистих активів іншим підприємством (покупцем) ліквідується, то покупець, починаючи з дати придбання, повинен:

а) внести до звіту про фінансові результати доходи та витрати придбаного підприємства;

б) відобразити в балансі активи та зобов'язання придбаного підприємства та будь-який гудвіл, що виникає в результаті придбання.

Витрати, пов'язані зі злиттям та приєднанням підприємств (реєстраційні, інформаційні, консультаційні тощо), визнаються витратами того періоду, упродовж якого вони були здійснені. Підприємство- правонаступник відображає активи, зобов'язання та власний капітал об'єднаного підприємства за їх балансовою вартістю. Важливим є те, що внутрішня заборгованість та результати операцій між об'єднаними підприємствами виключаються при складанні фінансової звітності підприємства- правонаступника.

Деяких завдань реорганізації підприємств (диверсифікація, вступ на ринок, одержання доступу до ресурсів, створення концернів, холдингів тощо) можна досягти не лише на основі злиття чи приєднання підприємств, а і в результаті придбання значного пакета корпоративних прав інших суб'єктів господарювання (поглинання). Такого роду операції у фінансовій літературі досить часто об'єднують під поняттям «аквізиція».

Аквізиція – це скупка корпоративних прав підприємства, внаслідок чого покупець набуває контроль над чистими активами та діяльністю такого підприємства. Придбання може здійснюватися в обмін на передачу активів, взяття покупцем на себе зобов'язань. Покупцем вважають суб'єкта господарювання, до якого переходить контроль над господарською діяльністю іншого підприємства. В результаті класичної операції аквізиції підприємство – об'єкт поглинання зберігає статус юридичної особи, існуючу правову форму організації бізнесу, однак змінюються суб'єкти контролю над ним, тобто власники, які контролюють підприємство.

Досить часто операції поглинання (приєднання, злиття) здійснюються через посередників, які за відповідну винагороду відшукують на ринку відповідні об'єкти для аквізиції. В англосаксонській практиці фінансового менеджменту такі операції дістали назву **mergers & acquisition (M&A)**. Під поняттям *M&A* об'єднуються як операції типу *merger* (злиття), так і *acquisition* (придбання). Причому в практиці фінансової діяльності останні значно переважають. До осно-

вних мотивів *M&A* можна віднести такі:

- диверсифікація фінансових інвестицій;
- створення концернів, інших інтегрованих корпоративних структур;
- отримання прибутку в результаті придбання підприємств із зниженою вартістю.

Вирішальним чинником, який визначає рішення щодо придбання підприємств, є їх вартість. Неправильна оцінка вартості об'єкта поглинання зумовлює помилковість політики аквізицій. Наслідком такої політики є виникнення дефіциту Free Cash-flow та зниження вартості підприємства, яке здійснило придбання.

Згідно з П(С)БО у разі придбання контрольного пакета корпоративних прав іншого підприємства покупець, починаючи з дати придбання, повинен відображати придбані акції (частку в капіталі) у складі фінансових інвестицій.

Придбання відображається в обліку за вартістю, яка є сумою сплачених грошових коштів або їх еквівалентів. Якщо придбання здійснюється шляхом передачі інших активів або взяття на себе зобов'язання, то вартість дорівнює справедливій вартості (на дату придбання) активів або зобов'язань, наданих покупцем в обмін на контроль за чистими активами іншого підприємства, збільшеної на суму витрат, які безпосередньо пов'язані з придбанням.

Якщо придбання здійснюється поетапно (наприклад, шляхом послідовного придбання акцій), то кожна операція відображається окремо за справедливою вартістю придбаних ідентифікованих активів і зобов'язань, а вартість окремих інвестицій поетапно порівнюється з часткою покупця у справедливій вартості активів та зобов'язань, які придбані на кожному етапі.

Важливе питання, що виникає під час прийняття рішень щодо здійснення аквізицій, пов'язане з фінансуванням такого роду операцій. Оптимальною є ситуація, коли у покупця є достатній обсяг Free Cash-flow. Однак досить часто в «аквізиційній війні» між крупними корпоративними «хижаками» бюджет аквізицій становить десятки й сотні мільйонів доларів і суттєво перевищує можливості внутрішнього фінансування. У такому разі потреба в капіталі може покриватися за рахунок залучення інвестиційних кредитів або емісії облігацій.

Залучаючи позичковий капітал, слід враховувати вимоги щодо збереження необхідної структури капіталу підприємства та його фінансової незалежності. Звичайно, для мобілізації фінансових ресурсів

можна вдатися до збільшення статутного капіталу. Однак, як свідчить практика, і в США, і на підприємствах Західної Європи, цей інструмент використовується дедалі менше. Це не в останню чергу пов'язано з необхідністю збереження комерційної таємниці при здійсненні аквізицій, що несумісно з вимогою надання інвесторам інформації щодо напрямів використання наданих ними коштів.

5.3 Реорганізація, спрямована на розукрупнення підприємства

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

– якщо у підприємства поряд із прибутковими секторами діяльності є значна 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.

– якщо у підприємств високий рівень диверсифікації сфер діяльності і до них (різних ділянок виробництва) виявляють інтерес кілька інвесторів. Тож у результаті розукрупнення кожен з інвесторів може вкласти кошти в ту сферу, яка його найбільше приваблює, не обтяжуючи себе при цьому непрофільними виробничими структурами.

– при проведенні передприватизаційної підготовки державних підприємств з метою підвищення їх інвестиційної привабливості.

– за рішенням антимонопольних органів, якщо підприємства зловживають монопольним становищем на ринку (може бути прийняте рішення про примусовий поділ даних монопольних утворень).

– з метою створення інтегрованих корпоративних структур (концернів, холдингів), наприклад у результаті виділення з материнської компанії дочірніх підприємств.

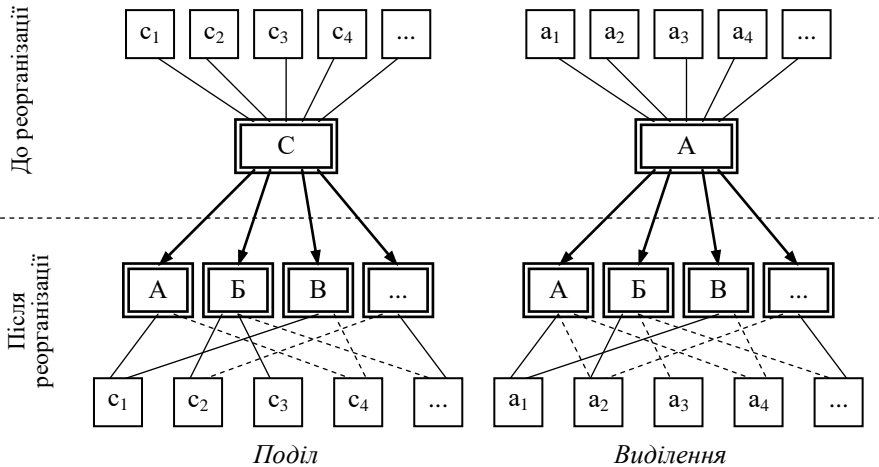
Даний напрям реорганізації дає можливість сконцентруватися на окремих стратегічних сферах діяльності підприємства.

Реорганізація підприємства, яке підлягає примусовому розукрупненню, здійснюється монополістом самостійно за умови ліквідації даного монопольного утворення на ринку. Примусовий поділ не застосовується у випадках:

а) неможливості організаційного або територіального відокремлення підприємств, структурних підрозділів чи структурних одиниць;

б) наявності щільного технологічного зв'язку підприємств, структурних підрозділів чи структурних одиниць (якщо частка внутрішнього обороту в загальному обсязі валової продукції підприємства становить менше 30%).

Розрізняють дві основні форми розукрупнення – поділ та виділення. Основні відмінності між поділом і виділенням підприємства наведені на рисунку 5.3.



А, Б, В, ... – підприємства
 а₁, а₂, с₁, ... – засновники підприємств

Рисунок 5.3 – Відмінності між поділом та виділенням підприємств

Реорганізація шляхом поділу

Поділ – це спосіб реорганізації, за якого одна юридична особа припиняє свою діяльність, а на її базі створюється кілька нових підприємств, оформлених у вигляді самостійних юридичних осіб.

У разі поділу підприємства до нових підприємств, які виникли в результаті цього поділу, переходять за роздільним актом (балансом) у відповідних частинах майнові права та обов'язки (активи і пасиви) реорганізованого підприємства. Загальна схема реорганізації шляхом поділу подана на рис. 5.4.

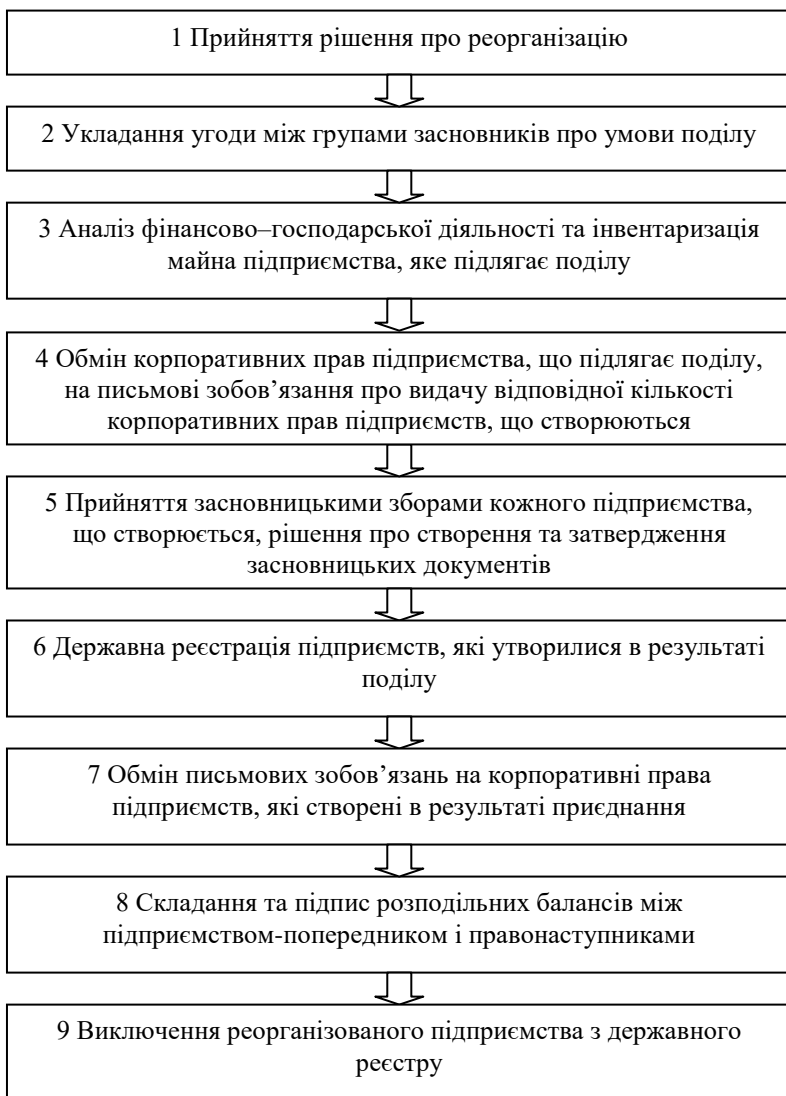


Рисунок 5.4 – Порядок реорганізації підприємств шляхом поділу

Реорганізація підприємства шляхом *поділу* характеризується такими особливостями:

– до рішення про реорганізацію обов'язково мають входити по-

ложення, які визначають спосіб розподілу між правонаступниками капіталу підприємства (статутного, резервного тощо);

– угода про реорганізацію укладається між групами засновників підприємств, які створюються в результаті поділу;

– при підготовці установчих документів кожного новоствореного підприємства має бути враховано, що воно створюється шляхом поділу і бере на себе у відповідній частині майнові права та обов'язки цього реорганізованого підприємства;

– підприємствами- правонаступниками та підприємством, яке реорганізується, підписується роздільний баланс.

Угода про реорганізацію шляхом поділу, окрім інших стандартних позицій, має містити:

а) повний перелік та обсяг активів і пасивів балансу, що підлягають передачі кожному правонаступнику;

б) термін складання роздільного балансу з розшифровками кожної статті цього балансу.

Якщо кількість засновників підприємства, що реорганізується, менша за кількість підприємств, що створюються внаслідок поділу, то частка кожного засновника в його статутному капіталі відповідним чином розподіляється між новоствореними підприємствами. Кожен із засновників стає співзасновником кожного (або деяких) з підприємств- правонаступників. Внесками засновників до статутного капіталу таких підприємств є їх частки в статутному капіталі підприємства, що реорганізується.

На практиці стикаємося з особливими видами поділу, який має деякі спільні риси з приєднанням. За цього способу реорганізації активи та пасиви реорганізованого підприємства переходять не до новостворених, а до вже функціонуючих підприємств. Власники реорганізованого підприємства згідно із заздалегідь визначеними пропорціями наділяються корпоративними правами підприємств, до яких перейшли активи та пасиви.

Реорганізація шляхом виділення

При **виділенні** з підприємства одного або кількох нових підприємств до кожного з них переходять за роздільним актом (балансом) у відповідних частинах майнові права та обов'язки реорганізованого підприємства.

Під час реорганізації шляхом виділення частина активів і пасивів підприємства, що реорганізується, передається правонаступникові або кільком правонаступникам, які створюються внаслідок реорганізації.

Підприємство, що реорганізується, продовжує свою фінансово-господарську діяльність. Воно не втрачає статусу юридичної особи, а лише вносить зміни до установчих документів згідно з чинним законодавством.

У разі виділення створення нової юридичної особи (осіб) здійснюється з використанням лише частини майна, що належить реорганізованому підприємству. Залишкова ж частина слугує базою для продовження господарської діяльності. Етапи реорганізації підприємства шляхом виділення в основному збігаються з тими, які були описані у разі реорганізації шляхом поділу. Виняток становить останній етап, оскільки при виділенні реорганізоване підприємство не виключається з державного реєстру.

Як *специфічний вид виділення* можна розглядати операцію передачі частини майнових прав та обов'язків підприємства, що реорганізується, не до новоствореного, а до вже функціонуючого підприємства. Власники реорганізованого підприємства стають співвласниками суб'єкта господарювання, до якого передано частину активів і пасивів.

Виокремлення власників при реорганізації юридичної особи шляхом виділення є необов'язковим. Засновником (чи співвласником) юридичної особи, яка створюється в результаті виділення (чи до якої здійснюється приєднання виділеної частини активів та пасивів), може бути реорганізоване підприємство. При цьому юридична особа, якій передано частину майнових прав та обов'язків, може набуває форми дочірнього підприємства, у результаті чого організовується інтегрована корпоративна структура.

Необхідним елементом розукрупнення є роздільний баланс. **Роздільний баланс** – це баланс підприємства, що реорганізується шляхом поділу чи виділення, на день припинення його діяльності, в якому окремими позиціями відображаються активи та пасиви, розподілені між ним і підприємствами- правонаступниками. Отже, в роздільному балансі відображається частка майна, вимог і зобов'язань, яка передається підприємствам, що утворюються в результаті поділу чи виділення. У роздільному балансі показуються баланси новостворених підприємств на момент початку їх господарської діяльності. Перед складанням роздільного балансу слід провести підготовчу роботу щодо забезпечення реальності позицій, які будуть відображені в ньому. З цією метою проводиться інвентаризація всіх майнових прав і зобов'язань підприємства, що реорганізується. Особлива увага при цьому звертається на виявлення та списання майна, не придатного до ви-

користання, та безнадійної дебіторської заборгованості.

За загальним правилом складання роздільних балансів усі активи та пасиви реорганізованого підприємства розподіляються пропорційно до встановленої бази для нарахування. Як правило, такою базою є сума основних засобів, якими наділяються підприємства, що створюються в результаті поділу. Наприклад, якщо вирішено, що внаслідок поділу до новоствореного підприємства відійде окремий структурний підрозділ, вартість основних засобів якого становить 25% загальної суми першого розділу активу балансу, то це означає, що до даного підприємства у відповідній частці відійдуть власний капітал, зобов'язання та вимоги. Може бути встановлено й інший порядок визначення пропорцій обміну корпоративних прав, розподілу майна, формування окремих статей активу та пасиву роздільного балансу, зокрема виходячи з оціночної вартості новостворюваних підприємств.

Приклад 5.2

Товариство з обмеженою відповідальністю «Альфа» займається переробкою сільськогосподарської продукції, яку потім реалізує у власному магазині. Учасниками ТОВ є фізичні особи:

А – володіє часткою в 30 %;

Б – володіє часткою в 25 %;

В – володіє часткою в 20 %;

Г – володіє часткою в 15 %;

Д – володіє часткою в 10 %.

При заснуванні підприємства внески учасників А, Г і Д в основному були спрямовані на організацію виробничого цеху, учасники Б і В спрямували свої зусилля на організацію магазину.

У результаті суперечок з питань використання прибутку та подальшого розвитку бізнесу збори учасників ТОВ прийняли рішення про реорганізацію юридичної особи шляхом її поділу на два товариства з обмеженою відповідальністю: «Цех» та «Магазин». Засновниками ТОВ «Цех» вирішили стати учасники А, Г і Д (загальна частка 55 %); ТОВ «Магазин» – учасники Б та В (загальна частка 45 %). Першому передається виробничий цех з усією інфраструктурою, другому – магазин. Баланс ТОВ «Альфа» перед реорганізацією має такий вигляд, тис. грн:

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	10 000	1. Статутний капітал	5000
2. Оборотні активи	5000	2. Додатковий капітал	2000
		3. Резервний капітал	1000
		4. Нерозподілений прибуток	1000
		5. Зобов'язання	6000
Баланс	15 000	Баланс	15 000

Складемо роздільний баланс підприємства, якщо його оціночна ринкова вартість становить 10 000 тис. грн, в т. ч. вартість цеху – 6000 тис. грн, вартість магазину – 4000 тис. грн. Виходячи з часток власності обох груп учасників, поділ підприємства слід здійснювати у співвідношенні 55 % (на користь ТОВ «Цех») і 45 % (на користь ТОВ «Магазин»). Оскільки ринкова вартість реорганізованого підприємства в частині виробничого цеху дорівнює 60 % усієї вартості підприємства, на користь засновників ТОВ «Магазин» було вирішено здійснити компенсаційні виплати в розмірі 5 % вартості підприємства, що становить 500 тис. грн. Джерелом виплати є нерозподілений прибуток. Враховуючи співвідношення розподілу, а також те, що залишки резервного капіталу, додаткового капіталу та нерозподіленого прибутку для новостворених підприємств слід розглядати як ажіо і відносити на додатковий капітал, роздільний баланс ТОВ «Альфа» можна побудувати таким чином, тис. грн:

	ТОВ «Альфа»	ТОВ «Цех»	ТОВ «Магазин»
АКТИВ			
1. Необоротні активи	10 000	5500	4500
2. Оборотні активи	5000	2475	2025
Баланс	15 000	7975	6525
ПАСИВ			
1. Статутний капітал	5000	2750	2250
2. Додатковий капітал	2000	1925	1575
3. Резервний капітал	1000	–	–
4. Нерозподілений прибуток	1000	–	–
5. Зобов'язання	6000	3300	2700
Баланс	15 000	7975	6525

Виходячи з вищезгаданих пропорцій, частки учасників А, Г і Д у статутному капіталі ТОВ «Цех» становитимуть відповідно 54,5, 27,3 та 18,2 %; частки учасників Б та В у статутному капіталі ТОВ «Магазин» – відповідно 55,5 та 45,5 %.

