

МІНІСТЕРСТВО ФІНАНСІВ УКРАЇНИ
ДНІПРОПЕТРОВСЬКА ДЕРЖАВНА ФІНАНСОВА АКАДЕМІЯ

**УПРАВЛІННЯ
КОРПОРАТИВНИМИ
ФІНАНСАМИ**
Навчальний посібник

За науковою редакцією кандидата економічних наук
Н.М. Дєєвої

Дніпропетровськ – 2006

УДК 334.784:336.64
ББК 65.290-93

Рекомендовано
 Міністерством освіти і науки України
 як навчальний посібник для студентів
 вищих навчальних закладів
 (лист № 1.4/18-Г-254 від 19.06.2006)

Управління корпоративними фінансами: Навчальний посібник / Н.М. Деєва, В.Я. Олійник, Т.Ф. Григораш та ін.; За наук. редакцією Н.М. Деєвої. – Дніпропетровськ: ДДФА, 2006. – 198 с.

ISBN 966-8866-05-3

Корпоратизація економіки держави має виступати вирішальним чинником забезпечення конкурентоспроможності вітчизняного виробника в умовах зростання процесів глобалізації. Це зумовлює актуальність підготовки фахівців з фінансового менеджменту в сфері управління корпоративними фінансами.

Навчальний посібник «Управління корпоративними фінансами» розкриває комплекс питань функціонування корпорацій, зокрема управління власним і позиковим капіталом, діяльності корпорацій на фінансовому ринку тощо.

Навчальний посібник призначений для студентів магістратури, викладачів та всіх, хто цікавиться питаннями фінансового менеджменту корпоративних підприємств.

Рецензенти: **Ковальчук К.Ф.** – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів Національної металургійної академії України

Сазонець І.Л. – доктор економічних наук, професор, зав. кафедри міжнародного менеджменту Дніпропетровського національного університету

Щетинін А.І. – доктор економічних наук, професор, декан економічного факультету Академії митної справи України

Рекомендовано до друку вченою радою Дніпропетровської державної фінансової академії. Протокол № 7 від 25.04.2005 р.

© Деєва Н.М., Олійник В.Я., Григораш Т.Ф., Григораш Г.В., Буряк А.В., 2006

© Дніпропетровська державна фінансова академія, 2006

ISBN 966-8866-05-3

ЗМІСТ

Передмова	5
ТЕМА 1. ОСОБЛИВОСТІ ОРГАНІЗАЦІЇ І ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАЦІЙ	8
1.1. Корпорація як тип організації підприємницької діяльності	8
1.2. Реорганізація акціонерних товариств.....	14
1.3. Система корпоративного управління	19
1.4. Формування та розвиток корпоративних відносин в Україні	24
ТЕМА 2. ДІЯЛЬНІСТЬ КОРПОРАЦІЙ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ	30
2.1. Роль корпорації на фінансовому ринку.....	30
2.2. Операції з корпоративними цінними паперами на фондовому ринку.....	34
2.3. Формування і розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні.....	39
2.4. Державне регулювання випуску та обігу корпоративних цінних паперів у зарубіжних країнах і в Україні.....	43
ТЕМА 3. ВИТРАТИ, ДОХІД І ПРИБУТОК КОРПОРАЦІЇ	49
3.1. Склад витрат корпорації.....	49
3.2. Виручка (дохід) організації.....	53
3.3. Цінова політика корпорації та її вплив на виручку від реалізації продукції.....	56
3.4. Планування прибутку.....	59
ТЕМА 4. АНАЛІЗ ФІНАНСОВОЇ ЗВІТНОСТІ КОРПОРАЦІЙ	66
4.1. Фінансова звітність корпорацій.....	66
4.2. Консолідована фінансова звітність.....	73
4.3. Показники, що визначають положення корпорації на фондовому ринку.....	75
ТЕМА 5. ЦІНА КАПІТАЛУ ТА УПРАВЛІННЯ ЙОГО СТРУКТУРОЮ ..	89
5.1. Визначення вартості капіталу та активів з урахуванням фактора часу.....	89
5.2. Методичний підхід до формування капіталу.....	97
5.3. Середньозважена і гранична вартість капіталу.....	99
5.4. Методи визначення вартості (ціни) компанії.....	104
5.5. Методи розрахунку оптимальної вартості капіталу.....	106
ТЕМА 6. УПРАВЛІННЯ ВЛАСНИМ КАПІТАЛОМ	111
6.1. Політика формування власного капіталу.....	111
6.2. Оцінка окремих елементів власного капіталу.....	114
6.3. Емісійна та дивідендна політика.....	117

ТЕМА 7. УПРАВЛІННЯ ПОЗИКОВИМ КАПІТАЛОМ.....	124
7.1. Склад позикового капіталу та оцінка вартості його залучення.....	124
7.2. Формування позикового капіталу у формі облігаційних позик.....	127
7.3. Ефект фінансового важеля та його використання в управлінні залученим капіталом.....	129
7.4. Показники ефективності використання позикового капіталу.....	132
ТЕМА 8. ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙ В ОСНОВНИЙ КАПІТАЛ..	138
8.1. Інвестиційна політика підприємства.....	138
8.2. Джерела фінансування капітальних вкладень.....	140
8.3. Методи вартісної оцінки ефективності інвестиційних проектів.....	143
8.4. Оцінка ефективності фондового портфеля.....	148
ТЕМА 9. ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙ В ОБОРОТНИЙ КАПІТАЛ	153
9.1. Загальна характеристика інвестицій в оборотні активи і моделювання поточних фінансових потреб.....	153
9.2. Вибір політики комплексного оперативного управління оборотними активами і короткостроковими зобов'язаннями.	156
9.3. Оцінка ефективності використання оборотних активів...	158
ТЕМА 10. КОРПОРАТИВНЕ ФІНАНСОВЕ ПЛАНУВАННЯ.....	164
10.1. Стратегічні напрямки розвитку і об'єкти планування.	164
10.2. Практика фінансового планування в Україні та за кордоном.....	168
10.3. Бюджетування підприємства.....	171
Список використаних та рекомендованих джерел.....	175
Додаток А. Баланс умовного АТ.....	179
Додаток Б. Звіт про фінансові результати умовного АТ.....	181
Глосарій.....	183
Предметний покажчик.....	191

Передмова

Ринкова трансформація національної економіки України привела до виникнення і розповсюдження нового для країни організаційно-правового типу підприємств - акціонерних товариств (АТ) закритого і відкритого типу. Згідно з традиціями ринкової системи вони набули узагальненої назви «фірма» і виступають основною ланкою економічної системи, поступово замінюючи використовуваний раніше термін «підприємство».

Акціонерні товариства – (joint stock company) – історично виникли у зв'язку з потребою формувань приватної власності із залученням до своєї сфери фінансового капіталу. Це здійснюється шляхом емісії і розміщення акцій – своєрідних вкладень (інвестицій) громадян, які набувають певних прав участі в управлінні фірми (товариства, компанії) та розподілі її прибутків. У процесі еволюції акціонерних підприємств реалізується економічний закон перманентної концентрації капіталу, внаслідок чого утворюються крупні підприємницькі структури – корпорації. Досвід світової господарської практики показує, що лише високоінтегрований корпоративний капітал у змозі надати потужний імпульс динамічному розвитку економіки, оволодінню результатами науково-технічного прогресу, зростанню добробуту населення і вирішенню соціальних проблем суспільства. Цьому сприяє іманентний потенціал фінансового механізму функціонування корпорацій, корпоративне управління – менеджмент корпоративних фінансів.

Частка корпоративного сектору в економіці України вже зараз складає близько 75% в загальному обсязі виробництва продукції та надання послуг. У 35 тисячах акціонерних товариствах асоційовано майже 17 мільйонів акціонерів як виразників інтересів корпоративного капіталу, що становлять ядро нової, ринкової системи господарювання в країні, орієнтованої на інтеграцію з Європейським Союзом. Це зумовлює необхідність відпрацювання сучасної системи корпоративного управління як на рівні загальнонаціональному (державному), так і на рівні окремих господарюючих суб'єктів.