5.4 Перетворення як особлива форма реорганізації підприємства

З плином часу змінюються внутрішні та зовнішні умови діяльності суб'єктів господарювання. На практиці досить часто виникає ситуація, коли через певний проміжок часу з моменту започаткування бізнесу змінюються параметри критеріїв, що визначають вибір форми організації бізнесу. Це може бути зумовлюватися зміною податкового законодавства, необхідністю розширення можливостей фінансування, у т. ч. поліпшення кредитоспроможності, залучення нових інвесторів, коригування стратегічних цілей тощо. З метою приведення у відповідність правової форми організації господарської діяльності до внутрішніх та зовнішніх умов ведення бізнесу застосовують таку форму реорганізації, як перетворення.

Перетворення – це спосіб реорганізації, який передбачає зміну форми власності або організаційно-правової форми юридичної особи без припинення господарської діяльності підприємства. При перетворенні одного підприємства в інше до підприємства, яке щойно виникло, переходять усі майнові права та обов'язки колишнього підприємства. Найпоширенішими прикладами перетворення підприємств є:

- товариство з обмеженою відповідальністю реорганізується в акціонерне товариство;
- приватне підприємство реорганізується в товариство з обмеженою відповідальністю;
- закрите акціонерне товариство перетворюється у відкрите.

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

При перетворенні закритого акціонерного товариства у відкрите, і навпаки, номінальна вартість та кількість акцій акціонерного товариства, створеного в результаті перетворення, повинна дорівнювати номінальній вартості та кількості акцій акціонерного товариства на момент прийняття рішення про реорганізацію, якщо рішенням про перетворення не передбачено збільшення статутного капіталу підприємства.

ва. Загальна схема реорганізації підприємства шляхом перетворення наведена на рисунку 5.5.

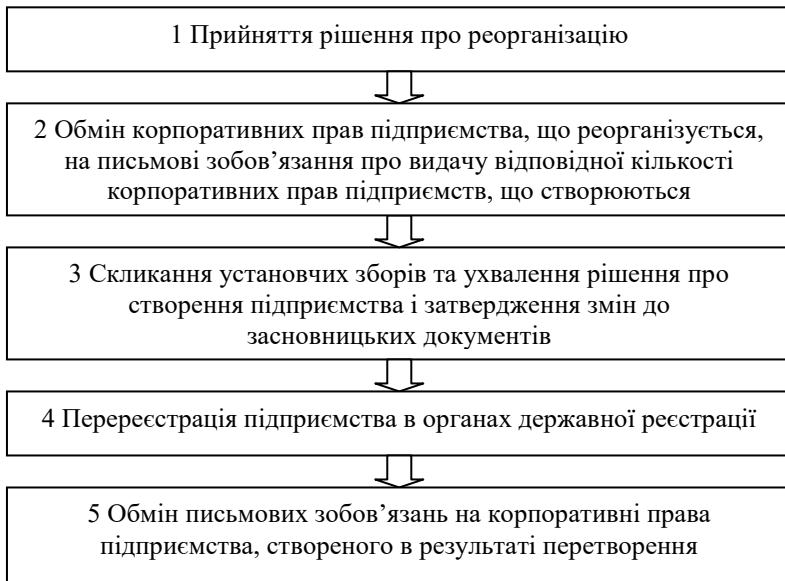


Рисунок 5.5 – Порядок реорганізації підприємств шляхом перетворення

Розглянемо один із типових видів даної форми реорганізації – перетворення товариства з обмеженою відповідальністю на відкрите акціонерне товариство. Реорганізація здійснюється шляхом реєстрації випуску акцій у порядку, передбаченому законодавством про цінні папери і фондову біржу, з одночасним внесенням відповідних змін до статуту підприємства.

Перший етап. Вищий орган товариства з обмеженою відповідальністю ухвалює рішення про перетворення, яке оформлюється протоколом. Протокол в обов'язковому порядку має містити рішення про формування статутного капіталу та випуск акцій, а також інші відомості про емітента й умови розміщення акцій. Після цього здійснюється реєстрація в ДКЦПФР інформації про відкриту підписку на акції та публікація даної інформації.

Другий етап. Обмін свідоцтв учасників про внесення вкладу до статутного капіталу підприємства - товариства з обмеженою відпові-

дальністю на тимчасові свідоцтва (письмові зобов'язання) про видачу відповідної кількості акцій акціонерного товариства, яке створюється в результаті перетворення. Після цього в ДКЦПФР подається звіт про результати обміну та підписки на акції з метою реєстрації емісії. До дня скликання установчих зборів акціонерного товариства акціонери мають внести не менше 30% номінальної вартості акцій, що відносять до суми збільшення статутного капіталу (якщо це передбачається умовами перетворення).

Третій етап. Скликання установчих зборів акціонерного товариства, на яких приймається рішення про створення АТ і затвердження у новій редакції засновницьких документів. Установчі збори відкритого акціонерного товариства підбивають підсумки проведеної підписки на акції і засвідчують створення відкритого акціонерного товариства, обирають виконавчий орган та ревізійну комісію. В установчих документах новоствореного внаслідок перетворення підприємства в обов'язковому порядку має бути зазначено, що воно створюється внаслідок перетворення ТОВ у ВАТ, яке бере на себе всі його майнові права та обов'язки і є його правонаступником.

Четвертий етап. Перереєстрація в державних органах реєстрації підприємства, створеного в результаті перетворення.

П'ятий етап. Обмін письмових зобов'язань і тимчасових свідоцтв на акції АТ, створеного в результаті перетворення.

ТЕМА 6

ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ ЗОВНІШНЬОЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

Питання 1 Організаційно-економічний механізм зовнішньоекономічних угод підприємств.

Питання 2 Валютно-фінансові умови зовнішньоекономічного контракту.

6.1 Організаційно-економічний механізм зовнішньоекономічних угод підприємств

У зв'язку із лібералізацією зовнішньоекономічної діяльності (ЗЕД) десятки тисяч підприємств і організацій різних форм власності отримали право безпосередньо налагоджувати зв'язки із зарубіжними партнерами. Здійснення ЗЕД пов'язано із необхідністю укладання та залучення угоди (зовнішньоекономічного контракту).

Організаційно-економічний механізм зовнішньоекономічних угод підприємства містить такі складові:

- 1 Механізм здійснення ЗЕД підприємства.
- 2 Права та обов'язки партнерів за контрактом.
- 3 Документація контракту.
- 4 Механізм визначення ціни у ЗЕД.
- 5 Державне регулювання ЗЕД.

1 Механізм здійснення ЗЕД підприємства

Найбільш поширений в Україні механізм здійснення ЗЕД передбачає такі основні етапи:

1-й етап – підготовчий процес перед укладанням контракту.

Цей етап вимагає від суб'єкта господарювання вивчення кон'юнктури ринку з метою визначення попиту та пропозиції певної продукції, а також прорахування перспективи збільшення або зменшення попиту.

Узагалі для остаточного визначення доцільності виходу на зовнішній ринок підприємство має послідовно позитивно вирішувати для себе питання, що відображають алгоритм прийняття такого рішення.

- 1 Чи є на світовому ринку попит на його продукцію?
- 2 Чи може ця продукція бути модифікована згідно з вимогами зарубіжних ринків?

3 Чи є зарубіжне бізнес-середовище сприятливим для даного підприємства?

4 Чи має підприємство (або може найближчим часом набути) необхідні знання та навички експортної діяльності?

У разі позитивної відповіді наступним важливим кроком на цьому етапі є розроблення *комерційної пропозиції*. Ця пропозиція згідно з визначенням «Венської конвенції ООН за договором купівлі-продажу товарів і послуг» від 1980р. називається *офертою*.

Оферта – це запрошення або комерційна пропозиція однієї сторони другій до вступу в угоду на визначених умовах.

Згідно з конвенцією оферта повинна відповідати загальноприйнятій у світовій практиці формі незалежно від спрямованості контракту і мати такий зміст:

- а) суб'єктом пропозиції повинна бути певна особа;
- б) пропозиція повинна відображати найбільш суттєві елементи майбутньої угоди;
- в) пропозиція повинна показати тверді наміри ініціатора комерційної пропозиції з укладання угоди.

2-й етап являє собою уточнення певних умов, які необхідно виконати для укладання контракту (цей етап передбачає ряд дій, які повинні виконати суб'єкти ЗЕД до укладання контракту).

Важливим моментом цього етапу є створення належних умов для початку ЗЕД підприємства. Для цього підприємство мусить пройти державну реєстрацію в Міністерстві економіки та з питань європейської інтеграції України.

Державним законодавством передбачена можливість тимчасового припинення чи обмеження ЗЕД у таких випадках:

- 1) недотримання вимог законодавства або положення міжнародних угод;
- 2) нанесення збитків державі;
- 3) неодноразове невиконання експортних поставок;
- 4) здійснення експорту за демпінговими цінами;
- 5) неодноразовий експорт чи імпорт неякісних товарів.

Жодна зовнішньоекономічна угода з імпорту або експорту товарів, робіт, послуг не може відбутися без укладання договору (контракту).

Зовнішньоекономічний контракт – це належним чином оформлена угода двох суб'єктів підприємницької діяльності – резидентів різних країн, спрямована на встановлення (зміну, припинення) їхніх

взаємних прав та обов'язків у ЗЕД.

3-й етап – це безпосередньо укладання конкретного контракту.

Цей етап передбачає визначення питань інформаційно-технічного порядку та валютно-фінансових відносин сторін угоди, які повинні бути зафіксовані при укладанні контракту.

Контрактом в обов'язковому порядку мають бути обумовлені:

1 Юридичні дані.

2 Валюта ціни товарів, робіт, послуг, що експортуються (імпортуються) і загальна вартість контракту.

3 Валюта платежу.

4 Фінансові санкції на випадок порушення контракту.

5 Форс-мажорні обставини, які є підставою для звільнення від фінансової відповідальності сторін.

6 Умови та форми розрахунків.

Правовою основою вищенаведеного механізму є Закон України «Про зовнішньоекономічну діяльність» від 16.04.1991 року.

2 Права та обов'язки партнерів за контрактом.

Невід'ємною складовою контракту є визначення спеціальних прав та обов'язків сторін угоди з поставки товарів, які відображаються в Базисних умовах контракту.

Міжнародна торгова палата у 1936р. розробила та надрукувала міжнародні правила з тлумачення комерційних термінів під назвою «Міжнародні комерційні терміни» (ІНКОТЕРМС). Пізніше (у 1953, 1967, 1976, 1980, 1990 та у 2000 рр.) до цих правил вносилися зміни.

В Україні при укладанні суб'єктами підприємницької діяльності всіх форм власності ЗЕК, предметом яких є товар (роботи, послуги), застосовуються міжнародні правила «ІНКОТЕРМС - 2000».

Функції ІНКОТЕРМС:

1 Визначати, хто і за чий рахунок забезпечує транспортування товарів територією країн продавця, покупця, транзитних країн.

2 Виявити, як здійснюється транспортування і завантаження, вид транспорту, місце розвантаження.

3 З'ясувати обов'язки продавців щодо пакування, маркування, страхування вантажів.

4 Визначити, де і коли переходять від продавця до покупця права власності на товар.

ІНКОТЕРМС вміщає всього 13 базисних умов, які залежно від ступеня розподілу між продавцем і покупцем зобов'язань щодо поста-

вки товару та відповідальності за ризик пошкодження чи втрати вантажу поділені на чотири групи E, F, C, D.

I група – E, складається із однієї базисної умови EXW – франко-завод (Ex works), що означає – імпортер одержує товар на складі експортера й усіх витрат та ризиків втрати товару зазнає імпортер - покупець.

Ці умови найбільш сприятливі для експортера, бо він не відповідає за навантаження товару на наданий імпортером транспортний засіб та за очищення товару від мита на експорт.

II група – F (FCA, FAS, FOB) – експортер повинен доставити товар до пункту, що визначений імпортером для перевезення. Отже, витрати та ризики переходять до імпортера після передачі товару перевізникові або у порт відвантаження. Ці умови передбачають, що в обов'язки покупця входить вибір перевізника, укладання з ним договору перевезення. Причому умови FCA – франко-перевізник – використовуються для перевезення будь-яким видом транспорту

При імпорті продукції пріоритет має договір на умовах FOB.

III група – C (CFR, CIF, CPT, CIP) – експортер зобов'язаний доставити товар у пункт призначення, але не несе відповідальності у разі його загибелі після відправлення на судно, тобто після відправлення його з країни-експортера. Отже, за контрактами на C-умовах експортер звільняється від відповідальності та ризику з моменту передачі товару перевізнику у своїй країні, хоч і зазнає втрат на доставку товару до країни покупця.

Вітчизняні експортери надають перевагу умовам CIF.

СІФ (CIF – Cost, Insurance, Freight (ціна, страхування, фрахт)). За цих базисних умов експортер за власний кошт зобов'язаний поставити товар із документами, що підтверджують його відповідність вимогам контракту, упакувати товар, зафрахтувати судно до місця призначення; отримати експортну ліцензію та виконати митні формальності; завантажити товар на судно; повідомити імпортера і передати йому повний комплект документів.

IV група – D (DAF, DES, DEQ, DDU, DDP), експортер зазнає усіх витрат та ризиків щодо доставки товару до місця призначення. Загалом умови групи D є найбільш привабливими для імпортера, оскільки експортер-продавець зобов'язаний доставить товари у визначене місце та взяти на себе всі витрати та ризики щодо поставки товару. Тому контракти на D - умовах відносяться до групи «доставкових контрактів», тоді як контракти на C - умовах називаються відвантажувач-

льними контрактами.

Підсумовуючи аналіз ІНКОТЕРМС, слід зауважити, що з переходом від групи Е до D зростають зобов'язання експортера та зменшуються імпортера.

Правила ІНКОТЕРМС подані в таблиці 6.1.

Таблиця 6.1 – Правила «ІНКОТЕРМС-2000».

Умови поставки	Місце поставки	Перехід ризиків	Перехід витрат	Договір перевезення	Митне очищення (експорт)	Митне очищення (імпорт)
1	2	3	4	5	6	7
Група Е						
EXW Франко-завод (місце зазначене)	Підприємство продавця	Підприємство продавця	Підприємство продавця	Імпортер	Імпортер	Імпортер
Група F						
FCA Франко-перевізник	Місце передачі перевізнику	Місце передачі перевізнику	Місце передачі перевізнику	Імпортер	Експортер	Імпортер
FAS Франко вздовж борту судна (порт доставки зазначений)	Уздовж борту судна (у зазначеному порту)	Уздовж борту судна (у зазначеному порту)	Уздовж борту судна (у зазначеному порту)	Імпортер	Імпортер	Імпортер
FOB Франко-борт (порт відвантаження зазначений)	Судно в узгодженому порту	Поручні судна в погодженому порту	Поручні судна в погодженому порту	Імпортер	Експортер	Імпортер
Група С						
CFR Вартість і фрахт (порт призначення зазначений)	Судно в узгодженому порту	Поручні судна в погодженому порту	Порт призначення	Експортер	Експортер	Імпортер
CIF Вартість, страхування і фрахт (порт призначення зазначений)	Судно в узгодженому порту	Поручні судна в погодженому порту	Порт призначення, морське страхування за рахунок продавця	Експортер	Експортер	Імпортер

Продовження таблиці 6.1

1	2	3	4	5	6	7
СРТ Перевезення оплачено до (місце призначення зазначене)	Місце передачі товару на зберігання перевізнику	Момент передачі товару на зберігання перевізнику	Місце призначення	Експортер	Експортер	Імпортер
СІР Перевезення і страхування оплачені до (місце призначення зазначене)	Місце передачі товару на зберігання перевізнику	Момент передачі товару на зберігання перевізнику	Місце призначення, страхування перевезення за рахунок продавця	Експортер	Експортер	Імпортер
Група D						
DAF Поставка до кордону (місце зазначене)	Узгоджені пункт і місце на кордоні	Узгоджені пункт і місце на кордоні	Узгоджені пункт і місце на кордоні	Експортер	Експортер	Імпортер
DES Доставлено франко-строп судно (порт призначення зазначений)	Судно в порту призначення	Судно в порту призначення	Судно в порту призначення	Експортер	Експортер	Імпортер
DEQ Доставлено франко-набережна (мито сплачене, порт призначення зазначений)	Набережна (товарна пристань) у погодженому порту призначення	Набережна (товарна пристань) у погодженому порту призначення	Набережна (товарна пристань) у погодженому порту призначення	Експортер	Експортер	Експортер
DDU Доставлено, мито не сплачене	Погоджене місце призначення	Погоджене місце призначення	Погоджене місце призначення	Експортер	Експортер	Імпортер
DDP Доставлено, мито сплачене	Погоджене місце призначення	Погоджене місце призначення	Погоджене місце призначення	Експортер	Експортер	Експортер

3 Документація контракту

Головним документом будь-якої експортно-імпоротної операції є *контракт*.

Документи, які підтверджують виконання контракту залежно від своїх функцій, можна поділити на такі групи:

- із забезпечення виробництва експортного товару;

- із підготовки товару до відвантаження;
- комерційні документи;
- документи щодо платіжно-банківських операцій;
- страхові документи;
- транспортні документи;
- складські та митні документи.

Загальними для всіх документів реквізитами є: найменування підприємства-експортера та підприємства-імпортера, їх адреси, номери телефонів або телефаксів; найменування документа, дата і місце його укладання, номер контракту або угоди і дата його підписання; найменування та опис товару, його кількість, маса, обсяг; вид упаковки та маркування.

Комплект документів, який отримує покупець із банку для оплати товару, взагалі називається «*товаророзпорядча документація*», оскільки він дає право покупцеві отримати товар від перевізника і розпорядитися їм за призначенням. Отже, це є узагальнюючою назвою документації.

Товаророзпорядчі документи, що використовуються у зовнішньоторговельних операціях, можна розділити на чотири групи:

1) *технічні* – паспорт машини, креслення; інструкції із монтажу, установки, налагодження, управління та ремонту;

2) *товаросупроводжуючі* – сертифікати якості або походження товару, відправна специфікація, пакувальні листи, комплектуюча відомість;

3) *транспортні* (про здачу товару) – квитанція залізничної накладної внутрішнього сполучення, дублікат міжнародної залізничної накладної, багажна квитанція, накладні автотранспортні, річкового або повітряного сполучення, коносамент та ін;

4) *розрахункові* – розрахунок-платіжна вимога або рахунок поставачальника за відвантажений товар, рахунок іноземному покупцю.

Головними необхідними компонентами будь-якого комплекту товаророзпорядчих документів є коносамент, або транспортна накладна; страховий поліс та комерційний рахунок. Ці три документи називають скорочено «*повний комплект документів*».

Коносамент – це розписка перевізника у прийомі ним вантажу до перевезення водними шляхами, який являє собою товаророзпорядчий документ. У лінійному судноплаванні контрактом на перевезення вантажу є коносамент.

Обов'язкові реквізити коносаментів:

- 1) назва судна;
- 2) місце навантаження;
- 3) найменування відправника вантажу;
- 4) найменування вантажоотримувача.

Страховий поліс (сертифікат) – це документ (як правило, іменний), який засвідчує укладання договору майнового страхування та його умови. Товари, які призначені на експорт, при перевезенні морем прийнято страхувати від будь-якого ризику.