Запровадження корпоративної системи відносин у механізмі корпоративного управління зумовлено такими причинами:

- перехід від фази накопичення до застосування прозорих, ефективних схем функціонування корпоративного капіталу з метою отримання прибутку, достатнього для забезпечення бажаних темпів соціально-економічного зростання та розширення сфер застосування цього капіталу;

- відхід власників капіталу від оперативного управління бізнесом і передача повноважень професійним найманим менеджерам;
- необхідність істотного поповнення фінансових ресурсів бізнес-структур з джерел фінансового ринку, в тому числі й за рахунок інвестицій зарубіжного капіталу;
- пошук шляхів зниження ризиків заходами фінансового ризик-менеджменту;
- загострення конкуренції між транснаціональними та вітчизняними корпораціями як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках у процесі посилення глобалізації світової економіки.

Кожна країна має свою модель корпоративного управління, характерні риси якої обумовлені особливостями розвитку національної економіки. На сучасному етапі корпоратизація національної економіки є умовою реалізації інвестиційно-інноваційної моделі досягнення її конкурентоспроможності. Становлення якісної системи корпоративного управління повинно вирішити такі завдання:

- захист прав як дрібних акціонерів, так і крупних власників корпоративного капіталу та право держави на управління акціонерними товариствами з державною часткою власності;
- встановлення балансу між економічними інтересами власників (дрібних, середніх, крупних) корпоративованого капіталу і держави шляхом відпрацювання ефективних фінансових механізмів корпоративного менеджменту та корпоративної культури для підвищення ефективної результативності функціонування економіки, розширення інвестиційно-інноваційних можливостей зростання корпоративного підприємства;
- сприяння впровадженню прозорих стандартів законодавчого регулювання корпоративного сектору економіки.

Наявність та ефективність функціонування системи корпоративного управління сьогодні є однією з головних умов не лише соціально-економічного зростання українського суспільства, а й утвердження базових умов демократизації устрою та участі в процесі загальноцивілізаційного поступу.

У навчальному посібнику «Управління корпоративними фінансами» наведено теоретичні засади та представлено практичні аспекти функціонування вітчизняних корпорацій, що дозволить майбутнім спеціалістам отримати фахові знання з управління корпоративними фінансами.

У темі 1 «Особливості організації і функціонування корпорацій» розглядаються сутність корпорацій як форми організації підприємницької діяльності, види реорганізації акціонерних товариств,

система управління фінансами корпорацій та організаційне забезпечення діяльності акціонерних товариств в Україні.

У темі 2 *«Діяльність корпорацій на фінансовому ринку»* розглядаються особливості формування корпоративних цінних паперів в Україні та державне регулювання випуску й обігу корпоративних цінних паперів у зарубіжних країнах і в Україні.

Тема 3 *«Витрати, дохід і прибуток корпорації»* знайомить із складом витрат корпорації, порядком формування виручки корпорації, розробкою цінової політики.

У темі 4 *«Аналіз фінансової звітності корпорацій»* дано характеристику форм фінансової звітності корпорацій, а також методик визначення й аналізу фінансових коефіцієнтів. У додатках посібника наводиться фінансова звітність умовного акціонерного товариства для проведення фінансового аналізу його діяльності.

Тема 5 *«Ціна капіталу та управління його структурою»* містить методичні засади формування капіталу й оцінки його вартості, а також заходи щодо оптимізації його структури.

У темі 6 *«Управління власним капіталом»* розглядається політика формування власного капіталу корпорації, методика розрахунку загальної потреби у власних фінансових ресурсах у прогностичному періоді, оцінки основних елементів власного капіталу, а також теоретичні засади емісійної та дивідендної політики.

У темі 7 *«Управління позиковим капіталом»* представлено склад та особливості оцінки позикового капіталу, подано методику розрахунку ефекту фінансового важеля, а також наведено методику аналізу ефективності використання позикового капіталу.

Темі 8 *«Фінансування інвестицій в основний капітал»* присвячено висвітленню проблемних аспектів виробничих інвестицій підприємства, методів їх вартісної оцінки, а також методів вартісної оцінки портфельних інвестицій.

Тема 9 *«Фінансування інвестицій в оборотний капітал»* містить загальну характеристику інвестицій в оборотні активи, показники оцінки ефективності управління оборотними активами, управління поточними фінансовими потребами, а також заходи щодо поліпшення управління товарно-матеріальними запасами і дебіторською заборгованістю.

У темі 10 *«Корпоративне фінансове планування»* розглядаються особливості фінансового планування корпорацій в Україні та за кордоном, надається характеристика окремих видів бюджетів, що можуть використовуватися підприємством у його роботі.

Навчальний посібник *«Управління корпоративними фінансами»* призначений для студентів магістратури, викладачів та всіх, хто цікавиться питаннями фінансового менеджменту корпоративних підприємств.

ТЕМА 1. ОСОБЛИВОСТІ ОРГАНІЗАЦІЇ І ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАЦІЙ

Програмна анотація

- 1.1. Корпорація як тип організації підприємницької діяльності
- 1.2. Реорганізація акціонерних товариств
- 1.3. Система управління фінансами корпорацій
- 1.4. Формування та розвиток корпоративних відносин в Україні

Основні терміни й поняття

Корпорація; види акціонерних товариств; реорганізація акціонерних товариств; фінансовий менеджмент корпорацій; механізми корпоративного управління; методи внутрішнього контролю; методи зовнішнього контролю; моделі управління корпорацією; принципи корпоративного управління; органи управління акціонерним товариством; механізми контролю за діяльністю корпорацій в Україні.

1.1. Корпорація як тип організації підприємницької діяльності

Акціонерні товариства – це підприємства, усі власники яких несуть обмежену відповідальність.

У США термін «компанія» вживається здебільшого щодо некомерційних організацій. Для комерційних фірм, що діють на принципі обмеженої відповідальності власників, у США та багатьох інших країнах існує поняття «корпорація», яке походить від середньовічного латинського *corporatio* (об'єднання, співтовариство). За законодавством цих країн у назву підприємств такого типу має включатись слово «корпорація» (corporation) чи «корп.» (Corp.), або «інкорпорейтед» (Incorporated) чи «інк.» (Inc.).

Акціонерні товариства (АТ) виникли у період первісного накопичення капіталу і набули значного поширення в епоху домонополістичного капіталізму. Домінуючою формою капіталістичних підприємств і головною формою капіталістичних монополій вони стали у сучасний період.

Попередниками сучасних акціонерних товариств можна вважати англійську Ост-Індійську компанію (1600 р.); голландську Ост-Індійську компанію (1602 р.), французьку «Компані дез Енд оксіданталь». Однак до 30-х років XIX ст. акціонерні товариства були відносно рідкісним явищем. Основною формою капіталістичних підприємств були такі, що належали приватним особам.

Поштовху розвитку АТ надало будівництво залізниць, яке активно розпочалось у 30-ті роки XIX ст. Акціонерне товариство стає домінуючою формою капіталістичного підприємства спочатку у сфері залізничного транспорту і кредиту (акціонерні банки). З розвитком важкої промисловості з високою питомою вагою основного капіталу в сукупному капіталі промислових підприємств і зростанням концентрації та монополізації промисловості акціонерна форма стає домінуючою у всіх галузях, крім сільського господарства.

У Німеччині напередодні франко-прусської війни 1870-1871 рр. було всього 459 акціонерних товариств. У 1909 р. їх кількість уже перевищила 5,2 тис. (капітал 14,7 млрд. марок), перед Другою світовою війною акціонерних товариств було близько 5,5 тис. з капіталом 21 млрд. марок. У Великобританії за 1914-1937 рр. кількість акціонерних товариств зросла з 64,7 тис. до 153,8 тис., а акціонерний капітал – з 12,1 до 30,1 млрд. дол. Питома вага акціонерних товариств у загальній кількості промислових підприємств США за період з 1904 по 1939 рр. зросла з 23,6 до 51,7%, а в продукції промисловості – із 73,7 до 92,6%. На частку АТ у Сполучених Штатах припадало 69% у 1947 р., 78% у 1962 р. сукупної виручки всіх підприємств.

У дореволюційній Росії перше акціонерне товариство – «Російська у Константинополі торгуюча компанія» – виникло у 1757 р., а у 1861 р. уже налічувалось 120 АТ (без залізниць) з капіталом 100 млн. руб., у 1881 р. – 635 з капіталом 840 млн. руб., на початку 1917 р. – 2,9 тис. з капіталом 6,7 млрд. руб. Для багатьох акціонерних товариств царської Росії була характерною участь іноземного капіталу. У 1916-1917 рр. в акціонерних товариствах видобувної галузі іноземним монополіям належав 91% капіталу, у металообробній – 42%, у хімічній промисловості – 50%, текстильній – 28%.

Нині акціонерні товариства є основною організаційно-правовою формою капіталістичних підприємств та монополій

у всіх сферах економіки розвинених країн. На сучасному етапі розвитку капіталізму АТ є не лише формою централізації вільних капіталів, а й засобом мобілізації збережень населення для перетворення їх у капітал. Цьому сприяє емісія дрібних акцій, а також розподіл акцій серед своїх робітників і службовців.

До початку 2004 року в Україні загальні правила та умови діяльності акціонерних товариств регламентувалися Цивільним кодексом Української РСР (ст.23-40) та основоположними актами з питань підприємницької діяльності, зокрема, Законами України «Про підприємництво» і «Про підприємства в Україні», які з 1 січня 2004 року втратили чинність. Спеціальні ж норми містилися в Законі України «Про господарські товариства», який врегульовував правила створення, діяльності, права і обов'язки учасників та засновників акціонерних товариств.

Прийняття спеціального закону «Про акціонерні товариства» вже кілька років блокується Верховною Радою України, і проект цього закону, внесений Кабінетом Міністрів, досі не розглянуто навіть в першому читанні. Хоча слід зазначити, що прийняття цього закону в тому вигляді, в якому він на сьогодні перебуває на розгляді в парламенті, не може в повній мірі вирішити існуючі проблеми щодо забезпечення захисту прав власників цінних паперів.

Однак з 1 січня 2004 року в Україні діють три нормативних акти, якими регулюються правила створення та діяльності акціонерних товариств.

Так, у Господарському кодексі України (надалі – ГК України), загальним питанням створення підприємств присвячено ст.ст.62-72, а господарським товариствам – ст.ст.79-92. У Цивільному кодексі України (надалі – ЦК України) загальним положенням про діяльність господарських товариств відведено ст.ст.113-118, а спеціальним нормам щодо акціонерних товариств – ст.ст.152-162. Також розповсюджується на акціонерні товариства і дія загальних норм про юридичних осіб, закріплена у ст.ст.80-112 ЦК України.

Крім того, не втратив чинності Закон України «Про господарські товариства» (надалі – Закон), останні зміни до якого вносилися ще у лютому 2004 року. Отже, окремі положення Закону не були приведені у відповідність до нових, чинних на сьогодні кодифікованих актів.

На сьогоднішній день в Україні існують два види АТ: відкриті та закриті. Відкритим акціонерним є товариство, акції якого можуть розповсюджуватися шляхом відкритої підписки та купівлі-продажу на біржах. Закритим є акціонерне товариство, акції якого розподіляються між засновниками і не можуть розповсюджуватися шляхом відкритої підписки та продаватися на біржі.

Закрите акціонерне товариство (ЗАТ) має право випускати лише іменні акції і може бути перетворене на ВАТ шляхом реєстрації акцій у порядку, передбаченому законодавством та внесення змін до статуту цього товариства.

Розглянемо **фінансові особливості створення і діяльності АТ**. Акціонерні товариства створюються шляхом заснування або реорганізації існуючої юридичної особи та діють на підставі установчого договору і статуту. Засновниками АТ можуть бути як юридичні особи, так і громадяни. Для створення товариства їм необхідно підписатися на акції, провести установчі збори і здійснити державну реєстрацію АТ. Термін відкритої підписки не повинен перевищувати шести місяців. Конкретний термін підписки, а також інші основні відомості щодо створення АТ, зокрема розмір статутного фонду, номінальна вартість акції, кількість і види акцій тощо, зазначаються в повідомленні, яке публікують засновники. Статутний фонд АТ не повинен бути менший від суми, еквівалентної 1250 мінімальним заробітним платам (виходячи зі ставки мінімальної заробітної плати, що діяла на момент створення АТ).

Вкладами у статутний фонд АТ можуть бути грошові кошти, будівлі, споруди, устаткування та інші матеріальні цінності, цінні папери, права на користування землею, водою та іншими природними ресурсами, матеріальними цінностями, а також інші майнові права (у тому числі на інтелектуальну власність). Для формування статутного фонду АТ забороняється використовувати бюджетні кошти, а також кошти, одержані у кредит та під заставу.

Розповсюдження акцій при створенні як ВАТ, так і ЗАТ має відбуватися однаково – шляхом розподілу між засновниками. Тому при заснуванні ВАТ у випадку, коли всі акції розподіляються між засновниками, до дня скликання установчих зборів має бути внесено не менше 50% номінальної вартості акцій.

Статутний фонд АТ може збільшуватись або зменшуватись. Рішення про збільшення або зменшення статутного фонду

АТ приймається загальними зборами акціонерів або ж правлінням товариства (при зміні статутного фонду не більш як на третину за умови, якщо це передбачено статутом). Рішення про внесення змін до статуту, у тому числі пов'язані зі зміною статутного капіталу, приймаються виключно загальними зборами акціонерів більшістю у три чверті голосів акціонерів, які беруть участь у зборах.

Товариство має право збільшити статутний фонд, якщо всі раніше випущені акції повністю сплачені за вартістю не нижче від номінальної. Статутний фонд збільшується шляхом випуску нових акцій, обміну облигацій на акції або підвищення номінальної вартості акцій. Причому при проведенні збільшення статутного капіталу відкритим АТ до дня реєстрації змін до статуту, що пов'язані зі збільшенням статутного капіталу за рахунок додаткових внесків, кожен з акціонерів повинен сплатити не менше 30% номінальної вартості акції.

Забороняється випускати акції для покриття збитків, пов'язаних з господарською діяльністю АТ.

Зменшується статутний фонд шляхом зниження номінальної вартості акцій або їх кількості за рахунок викупу частини акцій з метою їх анулювання у разі, якщо це передбачено статутом. Зменшення статутного капіталу товариства допускається після повідомлення про це всіх його кредиторів у порядку, встановленому законом. При цьому кредиторам надається право вимагати дострокового припинення або виконання товариством відповідних зобов'язань та відшкодування збитків.

Акціонерне товариство, що випускає іменні акції, повинне вести реєстр власників акцій. Якщо кількість акціонерів не перевищує 500, то емітент може вести реєстр самостійно, отримавши дозвіл на це у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). Якщо власників іменних цінних паперів понад 500, то емітент зобов'язаний доручити ведення реєстру реєстратору, уклавши з ним договір на ведення реєстру власників іменних цінних паперів. Такий договір емітент може укласти лише з одним реєстратором. Реєстратор – це юридична особа, що здійснює реєстраційну діяльність за дозволом ДКЦПФР на ведення реєстру іменних цінних паперів.

В Україні встановлено, що для захисту прав інвесторів, посилення контролю за діяльністю стратегічних підприємств

та підприємств, які займають монопольне становище на ринку, фірми-реєстратори зобов'язані подавати до ДКЦПФР інформацію про власників, які володіють більш як 10% акцій емітента.

Значний вплив на можливість існування АТ мають результати його фінансово-господарської діяльності. Так, після закінчення фінансового року акціонерне товариство має провести порівняння вартості чистих активів зі статутним капіталом. Якщо вартість чистих активів (активи, за вирахуванням зобов'язань) буде меншою від розміру статутного капіталу, АТ зобов'язане буде зменшити останній. Якщо вартість чистих активів стає меншою від мінімального розміру статутного капіталу, встановленого законом, товариство підлягає ліквідації.

Не можна оголошувати та виплачувати дивіденди у таких випадках: до повної сплати всього статутного капіталу; при зменшенні вартості чистих активів АТ до розміру, меншого ніж розмір статутного капіталу і резервного фонду.

Стосовно відчуження акцій, раніше акціонери як ВАТ, так і ЗАТ відчужували належні їм акції за однаковими правилами: без згоди інших акціонерів та товариства. З 1 січня 2004 р. акціонери ЗАТ мають переважне право на придбання акцій, що продаються іншими акціонерами товариства, тобто власник акцій ЗАТ повинен спочатку запропонувати їх акціонерам, а вже потім, якщо серед них не знайдеться бажаючих придбати акції, може продати їх третім особам або Товариству.

Розглянемо деякі **особливості оподаткування АТ**.