Комерційний рахунок, або рахунок-фактура, у зовнішній торгівлі являє собою вимогу експортера, яку він відправляє покупцеві, сплатити вартість поставленого товару. Рахунок є одним із основних документів, що дає право банку для здійснення розрахунків із продавцем за наявності відповідних доручень покупця. Для страхових фірм рахунок слугує базою для оцінки вартості майна, яке страхується. Митниками він використовується при визначенні вартості мита. Рахунок відіграє важливу роль при кредитних угодах.

Обов'язкові реквізити рахунку:

- 1) дата виписування рахунку, його номер;
- 2) найменування суб'єкта господарювання (країна і місто знаходження);
- 3) дані про відвантаження (транспортування) товару (назва пароплава, номер і дата коносаментів або залізничної накладної);
- 4) найменування товару, його кількість, вартість за одиницю, загальну вартість;
- 5) найменування і підпис продавця.

Митне оформлення експорту та імпорту.

Для митного оформлення необхідно повідомити митницю про доставку товару до певного місця та надати документи:

- 1 Вантажну митну декларацію (ВМД).
- 2 Ліцензію (якщо це необхідно).
- 3 Для товарів, що контролюються – дозвіл цих установ.
- 4 Платіжні документи, що підтверджують сплату мита.

Митна декларація містить відомості:

- експортера та імпортера;
- країну, де зареєстроване підприємство;
- країну походження товару ;
- умови поставки;
- валюту контракту;

- митницю;
- митну вартість та мито тощо.

4 Механізм визначення ціни у ЗЕД

Обґрунтування ціни у ЗЕД - одне з найбільш складних завдань, що постає перед суб'єктом ЗЕД.

Основні проблеми, які необхідно вирішити при встановленні ціни на товар:

1. На які ціни орієнтуватися експортеру при встановленні ціни пропозиції та імпортеру при визначенні доцільності закупівлі (рівень цін)?
2. Як співвідноситься ціна товару з витратами на доставку товару до покупця (базис ціни)?
3. Яким чином розрахувати ціну на товар?
4. Як зафіксувати ціну в контракті?
5. У якій валюті встановити ціну та у якій здійснювати платежі?
6. Як уникнути валютних ризиків?

У контракті ціна встановлюється:

- за *кількісну одиницю товару*, наприклад, за одиницю маси (кг, тону і т.д.), площі (м², м³ і т.д.), за штуку тощо;
- за *рахункову одиницю*, наприклад, за десяток, сотню і т.д.;
- за *вагову одиницю*, виходячи з базисного вмісту основної речовини в товарі, побічних речовин та вологи.

При визначенні рівня цін орієнтуються на такі види цін:

1 Світова ціна – ціна, на основі якої укладаються великі комерційні експортно-імпортні угоди в головних центрах світової торгівлі. Наприклад, на пшеницю та алюміній світовими є експортні ціни Канади; на каучук – ціни Сингапурської біржі та ін.

2 Індикативна ціна – ціна на товар, яка відповідає ціні, що складалася або складається на визначений товар на ринку експорту/імпорту на момент здійснення зовнішньоторгових операцій з урахуванням умов поставки (відповідно до правил «ІНКОТЕРМС») та умов проведення розрахунків. Індикативна ціна (C_i) визначається за формулою

$$C_i = \frac{C_3}{1 - P} \times k, \quad (6.1)$$

де C_3 – загальна собівартість;

P – рентабельність, бажана для експортера;

k – коефіцієнт, що враховує базисні умови поставки відповідно до правил «ІНКОТЕРМС».

3 *Довідкові ціни* – це ціни товарів з внутрішньої оптової або зовнішньої торгівлі, які публікуються в друкованих виданнях.

4 *Біржові котирування* – це ціни товарів, які є об'єктами біржової торгівлі.

5 *Аукціонні ціни* – це максимально запропоновані ціни на попередньо розглянуту покупцем партію товару – лот. Ціни аукціонів подібні до біржових котирувань, тому що також відображають реальні угоди. Аукціонні ціни поширюються на продукцію лісового господарства, рибальства, хутряні вироби, коштовне каміння, речі старовини та мистецтва.

6 *Середні експортні та імпорتنі ціни* – ціни, розраховані на основі зовнішньоторговельної статистики шляхом ділення ціни товару на його кількість.

7 *Ціни попередніх угод* використовуються у випадку відносної стабільності цін і, перш за все, на промислову сировину, машини та обладнання.

8 *Ціни фактичних угод*, як правило, регулярно не публікуються.

9 *Ціни пропозицій* досить великих підприємств та фірм менш показові, оскільки першоукладені ціни в результаті торгів на момент укладання угоди, як правило, знижуються (у межах 10–15%).

Отже, *зовнішньоторгова ціна* – це ціна на експортні або імпорتنі товари, яка розраховується і виставляється за взаємним договором між продавцем та покупцем товару або послуги.

При формуванні *внутрішніх цін на експортну продукцію* в основу розрахунку покладені власні витрати виробника.

При формуванні *внутрішньої імпорتنної ціни* в основу покладена індикативна або світова ціна товару (послуги).

На рівень експортних та імпорتنих цін значно впливають митне законодавство країни, географічний напрямок експорту або імпорту.

Базисом ціни є та цінова основа, стосовно якої здійснюється розподіл витрат, пов'язаних з доставкою товару, між продавцем та покупцем (такі витрати складають іноді 40–50% загальної ціни товару). Базис ціни визначається залежно від базисних умов поставки (в контракті зазначається відповідно до правил «ІНКОТЕРМС»: FOB, FCA, CIF і т.д.) із назвою географічного пункту, до якого буде здійснена доставка товару. Наприклад, у контракті зазначається: «Ціна складає 20500 дол. США FOB, порт Одеса країни-продавця».

Незалежно від того, яка базисна умова поставки обирається для встановлення ціни товару, в кінцевому підсумку всі витрати, пов'язані з доставкою товару від продавця до покупця, оплачує покупець. Але від умов поставки залежить те, на який термін продавець та покупець вилучають зі свого обороту засоби, необхідні для забезпечення доставки товару: чим більше обов'язків виконує продавець доставляючи товар покупцю, тим на більший термін він вилучає зі свого обороту коштів. За сучасних ринкових умов, де гроші змінюють свою вартість щоденно, це має надзвичайно важливе значення.

Досить важливим моментом при встановленні ціни в контракті є також *спосіб її фіксації*:

- у момент укладання контракту;
- упродовж дії контракту;
- у момент виконання контракту.

Виходячи з цього, розрізняють такі види цін:

– *тверда ціна* встановлюється в момент підписання контракту і не підлягає зміні під час усього терміну його дії; застосовується в основному при термінах поставки від 1 до 14 днів;

– *ціна з наступною фіксацією* застосовується при поставці товарів, що потребують великих термінів виготовлення; товарів, вартість яких залежить від їх якості, та товарів, ціна яких значно залежить від кон'юнктурних коливань і встановлюється в ході виконання контракту. В контракті зазначається, що при виконанні договору ціна може змінюватися, а також вказується, на основі чого буде встановлена ціна і які фактори враховуватимуться при її фіксації;

– *рухома ціна* – зафіксована ціна при укладанні контракту, яка в майбутньому може бути переглянута під впливом зміни ринкової ціни даного товару на момент його поставки.

– *ковзна ціна* – ціна, яка розраховується шляхом перегляду договірної ціни з урахуванням змін у витратах виробництва, що відбулися в період виконання контракту; застосовується в контрактах на поставку товарів, які потребують тривалого терміну виготовлення (промислове обладнання, будівельні об'єкти та ін.).

При використанні *ковзної ціни* першочергово в контракті встановлюється визначена сторонами структура вихідної ціни (в ній визначається частка прибутку, а також *постійних* (амортизаційні відрахування, накладні витрати тощо) та *змінних витрат* (на сировину, матеріали, оплату праці). Останні й визначають ковзання ціни, оскільки зі зміною цін на сировину, податкової політики держави, рівня оплати

праці в галузі будуть пов'язані додаткові витрати на виконання даного контракту.

Структура вихідної ковзної ціни має такий вигляд:

$$Ц_B = Пр + ПВ + ЗВ, \quad (6.2)$$

де $Ц_B$ – вихідна ціна;

$Пр$ - прибуток у розрахунку на одиницю товару;

$ПВ$ – постійні витрати в розрахунку на одиницю товару;

$ЗВ$ – питомі змінні витрати.

Кінцева ковзна ціна при такому способі фіксації розраховується за формулою

$$Ц_B = Пр + ПВ + ЗВ \times I_{ЗВ}, \quad (6.3)$$

де $I_{ЗВ}$ – середньозважений індекс зміни питомих змінних витрат (дорівнює співвідношенню цих витрат на момент поставки та на момент підписання контракту).

У контрактах із застосуванням *ковзної ціни* обумовлюється гранична межа відхилення кінцевої ціни від вихідної шляхом внесення деяких обмежуючих умов, наприклад, встановлення у відсотках до договірної ціни межі, в рамках якої ціна не переглядається, а також межі можливої зміни договірної ціни (наприклад, не більше 10% від загальної вартості замовлення), яка називається *лімітом ковзання*.

Особливе місце в механізмі ціноутворення займає *валютний фактор*. Це зміна курсів валют – грошових вартостей цін, що зовсім не пов'язана зі змінами вартостей товарів та послуг.

5 Державне регулювання зовнішньоекономічної діяльності

В Україні на даний час сформувався досить широкий інструментарій зовнішньоекономічної політики, основою якої є система нарахування мита. Нарахування ввізного (імпортного) мита на товари та інші предмети, що ввозяться на митну територію України, здійснюється відповідно до *Закону України « Про єдиний митний тариф »*.

Єдиний митний тариф України – це систематизоване зведення ставок мита, яким обкладаються товари та інші предмети, що імпортуються в Україну.

В Україні застосовуються три види ставок мита:

1) *адвалерна* – у відсотках до митної вартості товарів. При за-

стосуванні адвалерної ставки внутрішня ціна імпортного товару (P_D) складає

$$P_D = P_{IM} \times (1 + T_{AV}), \quad (6.4)$$

де P_{IM} – ціна, за якою товар імпортується (митна вартість товару);

T_{AV} – ставка адвалерного тарифу;

2) *специфічна* – у встановленому грошовому розмірі на фізичну одиницю товару (штуку, метр тощо). При застосуванні специфічної ставки внутрішня ціна імпортного товару складає

$$P_D = P_{IM} + T_S, \quad (6.5)$$

де T_S – ставка специфічного тарифу;

3) *комбінована*. При застосуванні цієї ставки митні органи мають право самостійно вибирати між специфічним та адвалерним митом, залежно від того, яке з них більше.

З метою підвищення ефективності державного експортного контролю та забезпечення міжнародного авторитету України, дальшого удосконалення структури органів, що здійснюють державне управління в цій сфері, та відповідно до пункту 15 статті 106 Конституції України утворена Державна служба експортного контролю (01.02.2002 р). Вона є центральним органом виконавчої влади зі спеціальним статусом, що забезпечує реалізацію державної політики експортного контролю.

Важливим засобом державного впливу на фінансову діяльність підприємств у сфері зовнішньоекономічних відносин є прийнята в Україні *система валютного регулювання і валютного контролю*.

Дуже важливою умовою встановленого в Україні порядку розрахунків з нерезидентами є обов'язок суб'єктів підприємництва завершувати розрахунки упродовж не більше як 90 днів. Якщо при експорті продукції підприємству-експортеру через 90 днів після її відвантаження за кордон не надійшла іноземна валюта, то у підприємства виникає дуже відчутна матеріальна відповідальність перед державою у вигляді штрафу за кожен день прострочення (зараз це 0,3 відсотка від вартості поставки).

Порушення всіх чинних положень валютного регулювання і ва-

лютного контролю тягне за собою як цивільно-правову, так і адміністративну та кримінальну відповідальність згідно із законодавством України, включаючи санкції та позбавлення права вести зовнішньоекономічну діяльність.

6.2 Валютно-фінансові умови зовнішньоекономічного контракту

Валютно-фінансові умови контракту повинні містити такі обов'язкові складові:

1) *валюту ціни* (це валюта, в якій установлюються ціни контракту. Вона вибирається з найбільш сталих валют. Нею може бути валюта однієї з країн-учасниць контракту чи третьої країни);

2) *валюту платежу* (це валюта, в якій здійснюється платіж. Вона не обов'язково збігається з валютою ціни);

3) *курс переведення валют ціни та платежу*;

4) *валютні застереження*, які передбачають перегляд суми платежу відповідно до зміни курсу певної валюти, зокрема валюти ціни стосовно валюти платежу;

5) *форми розрахунків* (форми розрахунків відрізняються порядком документообороту і включають розрахунки по інкасо, за допомогою акредитивів, за відкритими рахунками, банківськими переказами);

6) *умови платежу* (умови платежу передбачають або негайну оплату відвантажених товарів або відстрочення платежу, тобто продаж у кредит);

7) *форми платіжних засобів* та банки, через які ці розрахунки здійснюються (форми платіжних засобів – це вид документів, за допомогою яких здійснюються розрахунки. Вони поділяються на фінансові (векселі, чеки, платіжні розписки) та комерційні (розрахунки-фактури, документи, що підтверджують відвантаження товарів, коносамент, залізничні, автомобільні, авіаційні накладні, поштові квитки, специфікації, страхові поліси та ін.).

Акредитив – це грошове зобов'язання банку, яке виставляється на підставі доручення його клієнта-імпортера, провести платіж на користь експортера або забезпечити платіж іншим банком у межах певної суми та у встановлені терміни проти документів, зазначених в акредитиві.

Документальне інкасо – це доручення експортера банку отримати з імпортера суму проти передачі йому товарних документів і зарахувати виручку на рахунок експортера.

Головна мета міжнародної торгівлі полягає у такому: експортер повинен отримати оплату відповідно до суми, яка зазначена в рахунку, а імпортер повинен отримати замовлені товари.



Рисунок 6.1 – Валютно-фінансовий механізм зовнішньоекономічного контракту

Схема на рисунку 6.1 показує, що для виконання умов валютних платежів необхідно зробити такі обов'язкові кроки.

Крок 1 Імпортер та експортер повинні укласти контракт, в якому фіксуються певні умови щодо виду товарів, необхідну кількість і якість, ціну, метод і час перевезення, спосіб пакування тощо.

Крок 2 Імпортер повинен звернутися до свого комерційного банку для відкриття акредитиву на користь експортера, або експортер до свого банку щодо прийняття до виконання інкасової операції. Після перевірки заяв та кредитного стану своїх клієнтів банк відкриває акредитив і відсилає його експортеру або приймає до виконання інкасову операцію від експортера.

Крок 3 Після отримання акредитива від свого банку експортер може бути упевненим, що всі платежі будуть здійснені згідно з угодою. Щодо інкасо – імпортер акцептує термінові тратти (переказні векселі) і передає їх банку експортера проти товаросупроводжуючих

документів.

Крок 4 Якщо всі документи правильні, то банк імпортера може надавати кредит банку експортера. Якщо використовуються термінові переказні векселі, то банк імпортера приймає їх та надає гарантії оплати в певний строк.

Крок 5 Банк імпортера направляє імпортеру всі необхідні документи відповідно до умов, які обумовлені в акредитиві, а також дебетове авізо (тобто знімає з рахунку імпортера всю необхідну суму плюс комісійну винагороду). Щодо документального інкасо, то банк імпортера викупає тратти при настанні строку оплати.

Крок 6 Залежно від укладеної угоди, згідно з умовами ІНКОТЕРМС виконуються певні страхові та митні дії.

Класифікація умов платежу залежно від інтересів експортера-імпортера наведена в таблиці 6.1.

Таблиця 6.1 – Класифікація умов платежу залежно від інтересів експортера-імпортера

Умова платежу	Інтерес	Функція банків
1 Передоплата (авансування угоди)	<div style="display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> <div style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg);">Зменшення інтересів експортера</div> <div style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg);">Зменшення інтересів імпортера</div> </div>	1.1 Простий платіж за допомогою переказу (за системою СВІФТ) або чека. 1.2 Фінансування імпорту банком імпортера 1.3 Гарантія банку експортера
2 Документальний акредитив		2.1 Відкриття акредитива та авізування / підтвердження 2.2 Платіж або акцептування
3 Документальне інкасо		3.1 Проведення документального інкасо 3.2 Авансування документів банком експортера
4 Документальне інкасо		4.1 Проведення документального інкасо 4.2 Дисконтування акцепту банком експортера 4.3 Інкасо векселя 4.4 Авалювання банком імпортера
5 Платіж проти відкритого рахунку після отримання товару.		5.1 Простий платіж за допомогою переказу (за системою СВІФТ) або чека 5.2 Фінансування експорту банком експортера 5.3 Гарантія банку імпортера
6 Відкритий строк платежу		6.1 Простий платіж 6.2 Фінансування експорту банками експортера 6.3 Гарантія банку імпортера

Для експортера після *передоплати* (або авансованих платежів) розрахунки у формі *акредитиву* є найбільш вигідним, тому це – єдина

форма розрахунків, яка містить зобов'язання банку провести платіж (не враховуючи гарантійних операцій банків). Для експортера безвідкличний акредитива має низку переваг порівняно з інкасовою формою розрахунків:

- надійність розрахунків і гарантія своєчасності оплати товарів, тому що її здійснює банк;

- швидкість одержання платежу, якщо банк пропонує виплату негайно після відвантаження товару під надані товаророзпорядчі документи;

- одержання дозволу імпортером на переведення валюти в країну експортера при виставленні акредитива в іноземній валюті.

Розрахунки за *відкритим рахунком* найвигідніші для імпортера, тому що рух товарів випереджає рух грошей. У той час розрахунки у формі *інкасо* дають певні переваги імпортеру, здебільшого тому, що він здійснює платіж під товаророзпорядчі документи, які дають йому право на товар, при цьому немає необхідності заздалегідь відволікати кошти зі свого обороту.

Водночас інкасова форма розрахунків має суттєві недоліки для експортера:

- високий ризик, який пов'язаний з можливою відмовою імпортера від платежу в разі погіршення кон'юнктури ринку або фінансового стану імпортера;

- існує значний розрив у часі між надходженням валютної виручки за інкасо і відвантаження товару, особливо у разі тривалого транспортування вантажу.

Відкритий ринок (*відкритий строк платежу*) використовується при розрахунках між фірмами, які пов'язані традиційними торговими відносинами. Ці розрахунки застосовуються при регулярних поставках, коли довіра підкріплюється тривалими діловими відносинами, а покупець – солідна фірма. Розрахунки при цьому відірвані від товарних поставок і пов'язані з комерційним кредитом, причому звичайно експортер однобічно кредитує імпортера.

Для експортера ця форма розрахунків найменш вигідна, оскільки вона не є надійною гарантією своєчасного платежу, уповільнює оборотність його капіталу, інколи викликає необхідність вдавання до банківського кредиту.

ТЕМА 7

ФІНАНСОВЕ ПЛАНУВАННЯ НА ПІДПРИЄМСТВАХ

Питання 1 Сутність та основні етапи фінансового планування.

Питання 2 Перспективне фінансове планування.

Питання 3 Поточне фінансове планування.

Питання 4 Оперативне фінансове планування.

Питання 5 Основні підходи до бізнес-планування на підприємстві.

7.1 Сутність та основні етапи фінансового планування

Дуже важливий елемент підприємницької діяльності – планування, у тому числі фінансове. Ефективне управління фінансами підприємства можливе тільки за умови планування всіх фінансових потоків, процесів і відносин підприємства.

Обґрунтування показників фінансових операцій, як і результативність багатьох господарських рішень, досягається в процесі фінансового планування і прогнозування. Ці два дуже близьких поняття в економічній літературі та на практиці часто ототожнюються. Фактично фінансове прогнозування може передувати плануванню й оцінювати численні варіанти (відповідно визначати можливості управління рухом фінансових ресурсів на макро- і мікрорівнях). За допомогою фінансового планування конкретизуються прогнози, визначаються конкретні шляхи, показники, взаємопов'язані завдання, послідовність їх реалізації, а також методи, які сприяють досягненню обраної мети.

Фінансове планування – це науковий процес обґрунтування на певний період руху фінансових ресурсів підприємства і відповідних фінансових відносин. При цьому об'єктом планування виступає діяльність підприємства. Для формування і використання різноманітних фондів коштів визначається рух ресурсів, фінансові відносини та нові вартісні пропорції.

Основні завдання фінансового планування діяльності підприємства в умовах ринку такі:

- забезпечення необхідними фінансовими ресурсами виробничої, інвестиційної та фінансової діяльності;
- визначення шляхів ефективного вкладення капіталу, оцінка ступеня раціонального його використання;
- виявлення внутрішньогосподарських резервів збільшення прибутку за рахунок ощадливого використання коштів;

- встановлення раціональних фінансових відносин з бюджетом, банками та іншими підприємствами;
- дотримання інтересів акціонерів та інших інвесторів;
- контроль за фінансовим станом, платоспроможністю і кредитоспроможністю підприємства.

Фінансове планування на підприємстві являє собою складний процес і вміщує такі етапи (рис. 7.1).

На *першому етапі* аналізують фінансові показники діяльності підприємства за попередній період. Використовують дані фінансової документації: бухгалтерського балансу, звіту про фінансові результати, звіту про рух грошових коштів. Основна увага приділяється таким показникам, як обсяг реалізації, витрати, прибуток. Проведений аналіз дозволяє оцінити фінансові результати діяльності підприємства і визначити проблеми, які постають перед ним.

Процес фінансового планування	
I етап	Аналіз фінансової ситуації
II етап	Розроблення загальної фінансової стратегії підприємства
III етап	Складання поточних фінансових планів
IV етап	Коригування і конкретизація фінансового плану
V етап	Розроблення оперативних фінансових планів
VI етап	Аналіз і контроль виконання фінансових планів

Рисунок 7.1 – Основні етапи фінансового планування на підприємстві

На *другому етапі* здійснюють розроблення фінансової стратегії та фінансової політики з основних напрямків фінансової діяльності підприємства, складають основні прогностичні документи, які стосуються перспективних фінансових планів.

На *третьому етапі* уточнюють і конкретизують основні показники прогностичних фінансових документів за допомогою складання поточних фінансових планів.

Четвертий етап передбачає узгодження показників фінансових планів з виробничими, комерційними, інвестиційними та іншими планами і програмами, які розробляються підприємством.

На *n'ятому етапі* здійснюють оперативне фінансове планування, що визначає розроблення поточної, виробничої, комерційної та

фінансової діяльності підприємства і впливає на кінцеві фінансові результати його діяльності загалом.

Процес фінансового планування на підприємстві завершується аналізом і контролем за виконанням фінансових планів. Тобто, *шостий етап* полягає у визначенні фактичних кінцевих фінансових результатів діяльності підприємства, порівнянні їх із запланованими показниками, виявленні причин відхилень від планових показників, у розробленні заходів щодо усунення негативних явищ.

Фінансове планування містить такі елементи (рис. 7.2).

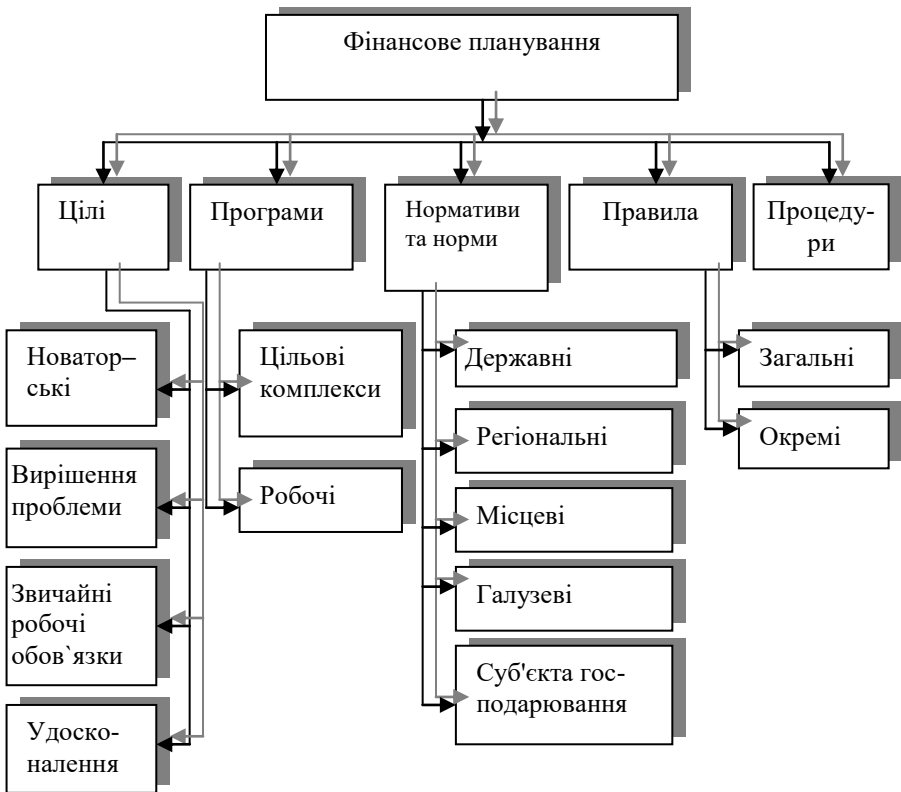


Рисунок 7.2 – Елементи фінансового планування

На підприємстві фінансове планування проводиться за трьома основними напрямками: перспективне фінансове планування; поточне фінансове планування; оперативне фінансове планування. Будь-якій із

цих трьох підсистем властиві певні форми фінансових планів, що розробляються (табл. 7.1).

Таблиця 7.1 – Характеристика підсистем фінансового планування

Підсистема фінансового планування	Форма планів, що розробляються	Період планування
Перспективне (стратегічне) планування	Прогноз фінансових результатів Прогноз руху грошових коштів Прогноз бухгалтерського балансу	3–5 років
Поточне планування	План доходів і витрат від операційної діяльності План доходів і витрат від інвестиційної діяльності План надходжень і витрат коштів Балансовий план	1 рік
Оперативне планування	Платіжний календар Касовий план	Декада, місяць, квартал

Усі підсистеми фінансового планування взаємозалежні та взаємообумовлені, планування здійснюється в певній послідовності. Найважливішим етапом планування є прогнозування основних напрямків фінансової діяльності підприємства, що здійснюється у процесі перспективного планування. На цьому етапі визначаються завдання і параметри поточного фінансового планування. У свою чергу, базою для розроблення оперативних фінансових планів є саме поточне фінансове планування.

7.2 Перспективне фінансове планування

Багатоаспектність планування відображає різноманітність проблем, які вирішуються у процесі керування економічним і соціальним розвитком суспільства. Будучи провідним елементом системи керування, планування виконує роль інструмента реалізації політики держави, її окремих суб'єктів, а також власників підприємств.

У зв'язку з наростанням динаміки економічних і соціальних процесів, які відбуваються в суспільстві, швидкою зміною кон'юнктури на внутрішньому і зовнішньому ринках, необхідністю забезпечення стабільного розвитку суспільства в довгостроковій персе-

пективі на макро- і мікрорівнях соціально-економічної системи все більше зростає роль *перспективного планування*.

За *часом і характером* вирішуваних проблем прогнози поділяються на: стратегічні та тактичні, оперативні, короткострокові, середньострокові, довгострокові. Мета стратегічних прогнозів – передбачити найважливіші параметри формування об'єктів управління у середньостроковій і більш віддаленій перспективі. Оперативні прогнози призначені для виявлення можливостей вирішення конкретних проблем стратегічних прогнозів у поточній діяльності та короткостроковій перспективі. Оперативний прогноз має період до 1 місяця; короткостроковий – від 1 місяця до 1 року; середньостроковий – від 1 до 5 років; довгостроковий – більше 5 років.

За *функціональною ознакою* (напрямами прогнозування) прогнози поділяються на два види: пошукові та нормативні. Пошуковий прогноз базується на умовному продовженні в майбутньому тенденції розвитку досліджуваного об'єкта колись і тепер та відокремлюється від умов (факторів), здатних змінити тенденції розвитку. Нормативний прогноз розробляється на базі заздалегідь поставлених цілей. Його завдання полягає у визначенні шляхів і термінів досягнення можливих станів об'єкта прогнозування в майбутньому, прийнятих за цілі. Пошуковий прогноз при визначенні майбутнього стану об'єкта прогнозування відштовхується від його минулого і сьогодення. Нормативний прогноз розробляється у зворотному порядку: від заданого стану в майбутньому до існуючих тенденцій і змін у напрямку поставленої мети.

Важливим моментом при здійсненні прогнозування є визнання факту стабільності зміни показників діяльності підприємства.

7.3 Поточне фінансове планування

Система поточного планування фінансової діяльності підприємства ґрунтується на розробленій фінансовій стратегії та фінансовій політиці за окремими аспектами фінансової діяльності. Цей вид фінансового планування характеризується розробленням конкретних видів фінансових планів. Вони дають можливість підприємству визначити на поточний період усі джерела фінансування його розвитку, сформувати структуру його доходів і витрат, забезпечити постійну платоспроможність, а також визначити структуру активів і капіталу фірми на кінець планованого періоду.

За результатами поточного фінансового планування розробляються три основні документи:

- план руху грошових коштів;
- план звіту про фінансові результати;
- план бухгалтерського балансу.

Головною метою розроблення цих документів є оцінка фінансового плану підприємства на кінець планованого періоду.

Відповідно до законодавчих вимог до звітності з періодизації становлять поточний фінансовий план на рік з розбиванням за кварталами. Дані, вміщені в поточних фінансових планах, характеризують такі параметри:

- фінансову стратегію підприємства;
- результати фінансового аналізу за попередній період;
- плановані обсяги виробництва і реалізації продукції, а також інші економічні показники операційної діяльності підприємства;
- систему розроблених на підприємстві норм і нормативів витрат окремих видів ресурсів;
- діючу систему оподаткування;
- діючу систему норм амортизаційних відрахувань;
- середні ставки кредитного і депозитного відсотків на фінансовому ринку і т.п.

У процесі здійснення поточного фінансового планування для складання фінансових документів важливо правильно визначити *обсяг реалізованої продукції*. Це необхідно для організації виробничого процесу, ефективного розподілу коштів. Як правило, прогнози обсягів реалізації складають на три роки. Річний прогноз розбивається на квартали і місяці, причому чим коротший період прогнозу, тим точніше і конкретніша інформація, що містяться, в ньому. Прогноз обсягу реалізації допомагає визначити вплив обсягу виробництва, ціни реалізованої продукції на фінансові потоки фірми. У табл. 7.2 наводиться приклад прогнозу обсягу реалізації конкретного виду продукції.

Використовуючи прогнозні дані щодо обсягу реалізації продукції, розраховують необхідну кількість матеріальних і трудових ресурсів, визначають складові витрат на виробництво.

На підставі отриманих даних розробляють *плановий звіт про фінансові результати*, за допомогою якого визначається величина одержуваного прибутку в планованому періоді.

Таблиця 7.2 – Прогноз обсягів реалізації на 2011 р.

Показник	2010 р.	2008 р.			
		I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.
Обсяг реалізації в натуральному вираженні	2500	750	800	850	850
Ціна за одиницю продукції, тис. грн	1,24	1,31	1,35	1,38	1,41
Індекс цін, %		1,06	1,05	1,05	1,04
Обсяг реалізації в грошовому виразі, тис. грн	3100	982,5	1080	1173	1199

Складаючи план звіту про фінансові результати, особливу увагу приділяють визначенню виручки від реалізації продукції. За основу, як правило, береться значення виручки від реалізації за попередній рік. Потім ця величина обчислюється для цього року з урахуванням змін собівартості порівнюваної продукції, цін на реалізовану підприємством продукцію, цін на закуплені матеріали і комплектуючі, оцінки основних коштів та капіталовкладень, оплати роботи працівників. Форма «Плану звіту про фінансові результати» наведена в табл. 7.3.

План руху грошових коштів розробляють із урахуванням їх притоку (надходження і платежі), відтоку і розрахунку чистого грошового потоку (надлишок або дефіцит). Фактично він відображає рух грошових потоків при поточній, інвестиційній і фінансовій діяльності. У процесі фінансової діяльності підприємства розмежування напрямків діяльності під час розроблення плану руху грошових коштів дозволяє підвищити результативність управління грошовими потоками.

План руху грошових коштів складають на рік з розбиванням за кварталами і вносять до нього надходження та витрати. У розділі надходжень відображають виторг від реалізації продукції, від реалізації основних засобів і нематеріальних активів, доходи від позареалізаційних операцій та інші доходи, які підприємство може одержати упродовж року.

У видатковій частині відображаються витрати на виробництво реалізованої продукції, суми податкових платежів, погашення довгострокових позичок, сплата відсотків за користування банківським кредитом. Орієнтовна форма плану руху грошових коштів підприємства подана в табл. 7.4.

Таблиця 7.3 – План звіту про фінансові результати

Показник	Код рядка	Планований період			
		I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.
Дохід (виручка) від реалізації продукції, товарів, послуг	010				
Податок на додану вартість	015				
Акцизний збір	020				
Інші відрахування з доходу	030				
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції	035				
Собівартість реалізованої продукції	040				
Валовий прибуток (збиток)	050				
Інші операційні доходи	060				
Адміністративні витрати	070				
Витрати на збут	080				
Інші операційні витрати	090				
Фінансові результати від операційної діяльності: прибуток (збиток) (ряд. 050 + 060–070–080–090)	100				
Доходи від участі в капіталі	110				
Інші фінансові доходи	120				
Інші доходи	130				
Фінансові витрати	140				
Втрати від участі в капіталі	150				
Інші втрати	160				
Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування: прибуток (збиток) (стор. 100+110+120+130–140–150–160)	170				
Податки з прибутку від звичайної діяльності	180				
Фінансові результати від звичайної діяльності: прибуток (збиток) (стор. 170–180)	190				

Таблиця 7.4 – План руху грошових коштів на 2008 р.

Розділ і стаття балансу	2008 р. (план)	У т.ч. за кварта- лами			
		I	II	III	IV
1	2	3	4	5	6
Надходження					
<i>1 Від поточної діяльності</i>					
1.1 Виручка від реалізації продукції (без ПДВ, акцизів і мита)					
1.2 Інші надходження					
РАЗОМ за розділом I					
<i>2 Від інвестиційної діяльності</i>					
2.1 Виручка від іншої реалізації без ПДВ					
2.2 Доходи від позареалізаційних операцій					
2.3 Доходи за цінними паперами					
2.4 Доходи від участі в діяльності інших організацій					
2.5 Накопичення за будівельно–монтажними роботами, що виконуються господарським способом					
2.6 Кошти, які надходять в порядку пайової участі у житловому будівництві					
РАЗОМ за розділом II					
<i>3 Від фінансової діяльності</i>					
3.1 Збільшення статутного капіталу					
3.2 Збільшення заборгованості					
3.2.1 Одержання нових позик і кредитів					
3.2.2 Випуск облігацій					
ВСЬОГО надходжень					
Видатки					
<i>1 За поточною діяльністю</i>					
1.1 Витрати на виробництво реалізованої продукції (без амортизаційних відрахувань і податків, які відносять на собівартість)					
1.2 Платежі до бюджету					
1.2.1 Податки, внесені до собівартості					
1.2.2 Податок на прибуток					
1.2.3 Податки, виплачувані за рахунок прибутку, який залишається у розпорядженні підприємства					

Продовження таблиці 7.4

1	2	3	4	5	6
1.2.4 Податки, віднесені на фінансовий результат. 1.2.5 Податок на інші доходи. 1.3 Виплати з фонду споживання (матеріальна допомога та ін.) 1.4 Приріст власних оборотних коштів РАЗОМ за розділом I					
<i>2 За інвестиційною діяльністю</i> 2.1 Інвестиції в основні засоби і нематеріальні активи 2.1.1 Капітальні вкладення виробничого призначення 2.1.2 Капітальні вкладення невиробничого призначення 2.2 Витрати на проведення НДДКР 2.3 Платежі за лізинговими операціями 2.4 Довгострокові фінансові вкладення 2.5 Видатки за позареалізаційними операціями 2.6 Видатки від іншої реалізації 2.7 Утримання об'єктів соціальної сфери 2.8 Інші видатки РАЗОМ за розділом II					
<i>3 За фінансовою діяльністю</i> 3.1 Погашення довгострокових позичок 3.2 Сплата відсотків за довгостроковими позичками 3.3 Короткострокові фінансові вкладення 3.4 Виплата дивідендів 3.5 Відрахування до резервного фонду 3.6 Інші видатки РАЗОМ за розділом III УСЬОГО видатків					
УСЬОГО витрат					
Перевищення доходів над видатками Перевищення видатків над доходами					
Сальдо за поточною діяльністю Сальдо за інвестиційною діяльністю Сальдо за фінансовою діяльністю					

Така форма плану дозволяє перевірити реальність джерел надходження коштів і обґрунтованість витрат, синхронність їх виникнення, вчасно визначити можливу величину потреби в позикових коштах.

За такої побудови плану руху грошових коштів планування охоплює весь обіг коштів. У випадку виникнення дефіциту коштів це дає можливість проводити аналіз і оцінку надходжень та витрат коштів і приймати оперативні рішення про можливі способи фінансування. До того ж план вважається остаточно складеним, якщо в ньому передбачене джерело покриття можливого дефіциту коштів.

Плановий баланс активів і пасивів на кінець планового періоду є остаточним документом поточного фінансового плану. У ньому відображаються всі зміни в активах і пасивах у результаті запланованих заходів, стан майна і фінансів підприємства.

Мета розроблення балансового плану – визначення необхідного приросту окремих видів активів із забезпеченням їх внутрішньої збалансованості, а також формування оптимальної структури капіталу, що гарантувала б достатню фінансову стабільність підприємства в майбутньому.

Поточні фінансові плани розробляються на основі перспективних шляхом їх конкретизації та деталізації. Робиться зіставлення кожного виду вкладень із джерелами фінансування. Для цього звичайно використовуються кошториси утворення і витрати фондів коштів. Ці документи необхідні для контролю за ходом фінансування найважливіших заходів щодо вибору оптимальних джерел поповнення фондів і структури вкладення власних ресурсів.

7.4 Оперативне фінансове планування

Для здійснення оперативного планування фінансової діяльності розробляються комплекси короткострокових планових завдань щодо фінансового забезпечення основних напрямків господарської діяльності підприємства.

Оперативне фінансове планування передбачає складання і використання платіжного календаря, касового плану і розрахунку потреби в короткостроковому кредиті (табл. 7.5).

Платіжний календар складають на квартал з розбиванням за місяцями і більш короткими періодами.