В Україні для АТ існують ті ж самі умови оподаткування, що і для підприємств інших організаційно-правових форм. Особливості оподаткування стосуються тільки дивідендних виплат та операцій з цінними паперами АТ. Зокрема, встановлено різний порядок виплати дивідендів для резидентів і нерезидентів. Резидентам – власникам корпоративних прав – дивіденди можуть виплачуватися незалежно від результатів діяльності АТ. При цьому розподілу на дивіденди можуть підлягати прибуток звітного й минулих звітних періодів, а також кошти фондів економічного стимулювання та фондів спеціального призначення. Особливість оподаткування дивідендних виплат в Україні полягає в тому, що АТ повинне перераховувати авансовий внесок з податку на прибуток у розмірі 25% відрахованої суми для резидентів до виплати дивідендів або

одночасно з нею. При цьому нарахований податок на прибуток зменшується на суму внесеного в бюджет авансового внеску.

Якщо за результатами звітного періоду сума податкових зобов'язань платника податків має від'ємне значення, сума авансового внеску, сплаченого у зв'язку з нарахуванням дивідендів, додається для збільшення такого від'ємного значення.

Якщо сума такого авансового внеску перевищує суму податкових зобов'язань підприємства-емітента з податку на прибуток, різниця переноситься для зменшення податкових зобов'язань майбутніх періодів.

Якщо дивіденди виплачуються акціями емітента і це не змінює пропорцій участі всіх акціонерів у статутному фонді АТ, то авансовий внесок не стягується.

Дивіденди, які отримують акціонери – юридичні особи від резидентів, не включаються до складу їх валового доходу, тобто звільняються від подвійного оподаткування. Дивіденди, що сплачуються акціонерам – фізичним особам, включаються до їх сукупного оподаткованого доходу.

Дивіденди як резидентам, так і нерезидентам виплачуються з прибутку, що залишається в розпорядженні АТ після оподаткування.

Важливим при інвестуванні в АТ є те, що до валового доходу емітента, який є об'єктом оподаткування відповідно до Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств», не включаються кошти або вартість майна, що надходять емітенту як прямі інвестиції або реінвестиції в корпоративні права. Практично прямі інвестиції не підлягають оподаткуванню, що є додатковим стимулом для вкладання коштів в акції суб'єктів господарювання.

Операції емісії, розміщення та продажу за гроші цінних паперів, що випущені в обіг АТ (як і іншими суб'єктами підприємницької діяльності), не обкладаються ПДВ.

За операції із цінними паперами справляється державне мито. Зокрема, за реєстрацію інформації про емісію цінних паперів сплачується 0,1% номінальної вартості емісії.

1.2. Реорганізація акціонерних товариств

Діяльність АТ припиняється шляхом його реорганізації (злиття, приєднання, поділу, виокремлення, перетворення) або

ліквідації. Рішення про припинення діяльності АТ у будь-якій формі є виключною компетенцією загальних зборів акціонерів; таке рішення має бути прийняте більшістю (3/4) голосів акціонерів, які беруть участь у зборах. Порядок реорганізації АТ визначається Положенням ДКЦПФР «Про порядок реєстрації випуску акцій та інформації про їх емісію під час реорганізації товариств» від 30.12.98 № 221. У цьому положенні роз'яснюються особливості й порядок реорганізації АТ.

Існує кілька видів реорганізації АТ.

Злиття – утворення нового АТ шляхом передання йому всіх прав та обов'язків двох або кількох АТ з припиненням діяльності останніх. Акціонерні товариства, що беруть участь у злитті, укладають відповідну угоду, де визначаються порядок та умови злиття, а також порядок конвертації акцій кожного товариства в акції нового АТ. Правління товариств виносять на загальні збори акціонерів кожного АТ питання про реорганізацію у формі злиття та про затвердження угоди про злиття.

Приєднання* – припинення діяльності одного або кількох АТ з переданням прав та обов'язків іншому товариству. Акціонерне товариство, що приєднується, і товариство, до якого це АТ приєднується, укладають відповідну угоду, де визначаються порядок та умови приєднання, а також порядок конвертації акцій товариства, що приєднується, в акції АТ, до якого воно приєднується.

Поділ – припинення діяльності АТ з переданням усіх його прав та обов'язків новоствореним товариствам відповідно до розподільного балансу і з визначенням порядку конвертації акцій АТ, що реорганізується, в акції товариства, що утворюється.

Виокремлення – створення одного або кількох товариств із переданням їм частини прав і обов'язків АТ, що реорганізується, без припинення діяльності останнього. При цьому складається баланс розподілу, визначаються порядок та умови виокремлення.

Перетворення – перетворення АТ на ТОВ або юридичну особу іншої організаційно-правової форми. До нової юридичної особи переходять права й обов'язки АТ, що перетворюється; вирішуються питання про порядок і умови перетворення, порядок обміну акцій на вклади або паї.

* У законодавстві України вживається термін «злиття» і не вживається «поглинання», тоді як у країнах з розвинутою ринковою економікою поширені обидва терміни.

Ліквідація – добровільна ліквідація АТ за рішенням загальних зборів акціонерів, а також на підставі рішення суду або господарського суду за поданням органів, що контролюють діяльність АТ, у разі систематичного або грубого порушення ним законодавства і на підставі рішення господарського суду про визнання товариства банкрутом.

При реорганізації АТ шляхом злиття і приєднання капітали компаній об'єднуються. Досвід зарубіжних АТ засвідчує, що фінансове оформлення цієї процедури залежить від того, чи здійснюється об'єднання компаній як перехід на єдину акцію, чи одна компанія є продавцем, що купує іншу компанію за гроші, чи використовується комбінований варіант – обмін акцій і доплата грошима.

У разі обміну акцій передусім необхідно визначити коефіцієнт обміну. Зарубіжні АТ застосовують кілька способів розрахунку коефіцієнтів обміну, що різняться вибором основи для перерахунку. Такою основою можуть бути декілька показників. Найчастіше використовують такі показники: чисті активи АТ (активи за виключенням зобов'язань) у розрахунку на одну акцію; ринкову ціну акції; чистий прибуток на акцію (ПНА).

Коефіцієнт обміну розраховують діленням вибраного показника компанії, яку купують (приєднують), на показник компанії-покупця.

Якщо одна компанія купує іншу безпосередньо за гроші, то може виникнути ситуація, коли ціна придбання перевищує вартість активів компанії, яку купують. У цьому разі в об'єднаній компанії з'являється новий нематеріальний актив – *гудвіл*, який дорівнює сумі перевищення вартості купівлі над вартістю придбаних активів.

Існує і така форма об'єднання капіталів, як емісія спеціальних облігацій, на які обмінюються акції компанії, що приєднується. У такий спосіб капітал змінює форму з акціонерної на позикову, що позначається на структурі капіталу об'єднаної компанії.

В Україні згідно з зазначеним Положенням ДКЦПФР № 221, під час реорганізації товариств передбачено лише один варіант об'єднання капіталів, а саме: здійснюється обмін акцій товариства, що реорганізовується, на акції товариства, що створюється під час реорганізації.

Антимонопольний комітет України контролює процес реорганізації суб'єктів господарювання з метою попередження

утворення монополістів.

Крім того, у світовій практиці застосовують такі поняття, як дружні та ворожі злиття (поглинання). *Дружнім* вважається злиття, при якому керівництво обох компаній схвалює його і рекомендує акціонерам погодитись із злиттям.

Що ж до фінансового аспекту, то злиття і приєднання компаній можна виправдати лише якщо буде досягнуто таких результатів:

- збільшаться доходи; зменшаться витрати на одиницю виробленої продукції (або наданої послуги);
- підвищиться ефективність капіталовкладень;
- зменшиться сума податків.

Результативність злиття і приєднання пов'язана насамперед з отриманням ефекту синергізму, який полягає в тому, що вартість нової компанії стає вищою від вартості окремих компаній, що злилися.

Якщо керівництво компанії, яку хочуть придбати, не згодне на такі умови і перешкоджає злиттю, то керівництво компанії-покупця безпосередньо звертається до акціонерів компанії, яку хоче придбати. У цьому разі йдеться про *вороже поглинання*, тобто це пропозиція про злиття, на яке не погоджується керівництво компанії, яку мають поглинути.

Багато вітчизняних компаній, перетворившись на об'єкти агресивного поглинання, відчули всі негативні наслідки цього процесу. Розглянемо приклад схеми поглинання та засоби захисту від нього.

Економічна ситуація другої половини 90-х років диктувала необхідність акумуляції досить значних пакетів акцій в одного власника або у групи пов'язаних між собою власників. У цьому разі є важливим ефект несподіваності: зовнішні покупці завжди готові в дуже стислі строки «виплеснути» на ринок фінансові кошти, достатні для купівлі як мінімум блокуючого пакета акцій конкретного емітента 3-го рівня, що складається з 25% плюс одна акція.