Таблиця 7.5 – Приблизна форма платіжного календаря на I квартал

Найменування показників	Січень	Лютий	Березень
I Початкове сальдо			
II Надходження коштів			
1 Продаж за готівку			
2 Погашення дебіторської заборгованості			
3 Доходи від інших видів діяльності			
4 Інші грошові надходження			
УСЬОГО надходжень коштів			
III Витрати коштів			
1 Оплата постачальникам (за готівку)			
2 Погашення кредиторської заборгованості			
3 Пряма заробітна плата			
4 Постійні витрати			
5 Інші поточні витрати			
6 ПДВ, акцизи та інші обов'язкові платежі від реалізації продукції			
7 Експортні мита			
8 Податки, віднесені на фінансовий результат			
9 Податок на прибуток			
10 Податок на інші витрати			
11 Зміст об'єктів соціальної сфери			
12 Інвестиції в основні кошти і нематеріальні активи			
13 Виплати з фонду споживання.			
14 Виплата дивідендів			
15 Інші витрати			
УСЬОГО витрат			
IV Сальдо за період			
V Кінцеве сальдо			
VI Мінімально допустиме сальдо			
VII Нестача коштів (-), надлишок коштів (+)			

У платіжному календарі можуть бути збалансовані надходження і витрати коштів. Правильно складений платіжний календар дозволяє виявити фінансові помилки і таким чином уникнути фінансових труднощів.

Для складання платіжного календаря необхідно мати таку інформаційну базу:

- план реалізації продукції;
- кошторис витрат на виробництво;
- план капітальних вкладень;
- виписки з рахунків підприємства і додатки до них;
- договори;
- внутрішні накази;
- графік виплати зарплати;
- рахунки-фактури;
- установлені строки платежів з фінансових зобов'язань.

Ознакою погіршення фінансового стану підприємства є перевищення планованих витрат над очікуваними надходженнями, що означає недостатність власних можливостей для покриття. У цих випадках необхідно вирішити такі завдання:

- перенести частину витрат на наступний період;
- прискорити відвантаження і реалізацію продукції;
- вжити заходів для пошуку додаткових джерел фінансування.

Надлишок коштів певною мірою свідчить про фінансову стабільність і платоспроможність підприємства.

Разом із платіжним календарем необхідно скласти податковий календар, у якому зазначається, які податки відповідно до законодавства має сплачувати підприємство, як уникнути прострочень і санкцій. Для деталізації картини можна розробляти платіжні календарі з окремих видів руху грошових коштів. Наприклад, платіжний календар щодо розрахунків з постачальниками, платіжний календар щодо обслуговування боргу і т.п.

Касовий план, або план руху наявних коштів, відображає надходження і виплату готівки через касу. Касовий план необхідний для контролю за надходженням і витратою наявних коштів (див. табл. 7.6).

Таблиця 7.6 – Приблизна форма касового плану на II квартал

I НАДХОДЖЕННЯ		
Джерело надходження готівки	Факт 1-го кв. попереднього року	План 1-го кв. поточного року
1	2	3
1 Торгова виручка від продажу споживчих товарів за всіма каналами реалізації		
2 Виручка пасажирського транспорту		
3 Квартирна плата		
4 Виручка від видовищних заходів		
5 Виручка підприємств, які надають інші послуги		
6 Надходження від реалізації нерухомості		
7 Надходження від реалізації державних та інших цінних паперів		
8 Інші надходження		
9 РАЗОМ		
Із загальної суми надходжень:		
9.1 Витрачається на місці з виторгу		
9.2 Здається в каси банку		
9.3 Здається в каси інших банків		
II ВИДАТКИ		
Види витрат готівки	Факт 1-го кв. попереднього року	План витрат
1 На заробітну плату, виплати соціального характеру тощо		
2 На виплату пенсій і допомоги соцстраху		
3 На виплату за договорами страхування		
4 На погашення і виплату доходу за цінними паперами		
5 На купівлю державних та інших цінних паперів		
6 На видачу позичок співробітникам		
7 Витрати на відрядження		
8 На господарські видатки, у т.ч. представницькі витрати, витрати на паливно-мастильні матеріали		
9 На закупівлю сільськогосподарської продукції у населення		
10 РАЗОМ		

Під час складання касового плану використовуються такі вихідні дані:

- очікувані виплати з фонду заробітної плати і фонду споживання;
- інформація про продаж працівникам матеріальних ресурсів або продукції;
- відомості про витрати на відрядження;
- відомості про інші надходження і виплати готівкою.

За 45 діб до початку планованого кварталу всі підприємства повинні подавати касовий план до банку, з яким підприємство уклало договір про розрахунково-касове обслуговування. Він необхідний підприємству для того, щоб за якомога точніше розрахувати розмір зобов'язань перед працівниками підприємства щодо заробітної плати і розмірів інших виплат. Банк складає зведений касовий план на обслуговування своїх клієнтів у встановлений термін з урахуванням касових планів підприємств і організацій.

Використання розглянутих систем і методів фінансового планування дозволяє забезпечити цілеспрямованість фінансової діяльності підприємства і підвищити її ефективність. При вивченні даної теми особливу увагу необхідно звернути на відмінності в сутності різних видів фінансового планування (перспективного, оперативного, тактичного і т.д.), а також на структуру використовуваних при плануванні документів (платіжний календар, касовий план).

7.5 Основні підходи до бізнес-планування на підприємстві

Бізнес-планування є однією з найважливіших складових системи фінансового планування на підприємствах, які функціонують в умовах конкурентного середовища, оскільки воно не тільки забезпечує внутрішні потреби підприємства в обґрунтованих кількісних оцінках майбутніх капіталовкладень, а й сприяє залученню надійних інвесторів для їх фінансування.

Бізнес-план – це всебічно обґрунтована послідовність управлінських рішень, спрямованих на вирішення завдань, передбачених стратегією розвитку підприємства і оформлених у вигляді відповідного планового документа.

Бізнес-план може бути складовою як поточного, так і стратегічного фінансового плану залежно від завдань, які при цьому вирішуються.

Розрізняють бізнес-план підприємства та бізнес-план інвестиційного проекту. Перший складають при створенні нового підприємства. Він розкриває всі напрями його майбутньої діяльності. Другий обґрунтовує доцільність реалізації вже існуючим підприємством окремого інвестиційного проекту. Розкриємо зміст та основні структурні елементи *бізнес-плану інвестиційного проекту*.

У бізнес-плані інвестиційного проекту обґрунтовують доцільність реалізації певного інвестиційного проекту, формулюють цілі, яких треба досягти в процесі його реалізації, розкривають плани дій за всіма видами діяльності (виробничою, інвестиційною, фінансовою), оцінюють ефективність проекту та ризики, які його супроводжують.

У процесі розробки бізнес-плану проводять маркетингові дослідження відповідного сегмента ринку, з урахуванням їх результатів формулюють цілі проекту та завдання за окремими видами діяльності, розробляють розділи бізнес-плану, оцінюють ефективність отриманих унаслідок планування результатів.

Оскільки реалізація інвестиційного проекту, як правило, передбачає залучення зовнішніх джерел фінансування, відповідний плановий документ має чітко визначену структуру і зміст, націлені на те, щоб потенційні інвестори зацікавились бізнес-планом, виявили бажання докладно ознайомитися з наданою в ньому інформацією, а в процесі ознайомлення переконались у доцільності вкладення коштів у запропонований проект.

Структура бізнес-плану містить такі розділи:

- 1 Інформація про виконавця проекту
- 2 Резюме
- 3 План маркетингу
- 4 Виробничий план
- 5 Організаційний план
- 6 Інвестиційний план
- 7 Фінансовий план.

1 Інформація про виконавця проекту містить його назву, юридичну адресу, досвід виконання подібних робіт та інші відомості.

2 У резюме наводять короткий опис бізнес-плану. Його зміст має викликати зацікавленість потенційних інвесторів, бажання уважно вивчити і проаналізувати всі наступні розділи плану. Як правило, ре-

зюме містить не більш як 2–3 сторінки і складається в останню чергу, після написання всіх інших розділів.

3 У плані маркетингу аналізується ринкова кон'юнктура і розкривається механізм просування продукції на ринок, зокрема:

- надається характеристика товарів чи послуг, що впроваджуються;

- здійснюється загальний опис ринку, наводиться характеристика відповідного сегмента ринку, а також основних і потенційних конкурентів, основних та потенційних споживачів продукції, що впроваджується;

- розкривається стратегія збуту та просування продукції на ринок;

- визначається потреба у фінансуванні маркетингових та рекламних заходів упродовж здійснення проекту.

4 Виробничий план містить опис виробничого процесу із зазначенням «вузьких» з технологічного погляду місць та шляхів їх подолання. У плані визначають:

- обсяги реалізації продукції у кількісному вираженні впродовж періоду, що планується (відповідно до результатів маркетингового дослідження);

- необхідні виробничі потужності;

- ресурси, найбільш потрібні для виробничого процесу, і джерела їх постачання;

- режим постачання ресурсів та умови оплати, можливість залучення інших джерел постачання;

- можливість кооперації та характеристика ймовірних партнерів.

На основі виробничого плану визначають обсяг необхідних інвестиційних витрат за проектом та поточні витрати на випуск продукції.

5 В організаційному плані наводять оптимальну організаційну структуру виробництва, розраховують чисельність працюючих та фонд заробітної плати. Цей розділ висвітлює:

- структуру підрозділів, які здійснюватимуть реалізацію проекту;

- потребу в створенні додаткових служб і підрозділів для реалізації проекту;

- процес контролю за роботою;

- потребу в робочій силі та додаткових працівниках, вимоги до їх кваліфікаційного рівня, потребу в перекваліфікації, продуктивність

праці;

– дані про чинну систему заробітної плати, механізм її нарахування різним категоріям працівників підприємства, систему стимулювання;

– умови праці.

6 В інвестиційному плані, на відміну від виробничого, в якому надається інформація про кількісні та якісні показники виробничого процесу, відображують витрати, які необхідно здійснити для організації процесу виробництва. *Основними документами інвестиційного плану є:*

- 1) кошторис витрат за проектом;
- 2) перелік джерел фінансування проекту;
- 3) календарний план-графік виконання робіт за проектом.

У кошторисі витрат відображують загальні витрати за проектом, а саме:

- передінвестиційні витрати;
- інвестиційні витрати;
- податки та збори;
- початкові витрати на виробництво.

До передінвестиційних витрат відносять витрати, пов'язані з підготовкою проекту, а саме: маркетингові та організаційні витрати, які здійснюються на попередній і підготовчій стадіях проекту; витрати на розроблення техніко-економічного обґрунтування, програмних продуктів, бізнес-плану; витрати на проведення науково-дослідних робіт, розробку проектної, конструкторської, технологічної документації тощо.

Інвестиційні витрати пов'язані з формуванням виробничих фондів, які будуть використані в процесі виробництва і підлягатимуть амортизації. Вони складаються з витрат на придбання або зведення будівель та споруд, проведення будівельно-монтажних робіт, придбання устаткування та введення його в експлуатацію.

Податки та збори включають податок на додану вартість, нарахований на вартість закупленого устаткування, мито, нараховане на вартість устаткування, що перетнуло митний кордон України, інші платежі і збори, що мають сплачуватись у зв'язку із закупівлею устаткування, будівельними, монтажними та пусковими роботами за проектом.

До початкових витрат на виробництво відносять витрати, які здійснюються на початку реалізації проекту і не можуть бути покриті

за рахунок доходів від виробничої діяльності в цьому періоді. Такі витрати можуть охоплювати купівлю ліцензій і патентів, оплату праці, витрати на матеріали, електроенергію тощо на початковому етапі виробництва. Визначення обсягу початкових витрат на виробництво дає змогу об'єктивно оцінити потребу в додатковому фінансуванні та запобігти виникненню дефіциту грошових коштів на початку реалізації проекту.

Перелік джерел фінансування проекту містить назви внутрішніх і зовнішніх джерел, які будуть використані для фінансування проекту, їх обсягів та умови залучення. Обсяги джерел фінансування мають відповідати обсягам витрат, передбачених кошторисом витрат за проектом.

У календарному плані-графіку виконання робіт за проектом визначають і узгоджують у часі види та обсяги робіт, пов'язані з придбанням і введенням в експлуатацію необхідного для реалізації проекту обладнання та устаткування.

7 Фінансовий план узагальнює результати попередніх розділів і є заключним розділом бізнес-плану.

У фінансовому плані на основі припущень щодо фінансових розрахунків та аналізу поточного фінансового стану підприємства прогнозують основні фінансові показники його діяльності, визначають достатність чистих грошових надходжень для обслуговування боргу, а також оцінюють ефективність проекту загалом. *Фінансовий план передбачає:*

- аналіз поточного фінансового стану підприємства;
- припущення щодо фінансових розрахунків;
- прогноз фінансового стану на плановий період;
- оцінку ефективності проекту.

Аналіз поточного фінансового стану підприємства здійснюється на основі фінансової звітності за останні 1–3 роки. У ньому наводять дані про ліквідність, платоспроможність, фінансову стійкість підприємства, а також про рівні рентабельності, дебіторської та кредиторської заборгованості за останні роки.

Припущення щодо фінансових розрахунків містять таку інформацію:

- про курс гривні до валют, в яких виражено вартість імпортованих складових інвестиційних та експлуатаційних витрат;
- про існуючі ціни на продукцію та ресурси (промислову електроенергію, матеріали, паливо і запасні частини), а також прогноз їх

змін на період, що планується;

- про частку витрат, що спрямовується на загальновиробничі та загальногосподарські потреби;

- про рівні дебіторської і кредиторської заборгованості за розрахунками з постачальниками та споживачами продукції;

- про норми амортизації, а також механізм нарахування і використання амортизаційних відрахувань;

- про податок на додану вартість, сплачений за устаткування, прилади і будівельно–монтажні роботи, що підлягає відшкодуванню;

- про ставки податку на прибуток, норми нарахувань на заробітну плату і відрахувань до фондів;

- про умови залучення кредитів і позик (термін користування, плата за користування, відстрочка за платежами, періодичність здійснення платежів);

- про структуру розподілу чистого прибутку на виробничі, соціальні та інші потреби.

Прогноз фінансового стану підприємства на плановий період здійснюється на основі інформації, наведеної в таких планах:

- план здійснення платежів за банківськими кредитами та іншими позиками формується у вигляді таблиці, що містить інформацію про кожне із джерел позикових коштів, які передбачено залучити в процесі реалізації проекту. В таблиці наводять перелік усіх позик з відображенням платежів на погашення кожної з них. Таблиця складається з розбиванням на роки чи квартали залежно від механізму погашення заборгованості;

- план амортизації основних засобів і нематеріальних активів формується у вигляді таблиці, що містить розрахунок амортизаційних відрахувань на весь строк реалізації проекту. Амортизаційні відрахування в складі валових витрат зменшують прибуток, що підлягає оподаткуванню;

- план доходів та витрат розробляють з метою розрахунку операційного, балансового та чистого прибутків – показників, які використовують при розрахунку рентабельності та окупності проекту. Показник чистого прибутку виступає також основою для розрахунку чистого надходження грошових коштів у результаті операційної діяльності в плані руху грошових коштів;

- план руху грошових коштів надає інформацію про чисті надходження коштів у результаті операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, визначає поточний залишок коштів на розрахунковому

рахунку підприємства. Його складають з метою оцінки майбутніх потреб підприємства у грошових коштах.

Залишок на рахунку формується як різниця між надходженням та витратами грошових коштів підприємства. Всі надходження і витрати коштів відображують у плані в періоді, що відповідає фактичній даті здійснення платежів із урахуванням затримки оплати (дебіторської та кредиторської заборгованості).

Для коригування чистого грошового потоку в результаті операційної діяльності здійснюють розрахунок руху робочого (чистого оборотного) капіталу за даними про обсяги дебіторської та кредиторської заборгованості на кінець кожного періоду, виходячи з їх рівня, встановленого в припущеннях.

Залишок грошових коштів на початок кожного періоду встановлюють на рівні залишку коштів на кінець попереднього періоду. Залишок коштів на початок першого періоду дорівнює нулю.

У результаті складання плану руху грошових коштів виявляють дефіцит або надлишок коштів на рахунку підприємства, який може утворитись у процесі реалізації проекту. Як правило, надлишок коштів обумовлюється прибутковістю діяльності за проектом, використанням коштів амортизаційного фонду, надходженням коштів унаслідок повернення ПДВ чи зниження рівня дебіторської заборгованості. Дефіцит коштів виникає під впливом таких чинників, як збиткова діяльність за проектом, погашення значних сум кредитів (позик), суттєве зростання дебіторської, зниження кредиторської заборгованості тощо.

Дефіцит коштів на рахунку вказує на необхідність додаткового фінансування, яке можна здійснити за рахунок власних коштів підприємства або за рахунок залучення додаткових кредитів (позик). Фінансування здійснюється у період, на кінець якого відзначається утворення дефіциту. На суму дефіциту збільшується також обсяг коштів, укладених у проект.

Оцінку ефективності проекту здійснюють за допомогою методів інвестиційного аналізу, а також коефіцієнтів ефективності, рентабельності та покриття. Для розрахунків беруть дані, подані в прогнозній фінансовій звітності, планах і таблицях, сформованих у попередніх розділах бізнес-плану. Зокрема, для розрахунку початкового грошового потоку використовують інформацію про джерела фінансових ресурсів, подану у відповідному переліку, та обсяг дефіциту грошових коштів, отриманий у результаті складання плану руху грошових коштів. Чисті надходження коштів за періодами визначають на основі

плану амортизаційних відрахувань та даних плану про доходи і витрати підприємства у плановому періоді.

Для оцінки ефективності здійснюють розрахунок рентабельності виробничої діяльності та рентабельності інвестицій в кожному з періодів упродовж строку реалізації проекту. Для розрахунку фінансових коефіцієнтів використовують формули, наведені у відповідних методичних вказівках. Рентабельність виробничої діяльності оцінюють за допомогою про-центного співвідношення валового чи чистого прибутку і витрат (чи інших коефіцієнтів рентабельності). Рентабельність інвестицій розраховують як співвідношення чистого прибутку і вкладених у проект коштів. Для розрахунку коефіцієнтів покриття використовують дані планів амортизаційних відрахувань, здійснення платежів за банківськими кредитами та іншими позиками, а також плану доходів і витрат. Результати оцінки ефективності проекту мають бути позитивними, оскільки бізнес-план призначений для обґрунтування доцільності реалізації проекту.

ТЕМА 8

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

Питання 1 Сутність фінансових ризиків підприємства та їх класифікація.

Питання 2 Методи оцінки фінансових ризиків.

Питання 3 Політика управління фінансовими ризиками.

Питання 4 Механізм нейтралізації фінансових ризиків.

8.1 Сутність фінансових ризиків підприємства та їх класифікація

Поняття «ризик» має досить тривалу історію, однак найбільш активно почали вивчати різні аспекти ризику наприкінці XIX – на початку XX століття.

На сьогодні немає однозначного розуміння сутності ризику. Це обумовлює можливість існування декількох визначень понять ризику з різних точок зору:

– ризик – потенційна, чисельно вимірна можливість втрати. Поняттям ризику характеризується невизначеність, пов'язана з можливістю виникнення в ході реалізації проекту несприятливих ситуацій і наслідків;

– ризик – імовірність виникнення втрат, збитків, недонадходжень планованих доходів, прибутку;

– ризик – це невизначеність результатів у майбутньому;

– ризик - це ступінь невизначеності одержання майбутніх чистих доходів;

– ризик – це вартісне вираження ймовірнісної події, що призводить до втрат;

– ризик – шанс несприятливого результату, небезпека, загроза втрат і ушкоджень;

– ризик – імовірність втрати цінностей (фінансових, матеріальних товарних ресурсів) у результаті діяльності, якщо умови та ведення діяльності будуть змінюватися в напрямку, відмінному від передбаченого планами і розрахунками.

Таким чином, чітко помітний тісний зв'язок ризику, ймовірності та невизначеності.