У переважній більшості випадків це спричиняє величезну кількість угод з дрібними акціонерами. Початок скуповування акцій викликає стрімке зростання цін на них.

Для захисту від скуповування акцій існує чимало методів, але ми розглянемо два найпоширеніші.

1. «Зустрічна» скупка. Для цього компанія - об'єкт поглинання (її ще називають «компанія-мета») повинна акумулюва-

ти необхідні фінансові ресурси (зазвичай, для цього використовується її оборотний капітал), що вимагає певного часу. Іншими словами, починається своєрідна «гонка озброєнь», в якій емітент виступає у ролі того, хто «женеться» за лідером-поглиначем. Щоб уникнути подібної ситуації, менеджерам компанії необхідно всіма доступними заходами (включаючи моніторинг публікацій у ЗМІ) максимально оперативно та точно відстежувати динаміку змін у реєстрі акціонерів. Можна також заздалегідь здійснити консолідацію розпорочених пакетів акцій.

2. «Отруєні пігулки» для зовнішніх покупців. Загальних правил щодо створення подібних «пігулок» не існує.

Якщо підприємство є монополістом на ринку, тоді «отруєною пігулкою» може стати реструктуризація цього підприємства (наприклад, поділ його на два підприємства). Новостворені підприємства не зможуть посісти положення монополіста на ринку, і тоді поглинання будь-якого з них буде менш привабливим для поглинача, оскільки вже не надасть контролю над монополією*.

Інший приклад «отруєних пігулок» – це поширення акцій нової емісії серед тих працівників підприємства (на вигідних для них умовах), які вже встигли продати свої «старі» акції «поглиначу». При здійсненні такої схеми важливо чітко дотримуватися чинного законодавства.

Акціонерні товариства мають право створювати на території України і за її межами філії, представництва та дочірні підприємства. Фінансові особливості *філій і представництв* полягають у тому, що вони не є юридичними особами. Їх майно обліковується як на балансі АТ, так і на окремих балансах філій і представництв, що здійснюють фінансово-господарську діяльність від імені товариства, яке їх створило і несе фінансову відповідальність за їх діяльність.

Особливості щодо фінансів *дочірнього підприємства АТ* полягають у тому, що воно є юридичною особою, яка має у статутному фонді частку товариства. Дочірнє підприємство несе фінансову відповідальність за свою діяльність і не відповідає за зобов'язаннями основного товариства.

З утворенням дочірніх підприємств пов'язане формування холдингів. Холдингова, або материнська, компанія - це відк-

* Даний захід («отруєні пігулки») матиме сенс лише у тому разі, якщо новостворені підприємства не становитимуть монополії у певній сфері бізнесу.

рите АТ або підприємство іншої організаційно-правової форми, що володіє пакетами акцій одного чи більше дочірніх підприємств і здійснює функції з управління цими підприємствами в межах повноважень, наданих акціями. Материнська і дочірня компанії утворюють холдингову групу.

Серед материнських компаній розрізняють **два види холдингу**:

- *чистий* (створюється спеціально для контролю і управління дочірніми підприємствами і не здійснюється виробничо-господарська або торговельна діяльність);

- *змішаний* (виконує ще й підприємницьку діяльність).

Найчастіше материнська холдингова компанія та її дочірні фірми мають форму ЗАТ або ВАТ. Для створення холдингу акціонерна форма найзручніша.

Контроль над дочірніми фірмами з боку материнської встановлюється на основі володіння певним пакетом акцій.

Для визначення результатів діяльності холдингової групи використовують дані аналізу консолідованої фінансової звітності. Узагальнюючим показником діяльності холдингу може бути рентабельність активів (відношення чистого прибутку до активів).

1.3. Система корпоративного управління

Розглянемо систему корпоративного управління, що формується в Україні. Основну роль у корпоративному управлінні відіграють емітенти, інвестори і держава. Принципи корпоративного управління закладені у законодавство України.

Законодавчо передбачено обов'язкове створення таких органів управління товариством (рис. 1.1):

- вищого органу — загальних зборів;
- наглядової ради (вимагається, якщо чисельність акціонерів перевищує 50);
- виконавчого органу (далі — правління);
- ревізійної комісії.

Взаємовідносини зазначених органів Законом детально не визначаються. Тому основним документом, що може докладно регламентувати управління товариством, є його статут.

Аналіз статутних документів вітчизняних АТ свідчить про наявність у багатьох з них таких недоліків, як нечітке визначення компетенції різних органів управління товариством; ві-

дсутність механізмів контролю акціонерів за діями правління; дієвого та оперативного механізму зміщення членів та голови правління з їх посад у разі зловживання своїми повноваженнями; нерозуміння ролі спостережної ради товариства і нерозкриття внаслідок цього всіх її потенційних можливостей; відсутність нормативного регламентування багатьох процедур, що виникають у процесі діяльності органів товариства тощо.

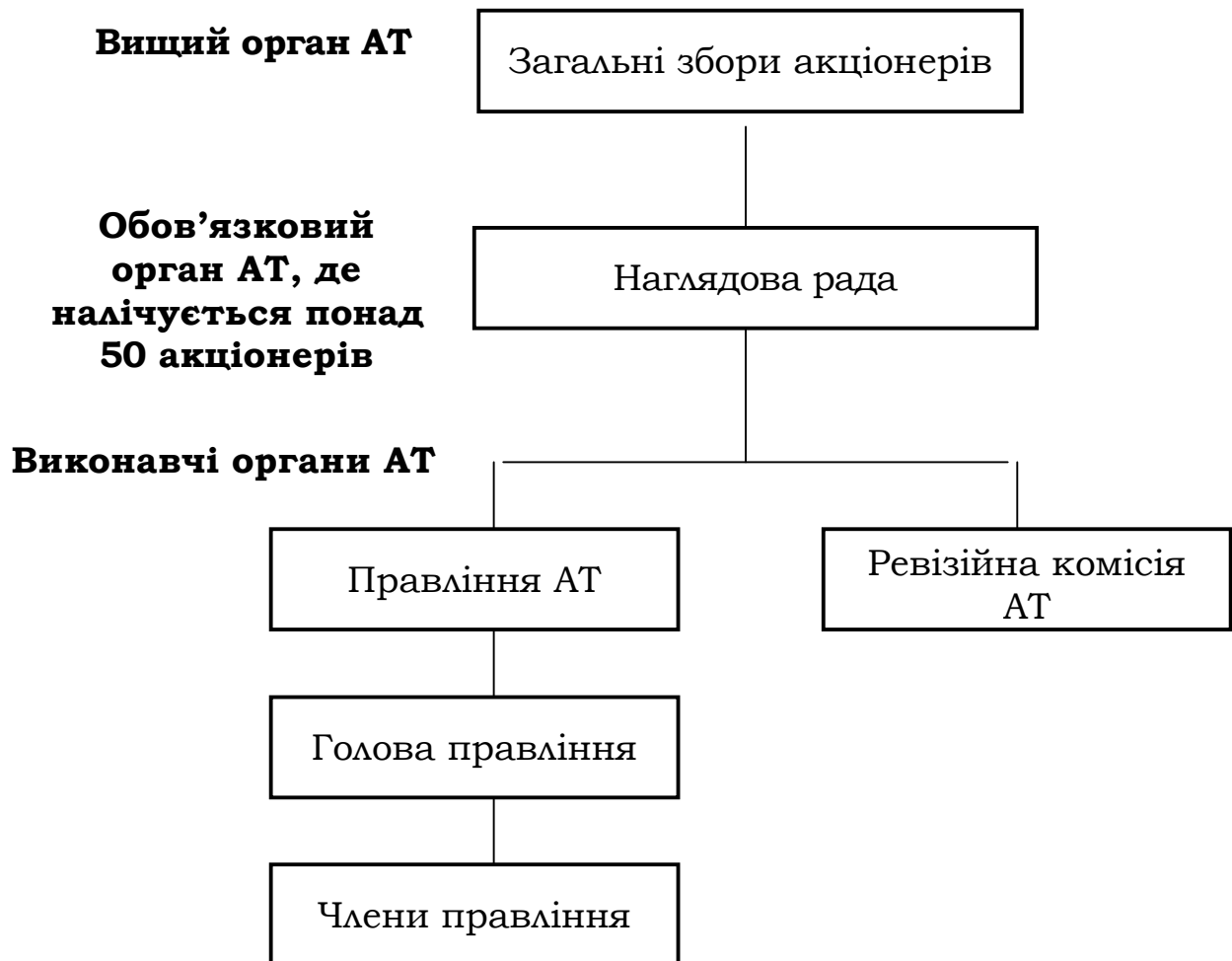


Рис. 1.1. *Органи управління акціонерним товариством*

Розглянемо сферу діяльності органів управління АТ.

Так, до виключної компетенції вищого органу (загальних зборів акціонерів) відноситься:

1. Внесення змін до статуту товариства, у тому числі зміна розміру його статутного капіталу.
2. Обрання членів наглядової ради, а також утворення і відкликання виконавчого та інших органів Товариства.
3. Затвердження річної фінансової звітності, розподіл

прибутку і збитків Товариства.

4. Рішення про ліквідацію товариства.

Наглядова рада створюється для того, щоб представляти інтереси акціонерів у період між проведенням загальних зборів і в межах компетенції, визначеної статутом, контролювати й регулювати діяльність правління.

Загальні збори можуть передавати деякі свої функції у компетенцію наглядової ради.

Правління товариства згідно із Законом здійснює керівництво поточною діяльністю товариства. Крім того, загальні збори можуть винести рішення про передання окремих своїх прав у компетенцію правління. Очолює правління голова, який згідно із статутом повинен мати право діяти від імені товариства без доручення, представляти інтереси товариства в усіх установах і організаціях, мати право підписувати всі документи юридичного, господарського, фінансового та виробничого призначення, розпоряджатися коштами і майном товариства, організувати його діяльність.

Ревізійна комісія створюється для контролю за фінансово-господарською діяльністю правління товариства. Діяльність ревізійної комісії зрештою зводиться до перевірок діяльності правління, аналізу результатів та інформування про це загальних зборів і наглядової ради. Важливою функцією наглядової ради є захист прав акціонерів товариства.

На практиці керівництво фірмою та контроль за її діяльністю від імені акціонерів здійснюються, по-перше, радою директорів, члени якої обираються акціонерами на щорічних зборах, а, по-друге, управляючими (менеджерами).

Залежно від компанії склад ради директорів буває різним. Але здебільшого до неї входять кілька службовців даної корпорації та декілька аутсайдерів. Формування ревізійної групи (audit committee) з директорами-аутсайдерами дає впевненість у тому, що рада буде об'єктивною в оцінці результатів діяльності фірми. Функціями ревізійної групи є, по-перше, наймання незалежних аудиторів компанії для перевірки фінансової діяльності компанії; по-друге, контроль за збереженням ресурсів компанії та забезпечення достовірності бухгалтерських звітів.

Рада директорів визначає основні напрями політики фірми. Її специфічними обов'язками є: санкціонування контрактів,

прийняття рішення про розмір фонду платні службовцям вищої ланки, досягнення домовленості з банками про позички. Важлива функція та виключне право ради – призначення дивідендів, від моменту оголошення яких до фактичної сплати минає, як правило, два-три тижні. Рада директорів призначає управляючих (менеджерів), які реалізують політику компанії.

Більшість акціонерів мало цікавиться діяльністю фірми, їх непокоїть лише розмір доходів. Тому право управляти корпорацією надається професіоналам, а не власникам капіталу (акціонерам). Таким чином, інтереси акціонерів і виконавчих органів АТ, у принципі, збігаються – усі вони прагнуть одержати якомога більший прибуток. Щоправда, це буває не завжди. Наприклад, якщо управляючі вважають за необхідне використати весь прибуток на розширення виробництва, їхні інтереси тимчасово розходяться з інтересами акціонерів.

Той факт, що управління справами фірми доручається професіоналам, є безперечною перевагою корпорацій і однією з головних передумов ефективної роботи.

Безпосереднє управління фірмою здійснюють службовці з числа її керівного складу: президент, віце-президент, скарбник, головний бухгалтер-контролер та секретар. Вони відповідають за діяльність компанії.

Кількість та види виконавців, які займаються фінансовим менеджментом, як правило, залежать від розмірів фірми.

У більшості великих компаній вище керівництво з питань фінансів знаходиться на тому ж рівні, що й управління виробництвом та збутом. Слід підкреслити, що тільки великі компанії мають віце-президента з фінансів (*vice president finance*). У середніх корпораціях є лише скарбник (*treasurer*) та головний бухгалтер-контролер (*controller*), а в малих – тільки скарбник.

Іноді створюється спеціальна фінансова комісія, підзвітна раді директорів. Головне її завдання – допомагати в координації фінансової політики фірми. Фінансове планування і контроль здійснюються лише за умови детального вивчення цією комісією відповідних матеріалів та її згоди з ухваленими рішеннями.

Якщо в корпорації не передбачена спеціальна фінансова комісія, то вище керівництво з фінансів звітує безпосередньо директору-розпоряднику. Вищий керівник з фінансів, зазви-

чай присутній на засіданнях ради директорів, дає консультації та поради з проблем фінансів. У багатьох компаніях він є членом цієї ради.

Директор-розпорядник з фінансів (Chief Finance Executive) відповідає за ефективність використання капітальних ресурсів, що вимагає планування та координації фінансової діяльності. Кожній функції та підфункції відводяться свої місце та час. Процесові організації фінансового менеджменту корпорацій властиві два найважливіші етапи: по-перше, згрупування всіх фінансових функцій у певному департаменті чи підрозділах; по-друге, надання необхідних повноважень тим, хто відповідає за виконання цих функцій. Організаційна структура компанії є не що інше як ієрархія функцій. Розмір такої структури залежить від обсягу та характеру останніх. Існує правило – обсяг функції зростає одночасно з її ускладненням. Для мінімізації витрат і можливості підвищення ефективності фінансового менеджменту кожна його функція поділяється на підфункції та розподіляється між спеціалістами, створюючи систему.

Важливим є питання доцільності централізації чи децентралізації фінансової діяльності. Децентралізація виробництва та продажу є звичайною справою. Але фінансова діяльність, як правило, перебуває під безпосереднім контролем центрального керівництва (central head office), оскільки з нею тісно пов'язані зростання та розвиток компанії. Вищий менеджмент (top management) дуже неохоче делегує фінансове планування та контроль нижчим ешелонам управління. Крім того, розробка й прийняття рішень з питань фінансів корпорації пов'язані з координацією її грошових потоків. У разі делегування нижчим підрозділам фінансового менеджменту прав прийняття рішень щодо грошових потоків можуть виникати труднощі в організації фінансового контролю.

На фінансовий менеджмент покладена ціла система функцій. При цьому розмір фірми не впливає на їх кількість, а лише визначає ступінь складності. У великих корпораціях чітко виділяється група функцій скарбника, або касира та головного бухгалтера-контролера, або фінансиста-контролера. У малих і середніх компаніях функції фінансового менеджменту не настільки чітко розмежовані і є менш складними. Вони можуть навіть комбінуватися з функціями виробництва та збуту.

1.4. Формування та розвиток корпоративних відносин в Україні

Аналіз статутних документів вітчизняних АТ свідчить про наявність у багатьох з них таких недоліків, як нечітке визначення компетенції різних органів управління товариством; відсутність механізмів контролю акціонерів за діями правління; дієвого та оперативного механізму зміщення членів та голови правління з їх посад у разі зловживання своїми повноваженнями; нерозуміння ролі спостережної ради товариства і нерозкриття внаслідок цього всіх потенційних можливостей цього органу; відсутність нормативного регламентування багатьох процедур, що виникають у процесі діяльності органів товариства тощо.

Ревізійна комісія створюється для контролю за фінансово-господарською діяльністю правління товариства. Найяскравішими ознаками недосконалості вітчизняної системи корпоративного управління є юридична незахищеність прав акціонерів, відсутність належного контролю за діяльністю правління і посадових осіб акціонованих підприємств. Унаслідок цього збільшується кількість так званих акціонерних зловживань при створенні та функціонуванні АТ.

Зокрема, органи ДКЦПФР виявляють багато правопорушень з боку емітентів у процесі емісії, розміщення та обігу цінних паперів. На практиці законодавство про випуск цінних паперів часто порушується, якщо керівництву АТ необхідно прийняти вигідні рішення, отримати більшість голосів на загальних зборах акціонерів з окремих питань, включених у порядок денний. Так, часто акціонери своєчасно не інформуються про збори акціонерів; проінформованим же акціонерам не надають необхідних матеріалів з порядку денного загальних зборів. Крім того, при підготовці та проведенні загальних зборів не виконуються процедурні вимоги. Правління окремих АТ без дозволу загальних зборів вносять зміни у статутні документи, порушують порядок проведення відкритої підписки на акції.