Ймовірність є фундаментальним визначенням теорії ймовірностей і дозволяє кількісно порівнювати події за ступенем їх можливості.

Ймовірність – це можливість одержання визначеного результату. Насамперед поняття ймовірності пов'язане з поняттям частоти події. Як одиницю виміру беруть ймовірність достовірної події. Прикладом такої події може служити факт одержання доходу від реалізації продукції, оскільки неможлива така ситуація, коли підприємство продавало б продукцію, не маючи на неї ціни (зрештою, ціна може бути нульовою, у такому разі і дохід буде нульовим).

Невизначеність припускає наявність факторів, за яких результати дій не є детермінованими, а ступінь можливого впливу цих факторів на результати невідомий; наприклад, це неповнота або неточність інформації.

Умови невизначеності, що мають місце за будь-яких видів підприємницької діяльності, є предметом дослідження та об'єктом постійного спостереження економістів різних профілів, а також фахівців інших галузей (юристів, соціологів, політологів, психологів тощо). Такий комплексний підхід до вивчення даного явища (явища невизначеності в бізнесі) пов'язаний з тим, що господарські суб'єкти в процесі свого функціонування випробовують залежність від цілої низки факторів.

На підставі вищесказаного можна зробити висновок, що в основу ризику покладена ймовірна природа ринкової діяльності і невизначеність ситуації при її здійсненні.

Також варто враховувати, що ризик супроводжує всі процеси, які відбуваються у компанії, незалежно від того, активні вони чи пасивні.

Таким чином, тут відкривається третя сторона ризику – його приналежність до якоїсь діяльності. Інакше кажучи, якщо підприємство реалізує проєкт – воно піддане інвестиційним, ринковим ризикам; якщо ж компанія не здійснює ніяких дій, вона знову-таки зазнає ризиків – ризиків неодержаного прибутку, ті самі ринкові ризики та інші. Це закладено вже в самому визначенні поняття «підприємство».

Отже, можна охарактеризувати *ризик* як імовірність недоодержання планованих доходів за умов невизначеності, що супроводжує діяльність підприємства.

Дуже тісно з поняттям ризику пов'язане поняття «ризикової діяльності». З огляду на подібний підхід до ризику можна виділити такі поняття, як «суб'єкт ризику» та «об'єкт ризику».

Під *суб'єктом ризику* слід розуміти керівництво компанії, тобто конкретних осіб або колектив, що приймають рішення про вибір тієї

або іншої альтернативи, пов'язаної з діяльністю компанії. Відповідно під *об'єктом ризику* розуміють ресурс, зміна якого можлива у разі виникнення ризикової ситуації. Зважаючи на те, що суб'єкт господарювання розглядається в умовах прагнення до максимізації прибутку, подібним ресурсом є чисті доходи компанії. Функціонування будь-якого підприємства в ринковому середовищі пов'язане з небезпекою втрат, що становлять комерційні ризики, тобто невизначеність досягнення можливого результату господарської діяльності. Ймовірність втрат або недоодержання очікуваних коштів означає фінансовий ризик.

Підприємницька діяльність завжди пов'язана з ризиком. Як правило, найбільший прибуток приносять операції з підвищеним рівнем ризику. Але, водночас, зі збільшенням рівня ризику зростає загроза втрати фінансової стійкості й банкрутства підприємства.

Як економічна категорія ризик означає імовірність виникнення непередбачуваних втрат (зменшення або повна втрата прибутку, недоотримання запланованих доходів, виникнення непередбачуваних витрат, втрата частини доходів або всього власного капіталу) в ситуації невизначеності умов фінансово-господарської діяльності. Глибше зрозуміти економічну сутність ризику можна за допомогою його класифікації за певними ознаками (рис. 8.1).

Виділяють чисті ризики, що припускають можливість одержання тільки збитку, і спекулятивні ризики, що допускають одержання або позитивного, або негативного результату.

Фінансові ризики – це спекулятивні ризики, що не виключають втрати від проведення окремих операцій у фінансово-кредитній і біржовій сферах.

Невизначеність досягнення того чи іншого результату господарської діяльності підприємства визначена впливом екзогенних (зовнішніх) та ендогенних (внутрішніх) факторів.

До **екзогенних факторів невизначеності** належать: політична нестабільність, соціально-економічна напруженість, національні, міжетнічні сутички; регіональні та галузеві особливості розвитку; нестійкість фінансового ринку та національної валюти, інфляція; потреба в інвестиціях, споживчий попит. Перелічені фактори ризику формують макросередовище функціонування підприємства.

Рисунок 8.1 – Класифікація фінансових ризиків

Ендогенні фактори невизначеності безпосередньо залежать від діяльності підприємства та обумовлені неможливістю точного прогнозування її основних параметрів. До ендогенних факторів належать зміни:

- технології та структури основних виробничих фондів, їх функціонального та економічного зношення;
- місткості ринку збуту, обсягів виробництва, конкурентоспроможності підприємства;
- постійних і змінних витрат, рентабельності виробництва, прибутковості інвестованого та власного капіталу;
- джерел фінансування діяльності підприємства, вартості позикового, залученого і розміщеного капіталу.

Ендогенні фактори невизначеності на підприємстві породжують низку ризиків у сфері фінансування виробничо–господарської діяльності підприємства.

Залежно від рівня прийняття рішень можна виділити два види ризиків: глобальні та локальні.

Глобальні ризики – це ризики на рівні народного господарства, викликані зміною політичної ситуації в країні та макроекономічних параметрів її розвитку. До таких ризиків слід віднести політичні ризики, а також ризики, пов'язані зі зміною законодавства (податкового, валютного, інвестиційного і та ін.), розвитком внутрішніх і зовнішніх ринків, фінансового ринку та ін.

Локальні ризики – це ризики, що виникають на рівні підприємства. Вони можуть бути пов'язані як з вирішенням питань у повсякденній фінансово–господарській діяльності (розроблення тактики управління), так і з рішеннями в галузі довгострокового економічного розвитку (розроблення стратегії та окремих фінансових політик).

До ризиків поточної діяльності відносять:

- *ризик помилкових дій з боку фінансових менеджерів* (ризик упущеної вигоди, збільшення поточних витрат, зменшення платоспроможності та ін.);
- *ризик впливу стихійних сил* (виникнення форс–мажорних обставин).

З довгостроковим (стратегічним) розвитком підприємства пов'язані ті види ризиків, які впливають на формування фінансової політики з окремих аспектів фінансово–господарської діяльності. До таких

ризиків можна віднести інфляційний ризик, інвестиційний, емісійний, процентний, податковий, ризик втрати фінансової стійкості і т. ін.

Залежно від тривалості впливу негативних факторів на фінансові результати підприємства всі ризики можна класифікувати на:

- *довгострокові ризики* (пов'язані зі стійкими негативними тенденціями економічного розвитку);
- *короткострокові ризики* (пов'язані зі зміною ринкової кон'юнктури).

Залежно від причини виникнення ризику бувають систематичними і несистематичними.

Систематичні ризики – це ризики, які не залежать від фінансово-господарської діяльності підприємства, а існують об'єктивно на загальнодержавному рівні (інфляційний ризик, процентний, валютний, податковий, інвестиційний ризик при зміні макроекономічних умов інвестування). Для того щоб зменшити загальний розмір втрат від систематичних ризиків, підприємству потрібно вчасно реагувати на зміни макроекономічних параметрів і розробляти ефективний адаптаційний механізм.

Несистематичні (специфічні) ризики безпосередньо залежать від фінансово-господарської діяльності підприємства і виникають, як правило, при допущенні помилок суб'єктами управління. На відміну від систематичних ризиків, які не піддаються регулюванню на мікрорівні, несистематичні ризики можна попередити шляхом розроблення на підприємстві спеціального механізму їх нейтралізації.

За видами підприємницької діяльності розрізняють виробничий, комерційний та фінансовий ризики.

Виробничий ризик виникає в процесі виробничої діяльності у разі виникнення перебоїв і зменшення обсягів виробництва, збільшення матеріаломісткості та трудомісткості продукції.

Комерційний ризик пов'язаний з реалізацією продукції (послуг), закупівлею сировини, матеріалів тощо і може мати місце у разі зменшення планових обсягів реалізації, підвищення закупівельних цін, зростання витрат обігу, втрат продукції в процесі обігу. Рівень комерційного ризику залежить від таких чинників:

- стабільність попиту (чим стабільніший попит, тим менше варіюють реалізаційний дохід, операційний та чистий прибуток);
- стабільність цін на готову продукцію (чим нестабільніші ціни, тим імовірніше відхилення реалізаційного доходу і чистого прибутку);
- стабільність цін на сировину і матеріали;

– еластичність попиту (можливість згладжувати коливання чистого прибутку, що викликане змінами цін на сировину, шляхом підвищення ціни на продукцію);

– співвідношення постійних і змінних витрат (рівень операційного лівериджу).

Фінансовий ризик виникає у разі, коли підприємства вступають у відносини з різними фінансовими інститутами (банками, інвестиційними, страховими, факторинговими, лізинговими компаніями, біржами та ін.). Причинами такого ризику є інфляційні фактори, збільшення середнього рівня банківського та депозитного процентів, зменшення вартості цінних паперів тощо. Масштаби фінансового ризику в тих підприємств, які є професійними учасниками фінансового ринку, як правило, значно більші.

Більш детально розглянемо сутність і причини виникнення найбільш поширених на сьогодні фінансових ризиків підприємств.

Ризик зменшення фінансової стійкості зумовлений нерациональною структурою капіталу підприємства, завищеною часткою позикових коштів, що в умовах зменшення попиту на продукцію і зниження рентабельності діяльності може призвести до фінансової кризи і навіть банкрутства. Цей ризик є найнебезпечнішим з погляду можливих руйнівних наслідків для власників капіталу.

Ризик неплатоспроможності – це ймовірність того, що підприємство через недостатній обсяг ліквідних активів не зможе розрахуватися в строк зі своїми кредиторами. Цей ризик не менш небезпечний, оскільки у разі, коли технічна неплатоспроможність є не епізодичною, а постійною, підприємство може швидко втратити свою фінансову стійкість.

Інфляційний ризик – це ризик зменшення реальної вартості капіталу у формі грошових активів, а також знецінення доходів і прибутків у зв'язку зі зростанням рівня інфляції.

Процентний ризик – це ймовірність втрат через зміни процентної ставки (кредитної та депозитної) на фінансовому ринку. До негативних наслідків цього ризику можна віднести:

– збільшення витрат зі сплати процентів за кредит у разі підвищення кредитної ставки;

– зменшення доходів за депозитними вкладками у разі зменшення депозитної ставки;

– необхідність підвищення ставки річного купону за облігаціями з метою задоволення очікувань інвесторів;

– необхідність збільшення дивідендних виплат з метою підтримки стабільного складу акціонерів та ін.

Процентний ризик виникає через коливання процентних ставок із позикового капіталу, що призводить до зміни витрат на виплату відсотків від доходів на інвестиції, а отже і до зміни величини прибутку й навіть до збитків порівняно з очікуваними результатами. Виробничі підприємства стикаються із цим видом ризику при використанні позикового капіталу для інвестицій у реальні активи або фінансові активи (депозити на грошових ринках, державні цінні папери, цінні папери інших підприємств). Процентний ризик виникає через несприятливі коливання процентної ставки, які призводять до підвищення витрат на виплату відсотків або зниження доходу від вкладень. Процентні ставки змінюються під впливом темпів зростання інфляції, попиту та пропозиції на фінансових ринках, інтервенцій центрального банку (операцій на відкритому ринку), циклів ділової активності.

Інвестиційний ризик – це імовірність збільшення витрат, зменшення доходів і прибутків від інвестиційної діяльності, а також можливість втрати всього інвестованого капіталу. Залежно від форм інвестування розрізняють ризики реального і фінансового інвестування.

Ризики реального інвестування пов'язані з: невдалим вибором місця інвестиційного об'єкта; перебоями у процесі доставки будівельних матеріалів, обладнання, сировини; значним підвищенням цін на будівельно-монтажні роботи, будівельні матеріали, обладнання, сировину; невдалим вибором підрядчика та ін.

Ризики фінансового інвестування пов'язані з: невдалим вибором фінансових інструментів для інвестування; фінансовими ускладненнями або банкрутством емітентів; змінами умов інвестування; прямим обманом інвесторів та ін.

Сутність інвестиційного ризику виражається в ризику втрати інвестованого капіталу або очікуваного доходу.

Розрізняють такі *види інвестиційного ризику*:

- капітальний – ризик вкладень у цінні папери порівняно з іншими активами (наприклад у нерухомість);
- селективний – ризик вкладень у конкретні акції, облігації;
- тимчасовий, пов'язаний з вибором часу купівлі цінних паперів;
- законодавчих змін (наприклад, правил приватизації, податкового законодавства та ін.);
- процентний, який виникає зі зміною відсотка за банківськими

вкладах, що впливає на поточну вартість цінних паперів;

- ліквідності – від втрат капіталу через труднощі або неможливість реалізації акцій;

- кредитний – загроза невиконати відсотків за цінними паперами, або втрати, викликані змінами ціни акцій.

Депозитний ризик є однією з різновидностей ризику фінансового інвестування і є імовірністю неповернення депозитних вкладів при невдалому виборі комерційного банку для здійснення депозитних операцій.

Кредитний ризик виникає у підприємства у разі надання покупцям комерційного (товарного) кредиту та існування загрози його повного або часткового неповернення.

Кредитний ризик для підприємства полягає в можливій відмові комерційного банку надати або продовжити кредит. Це ризик нездатності виплачувати відсоток за позикою та погасити основну суму заборгованості. За умов надання позики рівень кредитного ризику зростає зі збільшенням суми позики та терміну її надання. Фактори, що визначають кредитний ризик: строк позики, процентна ставка, порядок погашення, двосторонній або синдикований (груповий) кредит, забезпечення кредиту та гарантії, умови кредитної угоди, валюта наданого кредиту, надійність комерційного банку.

Бізнес-ризик виражається в нездатності підприємства підтримувати рівень доходу на вкладений капітал. В акціонерному товаристві – це неможливість підтримувати дивіденди на певному рівні, що не знижується. Бізнес-ризик виникає в результаті прорахунків у внутрішньому плануванні на підприємстві, організації виробництва, маркетинговій стратегії та збуті продукції. Основне завдання для підприємства – звести бізнес-ризик до мінімуму за рахунок забезпечення ефективного функціонування виробництва, вивчення ринку та гнучкого реагування на зміни, що відбуваються на ньому.

Валютний ризик – ризик, викликаний короткостроковими або довгостроковими коливаннями курсу валют на фінансовому ринку. Цьому виду ризику піддаються:

- промислові підприємства, що купують і продають товари за кордоном за іноземну валюту;

- підприємства, що мають філії за кордоном;

- фінансові організації, що здійснюють валютні операції.

Валютний ризик характерний для зовнішньоекономічної діяльності підприємств і має дві основні форми: ризик вибору валюти і зміни її курсу.

Ризик вибору валюти виникає у разі, коли починає зменшуватися реальна вартість обраної для розрахунків твердої валюти у зв'язку з інфляцією в країні її обігу.

Ризик коливання курсу валюти зумовлений постійною зміною кон'юнктури валютного ринку й означає імовірність виникнення фінансових втрат у експортерів при зменшенні курсу ВКВ і, навпаки, імовірність фінансових втрат у імпортерів – при його підвищенні.

Непрямим чином валютному ризику піддається будь-яке промислове підприємство, що стикається з іноземною конкуренцією на внутрішньому ринку. Виділяють *три види валютного ризику*:

1 *Операційний валютний ризик* в основному пов'язаний з торговельними операціями та грошовими угодами з фінансового інвестування та дивідендних (процентних) платежів. Операційному ризику піддаються рух грошових коштів та рівень прибутку.

2 *Трансляційний ризик* пов'язаний з інвестиціями за кордоном та іноземними позиками. Він впливає на статті балансу та звіти про прибутки та збитки при їхньому перерахуванні в національну валюту.

3 *Економічний ризик* відносять до майбутніх контрактних угод. Він має довгостроковий характер, пов'язаний з перспективним розвитком підприємства і легко прогнозується. Цей вид ризику може мати негативні наслідки для стратегії розвитку підприємства – зменшення прибутку з майбутніх операцій (прямий економічний ризик) і втрата певної частини цінової конкурентоспроможності порівняно з іноземними виробниками (непрямий економічний ризик).

Незалежно від виду здійснюваних підприємством фінансово-господарських операцій може спостерігатися *ризик втраченої вигоди*. Цей ризик пов'язаний з можливим виникненням непрямих збитків або недоотриманням прибутку в результаті нездійснення певних заходів або несвоєчасного прийняття управлінських заходів.

8.2 Методи оцінки фінансових ризиків

Методичною основою ризик-менеджменту є сукупність методів якісного і кількісного аналізу фінансових ризиків (рис. 8.2).

Якісний аналіз передбачає ідентифікацію ризиків, виявлення джерел і причин їх виникнення, встановлення потенційних зон ризику,

виявлення можливих вигод та негативних наслідків від реалізації ризикового рішення. Більш детально охарактеризуємо окремі аспекти якісного аналізу ризиків.

Рисунок 8.2 - Сукупність методів аналізу фінансових ризиків

Ідентифікація фінансових ризиків полягає у виявленні всіх видів можливих ризиків, пов'язаних з кожною конкретною операцією. При цьому важливо у складі портфеля фінансових ризиків виділити ризики, які залежать від самого підприємства, і зовнішні ризики, які визначаються макроекономічною діяльністю.

Виявлення факторів ризику доцільно здійснювати за зовнішніми і внутрішніми фінансовими ризиками. Зовнішні фінансові ризики можуть бути зумовлені загальноекономічними та ринковими факторами.

До *загальноекономічних факторів* слід віднести: загальний спад обсягів виробництва в країні, збільшення рівня інфляції, уповільнення платіжного обороту, недосконалість і нестабільність податкового законодавства, зменшення рівня реальних доходів і купівельної спроможності населення та ін.

Серед *ринкових факторів* ризику можна виділити: зменшення місткості внутрішнього ринку, спад ринкового попиту, збільшення пропозиції товарів-субститутів, нестабільність фінансового і валютного ринків, недостатню ліквідність фондового ринку тощо.

Внутрішні ризики підприємства залежать від впливу виробничо-комерційних, інвестиційних і фінансових факторів, основні з яких систематизовано у табл. 8.1.

Встановлення потенційних зон фінансових ризиків полягає у порівнянні можливих фінансових втрат із розрахунковою сумою прибутку, доходу, власного капіталу підприємства. Залежно від величини можливих фінансових втрат розрізняють чотири основні зони фінансового ризику (рис. 8.3):

– *безризикова зона*: ризик зовсім незначний, фінансових втрат практично немає, гарантується фінансовий результат в обсязі розрахункової суми прибутку;

– *зона допустимого ризику*: ризик середній, можливі фінансові втрати в обсязі розрахункової суми прибутку;

– *зона критичного ризику*: ризик високий, можливі фінансові втрати в обсязі розрахункової суми валового доходу;

– *зона катастрофічного ризику*: ризик дуже високий, можливі фінансові втрати в обсязі суми власного капіталу.