Можливе скоєння злочинів шляхом заснування фіктивного АТ, коли через відкриту підписку на акції залучається капітал (увесь або його частина), який потім вилучається з фондів цього АТ у вигляді внесків до статутного фонду інших підпри-

емств. У результаті консолідований у такий спосіб інвестиційний капітал привласнюється керівництвом псевдотовариства.

Поширені на ринку цінних паперів України зловживання, пов'язані з отриманням прибутку через коливання вартості цінних паперів. При цьому можуть використовуватися такі протизаконні методи:

- імітація фінансової неспроможності (банкрутства); політика безпідставної невиклати дивідендів або явно заниженої їх виплати; поширення недостовірної інформації в трудовому колективі АТ щодо постійного зниження ринкової вартості акцій їх підприємства (це призводить до падіння курсу акцій, що, у свою чергу, створює сприятливі умови для скуповування зацікавленими особами цих акцій);

- підкуп державних чиновників з метою заарештувати на певний термін рахунки АТ (такі ситуації широко висвітлюються засобами масової інформації і так само призводять до «необхідного» падіння курсу акцій).

Отже, в Україні існує багато різноманітних способів незаконного отримання коштів (або акцій) зацікавленими особами керівництва АТ. Тому вдосконалення вітчизняної системи корпоративного управління має сприяти обмеженню можливостей «акціонерних зловживань».

Ураховуючи досвід побудови системи корпоративного управління у США, Німеччині та інших розвинених країнах, а також внутрішні особливості розвитку акціонерної форми господарювання в країні, доходимо певних висновків.

Зовнішні механізми контролю за діяльністю корпорацій в Україні недосконалі, що потребує багато часу на їх розвиток. Недостатньо розвинений вторинний фондовий ринок ускладнює застосування акціонерами такого засобу впливу на керівництво корпорацій, як продаж акцій. Загроза поглинання або банкрутства, що призводить до втрати менеджерами постів, які вони обіймають, так само ще не стала дієвим засобом тиску на керівників підприємств. Нині, по суті, єдиним реальним механізмом, що здатний стимулювати менеджерів діяти в інтересах власників капіталу, є прямий контроль акціонерів на основі використання права голосу на зборах і представництва в правлінні АТ. Отже, ефективність корпоративного управління потрібно підвищувати шляхом застосування внутрішніх механізмів контролю. В Україні прямий контроль акціонерів має посилюватися

передусім на основі концентрації власності, за рахунок зменшення загальної кількості акціонерів, але збільшення кількості домінуючих акціонерів – власників великих пакетів акцій. Наявність останніх або групи акціонерів зі схожими інтересами слід вважати необхідною (але не достатньою) умовою ефективного контролю за діяльністю менеджерів у сучасних умовах.

Великий внесок у формування цивілізованих корпоративних відносин у країні зробила ДКЦПФР. До основних її завдань у цій сфері належать:

- формування та реалізація єдиної державної політики щодо корпоративного управління, сприяння відповідності національного корпоративного законодавства міжнародним стандартам;

- державне регулювання і контроль за випуском та обігом цінних паперів, дотриманням законодавства в цій сфері;

- захист прав акціонерів шляхом вжиття заходів щодо запобігання порушенням законодавства на ринку цінних паперів, застосування санкцій у межах повноважень комісії.

Аналіз сучасного стану корпоративних відносин в Україні засвідчує, що підвищення ефективності корпоративного управління залежить від багатьох чинників:

- активної ролі держави як найбільшого засновника, власника та продавця акцій;

- організації відповідно до вимог законодавства України роботи з АТ, які мають державні пакети акцій;

- створення ефективної системи управління державними пакетами акцій (паями, частками) у всіх господарських товариствах, особливо в ЗАТ;

- підвищення ролі спостережних рад у корпоративному управлінні та представників держави у спостережних радах;

- зменшення кількості акцій у власності держави, чисельності акціонерів і консолідації пакетів акцій;

- підвищення вимог акціонерів до керівництва АТ щодо ефективності його діяльності;

- досягнення балансу інтересів між великими акціонерами, що контролюють АТ;

- підвищення ефективності діяльності та прибутковості АТ;

- посилення контролю з боку державних органів за діяльністю АТ.

Питання для самоконтролю

1. Що собою являє корпорація як тип організації підприємницької діяльності?
2. Як здійснюється заснування корпорації?
3. Чому акціонерна форма господарювання стає провідною в Україні?
4. Які фінансові особливості створення й діяльності акціонерних товариств?
5. Чи існують особливості оподаткування АТ порівняно з підприємствами інших форм власності в Україні?
6. У чому полягають відмінності функціонування відкритих і закритих акціонерних товариств?
7. Чи доцільно організовувати ВАТ за малих розмірів підприємства?
8. У якому випадку акціонерне товариство має право збільшувати статутний фонд?
9. Яким чином здійснюється зменшення статутного фонду АТ?
10. Як формується резервний фонд акціонерного товариства?
11. У чому полягає реструктуризація акціонерного товариства?
12. Чим відрізняються види реструктуризації акціонерних товариств?
13. Чому відбуваються дружні й ворожі злиття та приєднання компаній?
14. Яким чином система управління фінансами впливає на ефективність діяльності корпорацій?
15. Що означає поняття «корпоративне управління» у вузькому та широкому розумінні?
16. Чим відрізняються методи внутрішнього та зовнішнього корпоративного управління?
17. Чи завжди збігаються інтереси акціонерів і менеджерів АТ?
18. Які проблеми виникають у сфері корпоративного управління?
19. У чому полягають основні відмінності між американською та німецькою моделями корпоративного управління?
20. Яка структура АТ передбачена законодавством України?

21. Які порушення прав акціонерів найчастіше зустрічаються в Україні?

22. Які шляхи підвищення ефективності корпоративного управління українськими АТ?

23. Які функції виконує фінансовий менеджмент в АТ?

Навчальні завдання

1. Побудувати схему організації фінансового менеджменту компанії. Визначити функції кожного працівника відділу фінансового управління.

2. Описати процес з допомогою якого власник контролює керівництво фірми. Яка основна причина існування посередницьких відносин у корпоративних формах організації бізнесу? Які проблеми можуть виникнути у цьому контексті?

Тести для самоконтролю знань

1. Недоліками корпорації вважають:

а) складніший і довший порядок створення та обмежені можливості розширення капіталу корпорації;

б) складніший і довший порядок створення та подвійний характер оподаткування;

в) власники капіталу не беруть безпосередньої участі в його діяльності й існує подвійний характер оподаткування.

2. Перепродаж часток капіталу (цінних паперів):

а) не впливає на факт існування фірми;

б) впливає на факт існування фірми;

в) забезпечує розширення капіталу корпорації.

3. Формально корпорація існує з моменту:

а) складання статуту;

б) випуску акцій;

в) реєстрації.

4. Першою Російською акціонерною компанією вважається:

а) торговельна компанія в Одесі, заснована у 1850 р.;

б) Одеська торговельна компанія в Константинополі, заснована у 1757 р.;

в) компанія в залізничній індустрії, заснована у 1600 р.

5. Статутний фонд АТ може бути збільшений, якщо:

- а) усі раніше випущені акції повністю сплачені за вартістю не нижче номінальної;
- б) усі раніше випущені акції повністю сплачені за вартістю нижче номінальної;
- в) усі раніше випущені акції використані на покриття збитків, пов'язаних з господарською діяльністю АТ.

6. Засновниками АТ можуть бути:

- а) юридичні особи;
- б) громадяни;
- в) юридичні особи та громадяни.

7. Термін відкритої підписки на акції не повинен перевищувати:

- а) шести місяців;
- б) дванадцяти місяців;
- в) трьох місяців.

8. Характерною рисою корпоративної власності в США є:

- а) наявність домінантних інвесторів;
- б) належність найбільшої частки акцій кожної корпорації іншим корпораціям;
- в) відсутність домінантних інвесторів.

9. Керівна рада корпорації у веденні бізнесу має:

- а) широку свободу і гарантовані для цього повноваження і відповідає за належне виконання наданих повноважень;
- б) зосередитися на тому, щоб справи компанії перебували в руках надійних і компетентних управлінців;
- в) контролювати виконавчу команду.