Таблиця 8.1 – Фактори, що визначають внутрішні ризики підприємства

Група факторів	Фактори ризику
Виробничо-комерційні фактори	<ul style="list-style-type: none"> • Низька ефективність використання основних виробничих засобів. • Невдало вибрана або недостатньо диверсифікована асортиментна структура продукції. • Високий рівень матеріаломісткості та трудомісткості продукції. • Висока частка постійних витрат. * Надмірний обсяг страхових і сезонних запасів. • Неefективна цінова політика. • Неefективні виробничий менеджмент і маркетинг у цілому
Інвестиційні фактори	<ul style="list-style-type: none"> • Збільшення строків будівництва інвестиційних об'єктів. • Суттєві перевитрати інвестиційних ресурсів. • Невихід на заплановані обсяги прибутку від інвестиційних проектів. • Тривалий строк окупності початкових інвестицій. • Невдало сформований фондовий портфель. • Неefективний інвестиційний менеджмент у цілому
Фінансові фактори	<ul style="list-style-type: none"> • Неefективна структура капіталу, надмірне залучення позикових коштів. • Висока середньозважена ціна капіталу. • Недостатність довгострокових джерел фінансування активів. • Низька оборотність оборотних активів. • Недостатня ліквідність активів. • Завищений обсяг дебіторської заборгованості. • Агресивна дивідендна політика. • Неefективний фінансовий менеджмент у цілому

На відміну від якісного аналізу *кількісний аналіз* полягає у визначенні конкретного обсягу грошових збитків від окремих видів фінансових ризиків. Для цього можна використовувати економіко-статистичні методи, розрахунково-аналітичні, експертні, аналогові. Більш детально розглянемо зміст цих методів.

Рисунок 8.3 – Зони фінансового ризику

Економіко-статистичні методи оцінки ризику передбачають вивчення статистики втрат і прибутків на цьому або аналогічному підприємстві за попередні періоди. На базі масиву зібраного статистичного матеріалу визначають величину і частоту отримання вигоди та виникнення фінансових втрат. При цьому активно використовують такі інструменти статистичного методу, як: дисперсія, стандартне (середньоквадратичне) відхилення, коефіцієнт варіації.

Дисперсія – це середньозважена величина з квадрата відхилень дійсних фінансових результатів від середніх, визначається за формулою

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \cdot P_i, \quad (8.1)$$

де σ^2 – дисперсія;

x_i – значення можливого фінансового результату;

\bar{x} – середнє значення можливого фінансового результату;

P_i – імовірність виникнення можливого фінансового результату.

Середньоквадратичне (стандартне) відхилення (σ) визначається за формулою

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \cdot P_i}. \quad (8.2)$$

Економічний зміст середньоквадратичного відхилення з погляду теорії ризиків полягає в характеристиці максимально можливого коливання досліджуваного параметра від його середнього очікуваного значення.

Чим більша величина дисперсії і середньоквадратичного відхилення, тим ризикованіше управлінське рішення.

Приклад

Враховуючи вплив ринкових факторів, підприємство за існуючої структури капіталу може мати різний очікуваний рівень рентабельності власного капіталу ($P_{вк}$):

- 1-й варіант – $P_{вк}=18\%$ (імовірність - 0,25);
 2-й варіант – $P_{вк}=15\%$ (імовірність - 0,5);
 3-й варіант – $P_{вк}=9\%$ (імовірність - 0,25).

Знайти дисперсію і стандартне відхилення фінансового результату.

Очікуваний рівень рентабельності власного капіталу:

$$18 \cdot 0,25 + 15 \cdot 0,5 + 9 \cdot 0,25 = 14,25 \%$$

Це і є середнє значення можливого фінансового результату.

Розрахунок дисперсії і середньоквадратичного відхилення

Можливий рівень рентабельності власного капіталу, %	Відхилення від очікуваної (середньої) рентабельності власного капіталу	Квадрат відхилення	Імовірність	Дисперсія
18	$18 - 14,25 = 3,75$	14,06	0,25	$14,06 \cdot 0,25 = 3,52$
15	$15 - 14,25 = 0,75$	0,56	0,5	$0,56 \cdot 0,5 = 0,28$
9	$9 - 14,25 = -5,25$	25,56	0,25	$25,56 \cdot 0,25 = 6,39$
Разом	X	X	1,00	10,19

Середньоквадратичне відхилення: $\sqrt{10,19} = 3,19$.

Тобто з урахуванням імовірності розвитку всіх варіантів подій рівень рентабельності може відхилитися від 14,25 % на 3,19 пункти.

Коефіцієнт варіації (V) – це відносна величина і розраховується як відношення середньоквадратичного відхилення до середнього фінансового результату (математичного очікування):

$$V = \frac{\sigma}{x}. \quad (8.3)$$

Оскільки коефіцієнт варіації є відносною величиною, з його допомогою можна порівнювати рівень коливань окремих параметрів, виражених різними одиницями вимірювання. Коефіцієнт варіації може змінюватися від 0 до 100 %. У нашому прикладі він дорівнює 22,4% ($3,19 : 14,25$).

Чим менше значення коефіцієнта варіації, тим більша стабільність прогнозованої ситуації і, відповідно, менший ступінь ризику.

Розрахунково-аналітичні методи застосовуються для оцінки окремих видів ризиків і полягають у виборі ключових показників, від яких залежить ступінь ризику, та порівнянні їх фактичних значень з критичними для певного підприємства.

Так, ризик втрати фінансової стійкості може оцінюватися на підставі коефіцієнта автономії, ризик неплатоспроможності – шляхом порівняння фактичних коефіцієнтів ліквідності з їх нормативними значеннями.

У світовій практиці інвестиційного ризик-менеджменту широкого поширення набув такий показник ступеня ризику, як бета-коефіцієнт β (або коефіцієнт чутливості). Він використовується для оцінки систематичного (недиверсифікованого) ризику, пов'язаного зі зміною ринкових цін і рівня доходності цінних паперів. При застосуванні цього показника можливі варіанти:

- якщо $\beta = 0$, то ризику немає;*
- якщо $0 < \beta < 1$, то ризик менший від середньоринкового;*
- якщо $\beta = 1$, то ризик перебуває на рівні середньоринкового для такого виду вкладень;*
- якщо $\beta > 1$, то ризик вищий за середній.*

Як правило, у високорозвинених країнах з ринковою економікою існують спеціалізовані компанії, що займаються розрахунками доходності β -коефіцієнта акцій провідних компаній, а також середньоринкової доходності за окремими фінансовими інструментами. Така інформація регулярно друкується у засобах масової інформації і є базою для прийняття інвестиційних рішень в умовах ризику.

Приклад

В інвестиційний портфель підприємства включено акції X, Y, Z.

$\beta_x = 1,8$; $\beta_y = 0,2$; $\beta_z = 0,9$.

Як зміниться доходність цих фінансових інструментів, якщо середній рівень доходності акцій зросте на 10%?

Визначимо очікувану зміну доходності в розрізі окремих цінних паперів:

акція X: $1,8 \cdot 10 = 18\%$ – доходність зростатиме більшими темпами, ніж у середньому на ринку (в 1,8 рази);

акція Y: $0,2 \cdot 10 = 2\%$ – темпи доходності в 5 разів менші, ніж у середньому на ринку;

акція Z: $0,9 \cdot 10 = 9\%$ – темпи зміни дохідності майже на середньоринковому рівні.

β -коефіцієнт має велике практичне значення. Його можна застосовувати, щоб визначити, який рівень очікуваної дохідності окремих інвестиційних об'єктів повністю компенсує ризикованість цих вкладень. Для обґрунтування рівня очікуваної дохідності цінних паперів з урахуванням ризику може використовуватися така формула:

$$k = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) \cdot \beta, \quad (8.4)$$

де k – очікувана ставка дохідності з урахуванням ризику;
 k_{RF} – рівень доходу за безризиковими інвестиціями (як правило, за стабільного фондового ринку береться ставка доходу за облігаціями державної позики);

k_M – середній рівень доходу на інвестиційному ринку;

β – бета-коефіцієнт.

Друга частина цієї формули $(k_M - k_{RF}) \cdot \beta$ характеризує величину премії за ризик. Чим вищий рівень ризику і більше значення коефіцієнта чутливості β , тим більшим має бути величина премії за ризик для компенсації можливих фінансових втрат.

У нашому прикладі, якщо рівень дохідності за безризиковими інвестиціями $k_{RF} = 8\%$, а середній рівень дохідності на ринку цінних паперів – 14% , то для компенсації ризику за акцією X потрібно вимагати премію за ризик величиною: $(14 - 8) \cdot 1,8 = 10,8\%$.

Експертні методи оцінки ризику базуються на суб'єктивній оцінці розмірів можливих фінансових результатів окремими експертами (консультантами, спеціалістами з окремих питань). Застосовується цей метод у разі, коли отримати необхідний масив статистичної інформації з якихось причин неможливо або якщо аналогів такого розвитку подій ще не було. Особливістю методу експертних оцінок ризику є відсутність математичного підтвердження оптимальності рішень.

У процесі традиційних експертних процедур вирішується таке коло завдань:

- прогнозування можливого розвитку подій;
- виявлення причин і джерел ризику, оцінювання ймовірності настання ризикової події;

- аналіз результатів досліджень інших експертів;
- розроблення сценаріїв дій з нейтралізації ризику.

Останнім часом у практиці ризик-менеджменту широко застосовуються групові методи експертизи: консиліуми, наради, закриті обговорення, бізнес-тренінги, "мозкові атаки". Дослідження показують, що методи колективної генерації ідей дають на 70 % більше ідей, ніж їх можна отримати від тих самих експертів у процесі індивідуальної експертизи.

Незалежно від форми проведення експертних процедур, всі експертні методи базуються на бальній оцінці окремих факторів ризику і визначенні їх частки. У практиці ризик-менеджменту найчастіше для оцінювання доцільності ризикових вкладень застосовуються методика експертних оцінок Швейцарської банківської корпорації і методика німецької фірми BERI, оціночні критерії якої наведено у табл. 8.2.

Таблиця 8.2 – Оціночні критерії індексу BERI

Оціночні критерії	Максимальна частка, %
Політична стабільність	12
Ставлення до іноземних інвестицій	6
Ступінь націоналізації	6
Імовірність і ступінь девальвації внутрішньої валюти	6
Стан платіжного балансу	6
Ступінь розвитку бюрократизму	4
Темпи економічного розвитку	10
Конвертованість валюти	10
Якість виконання договорів	6
Рівень витрат на заробітну плату і продуктивність праці	8
Можливість користуватися послугами зовнішніх і внутрішніх експертів	2
Ефективність організації комунікацій	4
Взаємовідносини між суб'єктами господарювання і державою, зв'язок із громадськістю	4
Умови отримання короткострокових кредитів	8
Умови отримання довгострокових кредитів	8

Незважаючи на велику популярність серед експертів, згадані вище методики мають серйозний недолік. Вони мають глобальний характер і не враховують внутрішніх фінансових ризиків. Тому ці типові методики можна використовувати для оцінювання ризику зовнішньоекономічної діяльності, а для оцінювання ступеня ризику за конкретними напрямками діяльності підприємства слід розробляти спеціальні методики експертних оцінок.

Аналогові методи оцінки ризику полягають у використанні даних про розвиток аналогічних напрямків діяльності у минулому. Для цього можуть використовуватися звітні документи підприємства у минулі роки, дані публікацій, страхових компаній тощо. Отримані таким чином результати детально аналізуються з метою виявлення потенційних факторів ризику, базуючись на попередньому досвіді. Але при цьому не можна не враховувати ризик екстраполяції минулих те-

нденцій на майбутні фінансово-господарські процеси, адже фінансова система будь-якого підприємства є дуже динамічною. Це означає, що користуватися методом аналогій можна із значними застереженнями. Використовувати цей метод доцільно для виявлення ризику інноваційної діяльності, коли немає реальної бази для порівняння, і краще знати минулий досвід (у тому числі й інших учасників підприємницької діяльності), ніж взагалі не мати ніякої інформації.

8.3 Політика управління фінансовими ризиками

На ступінь і величину ризику можна впливати через фінансовий механізм, що здійснюється за допомогою прийомів стратегії та фінансового менеджменту. Цей своєрідний механізм керування ризиком і є ризик-менеджментом.

Ризик-менеджмент становить систему управління ризиком і фінансовими відносинами, що виникають у процесі цього управління, і поєднує стратегію та тактику управлінських дій.

Стратегія управління – це напрями та способи використання засобів для досягнення поставленої мети.

Тактика – це практичні методи та прийоми менеджменту для досягнення встановленої мети в конкретних умовах. Завданням тактики управління є вибір найбільш оптимального рішення та конструктивних у даній господарській ситуації методів і прийомів управління.

Ризик-менеджмент як система управління складається із двох підсистем: керованої підсистеми – об'єкта управління та керуючої підсистеми – суб'єкта управління.

Об'єктом управління в ризик-менеджменті є ризикові вкладення капіталу та економічні відносини між суб'єктами господарювання в процесі реалізації ризику. До таких економічних відносин належать: зв'язки між страхувальником і страховиком, позичальником і кредитором, між підприємцями, конкурентами тощо.

Суб'єкт управління в ризик-менеджменті – група керівників (фінансовий менеджер, фахівець зі страхування), які за допомогою різних варіантів свого впливу забезпечують цілеспрямоване функціонування об'єкта управління.

Процес управління завжди припускає одержання, передачу, переробку та практичне використання інформації. Придбання надійної

та достатньої за конкретних умов інформації відіграє головну роль, оскільки воно допомагає прийняти правильне рішення, як діяти в умовах ризику.

Інформаційне забезпечення складається з різного роду інформації: статистичної, економічної, комерційної, фінансової і т.д. До зазначеної інформації входять відомості про ймовірності того або іншого страхового випадку, події, про наявність і величину попиту на товари, на капітал, про фінансову стійкість і платоспроможність своїх клієнтів, партнерів, конкурентів.

Політика управління ризиками повинна складатися з таких етапів:

1 Насамперед необхідно розробити стратегію управління ризиком. Потрібно чітко сформулювати власне сприйняття ризику і будувати політику управління ризиком на його підставі. Після визначення стратегії управління ризиком необхідно виявити властиві даній організації ризики та розробити підходи для їх кількісної оцінки: які методи треба використати, на яких даних будуть ґрунтуватися розрахунки тощо.

2 Власне розроблення процедур із управління ризиком. Необхідно розробити процедури внутрішнього контролю для кожного типу ризику. Це містить у собі як оцінку ефективності керування ризиком, так і контроль дотримання процедур на різних етапах, наприклад, перевірку дотримання встановлених лімітів або моніторинг чутливості до ризику.

3 Розроблення звітних форм для даного типу ризику.

4 Визначити, хто в організації займається даним ризиком: хто оцінює ризик, хто готує звітність, хто встановлює ліміти, хто їх контролює. Тут основну роль відіграє чітке розмежування відповідальності, а також розподіл обов'язків. Наприклад, співробітники, які розраховують ліміти, не повинні підпорядковуватися тому самому керівникові організації, що і співробітники, які укладають угоди, адже винагорода цього керівника залежить від доходу, отриманого за угодами, а ліміти обмежують операції, а отже, і величину доходу.

Щоб більш повно, з урахуванням впливу навколишнього середовища, оцінити ступінь фінансової стійкості підприємства (схильність до фінансових ризиків), пропонується використати модифіковану з урахуванням впливів навколишнього середовища та ринкових механізмів *Z-модель*, що має такий вигляд:

$$R = A_1 \cdot X_1 + A_2 \cdot X_2 + A_3 \cdot X_3 + A_4 \cdot X_4 + A_5 \cdot X_5 + A_6 \cdot X_6 > 0, \quad (8.5)$$

де R – рейтингове число;

X_1 – коефіцієнт забезпеченості підприємства власними засобами (відношення власних оборотних активів до загальної суми активів);

X_2 – коефіцієнт поточної ліквідності;

X_3 – рентабельність власного капіталу;

X_4 – коефіцієнт капіталізації підприємства (відношення ринкової вартості власного капіталу до балансової вартості позикових засобів);

X_5 – показник загальної платоспроможності (відношення ринкової вартості активів до всіх зобов'язань підприємства);

X_6 – коефіцієнт менеджменту (відношення виторгу від реалізації до величини поточних зобов'язань підприємства);

$A_1, A_2, A_3, A_4, A_5, A_6$ – індекси значущості кожного фактора моделі.

Коефіцієнти є показниками господарської діяльності підприємства та ступеня його фінансової стійкості. Вони чисельно виражають ризик несприятливого розвитку фінансової ситуації на підприємстві.

Зміст введення індексів: з одного боку, щоб ранжувати коефіцієнти за ступенем їх важливості для фінансової стійкості підприємства, з іншого – математично обмежити дію зміни R для забезпечення можливості порівняння рейтингового числа одного підприємства з рейтинговим числом іншого.

Підприємства в рамках однієї галузі зазнають подібних ризиків, піддаючись типовому впливу навколишнього середовища бізнесу (правове, фінансове тощо). Застосування ж моделі до підприємств різних сфер бізнесу неправомірне, тому що фактично будуть зрівнюватися нетипові ризики.

Рейтингове число R є чисельним вираженням реакції підприємства на вплив навколишнього середовища. R дозволяє оцінювати ступінь фінансового ризику даного підприємства в умовах апріорно ворожого навколишнього середовища бізнесу. При розрахунку R за кілька послідовних тимчасових періодів одержуємо динаміку зміни фінансової стійкості підприємства, що дозволяє аналізувати вплив на нього навколишнього середовища та тенденції подальшої динаміки фінансової стійкості підприємства.

8.4 Механізм нейтралізації фінансових ризиків

Система механізмів нейтралізації фінансових ризиків передбачає використання нижчеозначених основних методів.

1 Запобігання ризику. Цей напрямок нейтралізації фінансових ризиків є найбільш радикальним. Він полягає в розробленні таких заходів внутрішнього характеру, які повністю виключають конкретний вид фінансового ризику. До числа основних із таких заходів належать:

- відмова від здійснення фінансових операцій, рівень ризику за якими занадто високий. Цей захід має обмежений характер, тому що більшість фінансових операцій пов'язана зі здійсненням основної виробничо-комерційної діяльності підприємства;

- відмова від використання в більших обсягах позикового капіталу;

- відмова від надмірного використання оборотних активів у низьколіквідних формах. Підвищення рівня ліквідності цих активів дозволяє уникнути ризику неплатоспроможності підприємства в майбутньому періоді. Однак таке запобігання ризику позбавляє підприємство додаткових доходів від розширення обсягів продажу продукції в кредит і частково породжує нові ризики, пов'язані з порушенням ритмічності операційного процесу через зниження розміру страхових запасів сировини, матеріалів, готової продукції;

- відмова від використання тимчасово вільних грошових активів у короткострокових фінансових вкладеннях. Цей захід дозволяє уникнути депозитного та процентного ризику, однак породжує втрати від інфляційного ризику, а також ризику втраченої вигоди.

Перелічені та інші форми запобігання фінансовому ризику, незважаючи на свій радикалізм у відкиданні окремих їх видів, позбавляють підприємство додаткових джерел формування прибутку, негативно впливаючи на темпи його економічного розвитку та ефективність використання власного капіталу. Тому в системі внутрішніх механізмів нейтралізації ризиків їх запобігання має здійснюватися дуже виважено.

2 Лімітування концентрації ризику. Механізм лімітування концентрації фінансових ризиків використовується звичайно за тими видами, які виходять за межі припустимого рівня, тобто за фінансовими операціями, здійснюваними у зоні критичного або катастрофічного ризику. Таке лімітування реалізується шляхом встановлення на підприємстві відповідних внутрішніх фінансових нормативів у проце-

сі розроблення політики здійснення різних аспектів фінансової діяльності.

Система фінансових нормативів, що забезпечують лімітування концентрації ризиків, може містити:

- граничний розмір (питома вага) позикових засобів, що використовуються у господарській діяльності. Цей ліміт установлюється окремо для операційної та інвестиційної діяльності підприємства, а в деяких випадках – і для окремих фінансових операцій (фінансування реального інвестиційного проекту; фінансування формування оборотних активів і т.п.);

- мінімальний розмір (питома вага) активів у високоліквідній формі;

- максимальний розмір товарного (комерційного) або споживчого кредиту, надаваного одному покупцеві;

- максимальний розмір депозитного внеску в одному банку;

- максимальний розмір вкладення засобів у цінні папери одного емітента. Ця форма лімітування спрямована на зниження концентрації несистематичного (специфічного) фінансового ризику при формуванні портфеля цінних паперів. Для ряду інституціональних інвесторів цей ліміт установлюється в процесі державного регулювання їх діяльності в системі обов'язкових нормативів;

- максимальний період відволікання засобів у дебіторську заборгованість. За рахунок цього фінансового нормативу забезпечується лімітування ризику неплатоспроможності, інфляційного ризику, а також кредитного ризику.

Лімітування концентрації фінансових ризиків є одним із найпоширеніших внутрішніх механізмів ризик-менеджменту, що реалізують фінансову ідеологію підприємства в частині прийняття цих ризиків і не потребуючих високих витрат.

3 Хеджування. Цей термін використовується у фінансовому менеджменті в широкому та вузькому прикладному значеннях. У широкому тлумаченні термін «хеджування» характеризує процес використання будь-яких механізмів зменшення ризику можливих фінансових втрат – як внутрішніх (здійснюваних самим підприємством), так і зовнішніх (передачу ризиків іншим суб'єктам господарювання – страховикам). У вузькому прикладному значенні цей термін характеризує внутрішній механізм нейтралізації фінансових ризиків, що ґрунтується на використанні відповідних видів фінансових інструментів.

Хеджування фінансових ризиків шляхом здійснення відповідних

операцій з виробничими цінними паперами є високоефективним механізмом зменшення можливих фінансових втрат при настанні ризикової події. Однак воно вимагає певних витрат на виплату комісійної винагороди брокерам, премій по опціонах і т.п. Проте рівень цих витрат є значно нижчим, ніж рівень витрат із зовнішнього страхування фінансових ризиків.

Залежно від використовуваних видів похідних цінних паперів розрізняють такі механізми хеджування фінансових ризиків:

а) хеджування з використанням *ф'ючерсних контрактів*. Воно характеризує механізм нейтралізації фінансових ризиків за операціями на товарній або фондовій біржах шляхом проведення протилежних угод з різними видами біржових контрактів. Операція хеджування з використанням ф'ючерсних контрактів вимагає здійснення трьох видів біржових угод:

1) купівлю (продаж) реального активу або цінних паперів з поставкою в майбутньому періоді (форвардна біржова угода);

2) продаж (або відповідно купівлю) ф'ючерсних контрактів на аналогічну кількість активів або цінних паперів (відкриття позиції за ф'ючерсними контрактами);

3) ліквідацію позиції за ф'ючерсними контрактами у момент поставки реального активу або цінних паперів шляхом здійснення зворотної (офсетної) угоди з ними.

Перші два види біржових угод здійснюються на початковій стадії нейтралізації фінансового ризику, а третій їхній вид – на стадії завершення. Принцип механізму хеджування з використанням ф'ючерсних контрактів ґрунтується на тому, що якщо підприємство зазнає фінансових втрат через зміну цін до моменту поставки як продавець реального активу або цінних паперів, то воно виграє у тих самих розмірах як покупець ф'ючерсних контрактів на таку саму кількість активів або цінних паперів і навпаки. У зв'язку із цим у механізмі нейтралізації фінансових ризиків цієї групи розрізняють два види операцій з використанням ф'ючерсних контрактів – хеджування купівлею та хеджування продажем цих контрактів;

б) хеджування з використанням *опціонів*. Воно характеризує механізм нейтралізації фінансових ризиків за операціями із цінними паперами, валютою, реальними активами тощо. В основі цієї форми хеджування покладена угода із премією (опціоном), яку сплачують за право (але не зобов'язання) продати або купити упродовж передбаченого опціонним контрактом строку цінний папір, валюту, реальний

актив в обумовленій кількості та за заздалегідь обговореною ціною. У механізмі нейтралізації фінансових ризиків з використанням цього виду похідних цінних паперів розрізняють хеджування на основі опціону на купівлю (надає право купівлі за обговореною ціною); опціону на продаж (надає право продажу за обговореною ціною); подвійного опціону або «стелажу» (надає одночасне право купівлі або продажу відповідного фінансового або реального активу за погодженою ціною). Ціна, що підприємство виплачує за придбання опціону, і є страховою премією;

в) хеджування з використанням *операції «СВОП»*. Воно характеризує механізм нейтралізації фінансових ризиків за операціями з валютою, цінними паперами, борговими фінансовими зобов'язаннями підприємства. В основу операції «СВОП» покладено обмін (купівля – продаж) відповідними фінансовими активами або фінансовими зобов'язаннями з метою поліпшення їх структури та зниження можливих втрат. У механізмі нейтралізації фінансових ризиків з використанням цієї форми хеджування застосовуються операції валютного свопу (обміну майбутніх зобов'язань в одній валюті на відповідні зобов'язання в іншому виді валюти); фондового свопу (зобов'язання перетворити один вид цінного папера в інший); процентного свопу (обміну боргових фінансових зобов'язань підприємства з фіксованою процентною ставкою на зобов'язання із плаваючою процентною ставкою або навпаки).

Якщо операція хеджована, її прибутковість із невідомої величини відразу перетворюється у відому. Що б не відбувалося з ринком, підсумок (звісно, за умови виконання договірних зобов'язань) стає відомим заздалегідь. Відтак не треба витрачати додаткові зусилля на аналіз ринкової кон'юнктури. Зусилля витрачають банки та компанії фінансового сектору – ті, хто надає інструменти хеджування (такі, як ф'ючерси або опціони). Вони продають «реальному сектору» стабільність і передбачуваність, а на себе беруть ринковий ризик. Платою за хеджування часто стає неможливість скористатися сприятливою зміною ринкової кон'юнктури.

4 Диверсифікація. Механізм диверсифікації використовують насамперед для нейтралізації негативних фінансових наслідків несистематичних (специфічних) видів ризиків. У першу чергу він дозволяє мінімізувати портфельні ризики. Принцип дії механізму диверсифікації ґрунтується на поділі ризиків, що перешкоджає їх концентрації.

Як основні форми диверсифікації фінансових ризиків підприєм-

ства можуть бути використані такі її напрямки:

– диверсифікація видів фінансової діяльності. Вона передбачає використання альтернативних можливостей одержання доходу від різних фінансових операцій – короткострокових фінансових вкладень, формування кредитного портфеля, здійснення реального інвестування, формування портфеля довгострокових фінансових вкладень і т.п.;

– диверсифікація валютного портфеля («валютного кошика») підприємства. Вона передбачає вибір для проведення зовнішньоекономічних операцій кількох видів валют. У процесі цього напрямку забезпечується зниження фінансових втрат щодо валютного ризику підприємства;

– диверсифікація депозитного портфеля. Вона передбачає розміщення великих сум тимчасово вільних коштів на зберігання в кількох банках. Оскільки умови розміщення грошових активів при цьому істотно не змінюються, цей напрямок диверсифікації забезпечує зниження рівня ризику депозитного портфеля без зміни рівня його прибутковості;

– диверсифікація кредитного портфеля. Вона передбачає розширення кола покупців продукції підприємства та спрямована на зменшення його кредитного ризику. Звичайно диверсифікація кредитного портфеля в процесі нейтралізації цього виду фінансового ризику здійснюється разом з лімітуванням концентрації кредитних операцій шляхом установлення диференційованого за групами покупців кредитного ліміту;

– диверсифікація портфеля цінних паперів. Це напрямок диверсифікації дозволяє знижувати рівень несистематичного ризику портфеля, не зменшуючи при цьому рівень його прибутковості;

– диверсифікація програми реального інвестування. Вона передбачає залучення до програми інвестування різних інвестиційних проєктів з альтернативною галузевою та регіональною спрямованістю, що дозволяє знизити загальний інвестиційний ризик за програмою.

На ефекті диверсифікації ґрунтується більшість теорій вибору ефективної ринкової стратегії. У сполученні з ефектами хеджування він став основою теорії ціноутворення опціонів.

5 Розподіл ризиків. Механізм цього напрямку нейтралізації фінансових ризиків базується на частковому їх трансферті (передачі) партнерам з окремих фінансових операцій. При цьому господарським партнерам передається та частина фінансових ризиків підприємства, за якою вони мають більше можливостей нейтралізації їх негативних

наслідків і мають у своєму розпорядженні більш ефективні способи внутрішнього страхового захисту.

У сучасній практиці ризик-менеджменту набули поширення такі основні напрямки розподілу ризиків (їх трансферту партнерам):

– розподіл ризику між учасниками інвестиційного проекту. У процесі такого розподілу підприємство може здійснити трансферт підрядникам, пов'язаних з невиконанням календарного плану будівельно-монтажних робіт, низькою якістю цих робіт, розкраданням переданих їм будівельних матеріалів і деяких інших. Для підприємства, що здійснює трансферт таких ризиків, їх нейтралізація полягає в переробці робіт за рахунок підрядника, виплати їм сум недоутримок та штрафів і в інших формах відшкодування зазнаних втрат;

– розподіл ризику між підприємством і постачальниками сировини та матеріалів. Предметом такого розподілу є насамперед фінансові ризики, пов'язані із втратою (псуванням) майна (активів) у процесі їх транспортування та здійснення вантажно-розвантажувальних робіт. Форми такого розподілу ризиків регулюються відповідними міжнародними правилами «ІНКОТЕРМС-2000»;

– розподіл ризику між учасниками лізингової операції. Так, при оперативному лізингу підприємство передає орендодавцеві ризик морального старіння використовуваного активу, ризик втрати їм технічної продуктивності (за дотримання встановлених правил експлуатації) і ряд інших видів ризиків, що передбачаються відповідними спеціальними застереженнями, що містяться у контракті;

– розподіл ризику між учасниками факторингової (форфейтингової) операції. Предметом такого розподілу є, у першу чергу, кредитний ризик підприємства, що у переважній його частці передається відповідному фінансовому інституту – комерційному банку або факторинговій компанії. Ця форма розподілу ризику має для підприємства платний характер, однак дозволяє істотною мірою нейтралізувати негативні фінансові наслідки його кредитного ризику.

Ступінь розподілу ризиків, а отже, і рівень нейтралізації їх негативних фінансових наслідків для підприємства, є предметом його контрактних переговорів з партнерами, що відображені за погодженими з ними умовами у відповідних контрактах.

6 Самострахування (внутрішнє страхування). Механізм цього напрямку нейтралізації фінансових ризиків ґрунтується на резервуванні підприємством частини фінансових ресурсів, що дозволяє переборювати негативні фінансові наслідки з тих фінансових операцій,

щодо яких ці ризики не пов'язані з діями контрагентів. Основними формами цього напрямку нейтралізації фінансових ризиків є:

- формування резервного (страхового) фонду підприємства. Він створюється відповідно до вимог законодавства та статуту підприємства. На його формування спрямовується не менше 5% суми прибутку, отриманого підприємством у звітному періоді;

- формування цільових резервних фондів. Прикладом такого формування можуть служити: фонд страхування цінового ризику (на період тимчасового погіршення кон'юнктури ринку); фонд зниження ціни товарів на підприємствах торгівлі; фонд погашення безнадійної дебіторської заборгованості з кредитних операцій підприємства тощо. Перелік таких фондів, джерела їх формування та розміри відрахувань у них визначаються статутом підприємства та іншими внутрішніми документами і нормативами;

- формування резервних сум фінансових ресурсів у системі бюджетів. Такі резерви передбачаються звичайно у всіх видах капітальних бюджетів і в ряді гнучких поточних бюджетів;

- формування системи страхових запасів матеріальних і фінансових ресурсів щодо окремих елементів оборотних активів підприємства. Такі страхові запаси створюються за грошовими активами, сировині, матеріалах, готовій продукції. Розмір потреби в страхових запасах за окремими елементами оборотних активів встановлюється в процесі їх нормування;

- нерозподілений залишок прибутку, отриманого у звітному періоді. До його розподілу він може розглядатися як резерв фінансових ресурсів, який спрямовують за необхідності на ліквідацію негативних наслідків окремих фінансових ризиків. Використовуючи цей механізм нейтралізації фінансових ризиків, треба мати на увазі, що страхові резерви у всіх їх формах, хоч і дозволяють швидко відшкодувати завдані підприємству фінансові втрати, однак «заморожують» використання досить відчутної суми фінансових засобів. Унаслідок цього знижується ефективність використання власного капіталу підприємства, підсилюється його залежність від зовнішніх джерел фінансування. Це означає необхідність оптимізації сум резервованих фінансових засобів з позицій майбутнього їх використання для нейтралізації лише окремих видів фінансових ризиків. До числа таких ризиків можуть бути віднесені: незастраховані види фінансових ризиків; фінансові ризики припустимого та критичного рівнів з невисокою ймовірністю виникнення; більшість фінансових ризиків припустимого рівня, розрахунко-

ва вартість передбачуваного збитку щодо яких невисока.

7 Страхування. Перше, із чим стикається керівник підприємства в процесі управління діяльністю своєї фірми, – визначення тих ризиків, які мають потребу в страховому захисті. Як правило, найпоширеніші види страхування в середовищі бізнесу – страхування майна фірми, страхування відповідальності керівників і співробітників, страхування співробітників від нещасного випадку на виробництві та різноманітне страхування кредитних ризиків.

Проте страхування кредитів – так званий захист від неплатежу позичальника – на сьогоднішній момент вважається чи не одним із найпоширеніших на розвинених страхових ринках видом страхування фінансових ризиків. Можна стверджувати, що страхування кредитів є важливим важелем, спрямованим на зменшення або усунення кредитного ризику, пов'язаного з наданням розстрочки покупцеві компанії-продавцем.

Як правило, **страхування кредитів** – це договір страхування, що гарантує повернення грошей кредиторів у разі некредитоспроможності дебітора. Звичайно кредитне страхування визначається як засіб, спрямований на зменшення або усунення кредитного ризику компанії, що надає кредит. Інакше кажучи, цей вид страхування здатний захистити фірму-кредитора від усіх ризиків, пов'язаних з неплатоспроможністю її боржника або у разі несплати боргу позичальником з якихось інших причин.

Таким чином, кредитне страхування відіграє винятково важливу роль у фінансовому управлінні підприємством, захищаючи фінансові інтереси продавця або кредитора. До того ж саме поняття кредиту містить у собі набагато ширший зміст, ніж просте надання коштів на зворотній основі. Цей термін поєднує також усі можливі ризики, пов'язані з неплатоспроможністю кожної зі сторін угоди після її здійснення.

СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Кузнецова, С. А. Фінансовий менеджмент [Текст] : навч. посіб. / С. А. Кузнецова. – К. : ЦУЛ, 2014. – 124 с.
2. Бедринець, М. Д. Фінансовий менеджмент у малому бізнесі [Текст] : навч. посіб. / М. Д. Бедринець, А. В. Сурженко. – К. : ЦУЛ, 2016. – 352 с.
3. Фінансовий менеджмент [Текст] : навч. посіб. / І. О. Школьник, В. М. Кремень, С. М. Козьменко [та ін.] ; ред.: І. О. Школьник, В. М. Кремень ; рец.: І. В. Алексєєв, І. Г. Лук'яненко, С. М. Фролов ; Національний банк України, Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". – К. : ЦУЛ, 2014. – 488 с.
4. Фінансовий менеджмент [Текст] : навч. посіб. / В. М. Боронос, І. Д. Скляр, І. М. Кобушко [та ін.] ; за заг. ред. В.М. Бороноса. – Суми : СумДУ, 2012. – 539 с.
5. Шелудько, В. М. Фінансовий менеджмент [Текст] : підручник / В. М. Шелудько. – 2-ге вид., стереотип. – К. : Знання, 2013. – 375 с.
6. Пазинич, В. І. Фінансовий менеджмент [Текст] : навч. посіб. / В. І. Пазинич, А. В. Шулешко. – К. : ЦУЛ, 2011. – 408 с.
7. Управління фінансами суб'єктів господарювання: практикум [Текст] : навч. посіб. / А. П. Вожжов, Г. С. Азізов, Н. В. Алесіна [та ін.] ; За ред. А.П. Вожжова. – К. : Знання, 2014. – 324 с.
8. Управління фінансами акціонерного товариства [Текст] : навч. посіб. / С. В. Леонов, Н. Г. Пігуль, І. М. Боярко [та ін.] ; рец.: О. М. Теліженко, О. М. Костюк, О. М. Колодізев. – Суми : Укр. акад. банк. справи НБУ, 2013. – 305 с.
9. Кукурудза, А. О. Фінансовий менеджмент доходності бізнесу [Текст] / А. О. Кукурудза, Н. С. Щербина ; наук. кер. П.М. Боровик // Вісник Київського інституту бізнесу та технологій. – 2016. – № 2. – С. 49.
10. Мицак, О. В. Фінансовий менеджмент [Текст] : навч. пос. / О. В. Мицак, І. Р. Чуй. – 2-ге вид., перероб. і доп. – Львів : Магнолія 2006, 2013. – 228 с.
11. Бланк И.А. Управление активами: – К.: Ника-Центр, Эльга, 2002. – 720с.
12. Коваленко Л.О., Ремньова Л.М. Фінансовий менеджмент: навчальний посібник. - 3-тє вид., виправл. і допов. - К. : Знання, 2008. - 483с.

13. Крамаренко Г.О. Фінансовий аналіз і планування. – Київ: Центр навчальної літератури, 2003.- 224с.
14. Маслова С.О., Опалов О.А. Фінансовий ринок: навчальний посібник. - К.: Каравела, 2003. - 344с.
15. Мертенс А.В. Инвестиции: курс лекций по современной финансовой теории. – К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997. –416с.
16. Ситник Л.С. Фінансовий менеджмент: навч. посібник. – К.: Центр навчальної літератури, 2006. – 352с.
17. Смолянська О.Ю. Фінансовий ринок: навчальний посібник. - Київ: Центр навчальної літератури, 2005.- 384с.
18. Тарасюк Г.М., Шваб Л.І. Планування діяльності підприємства: навч. посіб. – К.: Каравела, 2003. – 432с.
19. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2003. – 554с.
20. Фінанси підприємств: тести, задачі, методичні рекомендації: навч. посіб. / за ред. В.З.Потій.- К.: КНЕУ, 2005.– 244с.
21. Фінансовий менеджмент: підручник / кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А.М. Поддєрьогін. – К.: КНЕУ, 2008. – 536с.
22. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: підручник. — К.: Знання, 2006. – 535с.

Нормативна і довідкова література

23. Господарський кодекс України від 16.03.2003р., №436-IV.
24. Податковий кодекс України [Електронний ресурс] : Кодекс від 02.12.2010 № 2755-VI // Верховна Рада України. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.

Інформаційні ресурси в Інтернеті.

25. Масовий відкритий онлайн-курс «Фінансовий менеджмент» на платформі Prometheus. Режим доступу: https://edx.prometheus.org.ua/courses/NAUKMA/101/2014_T2/about
26. Масовий відкритий онлайн-курс «Financial Management» на платформі Coursera. Режим доступу: <https://www.coursera.org/specializations/financial-management>