10. Вищий орган управління товариством в Україні:

- а) загальні збори;
- б) директор корпорації;
- в) голова правління.

ТЕМА 2. ДІЯЛЬНІСТЬ КОРПОРАЦІЙ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

Програмна анотація

2.1. Роль корпорації на фінансовому ринку.

2.2. Операції з корпоративними цінними паперами на фондовому ринку.

2.3. Формування і розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні.

2.4. Державне регулювання випуску та обігу корпоративних цінних паперів у зарубіжних країнах і в Україні.

Основні терміни і поняття

Сегменти фінансового ринку; учасники фінансового ринку; первинний фінансовий ринок; вторинний фінансовий ринок; операції з корпоративними цінними паперами на фондовому ринку; державне регулювання випуску та обігу корпоративних цінних паперів; механізм втручання держави у функціонування ринку цінних паперів.

2.1. Роль корпорації на фінансовому ринку

Корпоративні цінні папери обертаються на фінансовому ринку. Він є сукупністю ринкових інститутів, які спрямовують потік грошових коштів від власників (інвесторів) до користувачів (позичальників) за допомогою фінансових інструментів (цінних паперів). Він є різноманітним, однак предмет купівлі-продажу єдиний – гроші, що надаються в різних формах.

Фінансовий ринок включає три особливо важливих сегменти:

1) ринок готівкових коштів, що знаходяться в обігу і виконують функції, аналогічні до функцій короткострокових платіжних засобів зі строком обертання до одного року (чеків, солонгоселів, коносаментів, акредитивів тощо);

2) ринок позичкового капіталу, тобто коротко- і довгострокових кредитів – кредитний ринок;

3) ринок цінних паперів – фондовий ринок.

Фінансовий ринок призначений для перерозподілу тимчасово вільних коштів, тобто він є посередником в русі грошо-

вих коштів від власників до користувачів.

Наявність фінансового ринку нерозривно пов'язана з присутністю в національному господарстві реальних власників, які мають повну фінансову самостійність і несуть відповідальність за результати підприємницької діяльності. Тільки такі незалежні власники здатні укладати договори на фінансовому ринку і пред'являти попит на фондові інструменти в обмін на гроші.

У промислово розвинутих країнах в ролі інституційних власників виступають акціонерні компанії (корпорації). Взаємодія між корпорацією і фінансовим ринком представлена на рисунку 2.1.

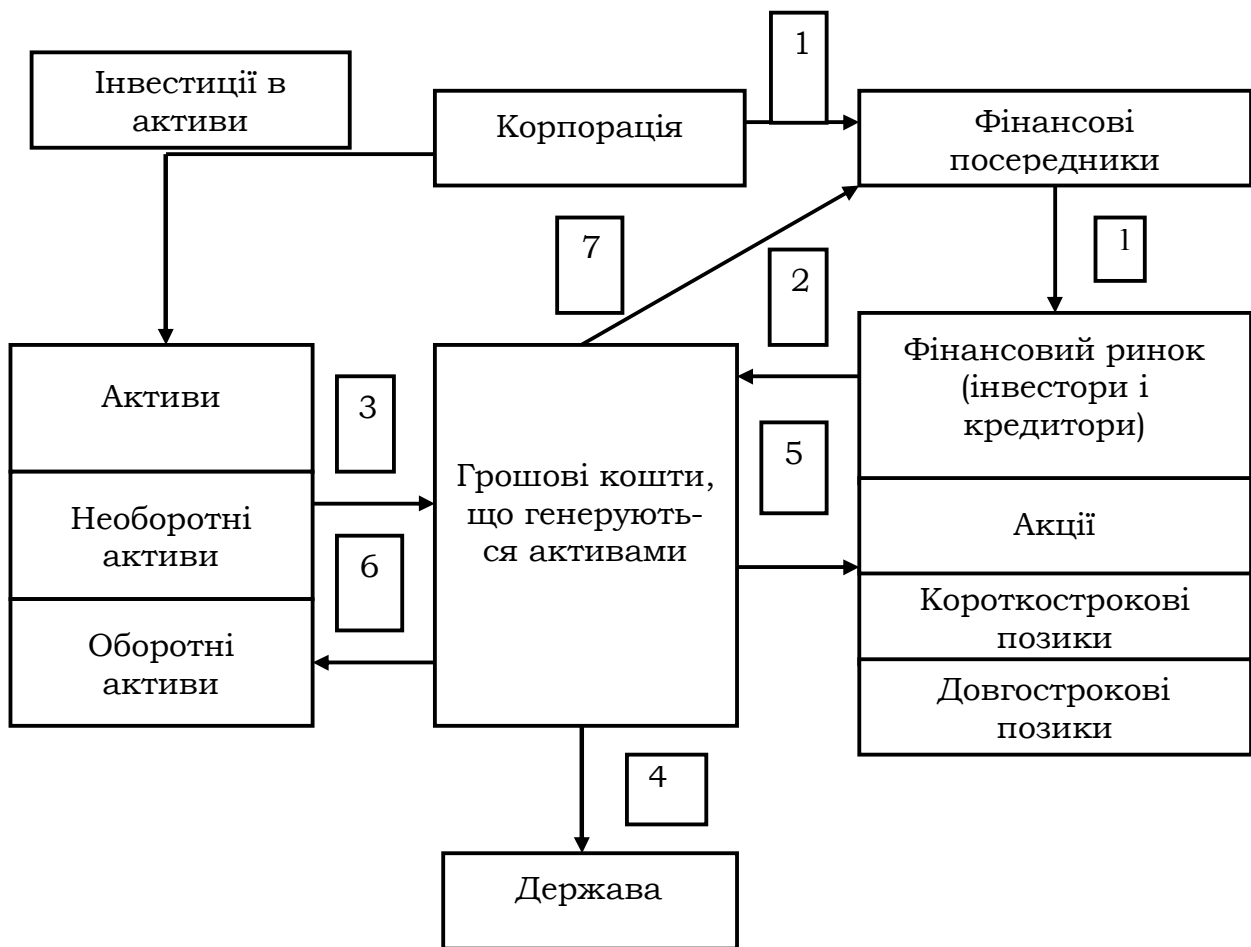


Рис. 2.1. Грошові потоки між корпорацією і фінансовим ринком

1. Емісія цінних паперів для залучення грошових коштів.
2. Грошові кошти, залучені за рахунок емісії цінних паперів.
3. Грошові кошти, що генеруються активами.
4. Податки і збори на користь держави.
5. Дивіденди і проценти, що виплачуються інвесторам і кредиторам.

6. Після сплати податків, дивідендів і процентів частина коштів реінвестується в активи корпорації.

7. Комісійна винагорода, яка має бути сплачена фінансовим посередникам (може сплачуватися готівкою).

Фінансовий ринок може бути первинним і вторинним.

Термін «первинний ринок» вказує на перший продаж цінних паперів державою або корпораціями, тобто в рамках даного ринку здійснюється емісія фінансових інструментів для залучення капіталу.

Первинний ринок цінних паперів – це не лише джерело додаткових фінансових ресурсів, але й специфічний регулятор національної економіки, який значною мірою визначає розміри й характер накопичення капіталу, його структуру й обсяг інвестицій в країні.

Він виконує функції перерозподілу й інформації. Сутність першої з них полягає у перерозподілі грошових ресурсів між галузями господарства і сферами бізнесу, переведення заощаджень юридичних осіб і громадян в інвестиції і у фінансування дефіциту бюджетної системи на неінфляційній основі.

Функція інформації полягає у повному розкритті інформації для учасників ринку (перш за все для інвесторів), що дає їм змогу прийняти обґрунтоване інвестиційне рішення.

Вторинний ринок – це ринок, де фінансові інструменти купують і продають після первинної реалізації, тобто відбувається їх післяемісійний оборот з метою одержання доходу від вкладання капіталу у фінансові інструменти й запобігання його знеціненню.

Фінансовий ринок є об'єктом управління з боку держави. Як об'єкт управління він характеризується такими параметрами:

- 1) місткістю і кон'юнктурою ринку;
- 2) збалансованістю попиту і пропозиції на фінансові інструменти;
- 3) умовами їх реалізації;
- 4) рівнем фінансового ризику й дохідністю цінних паперів.

Під **місткістю фінансового ринку** розуміють річний (місячний) обсяг продажу певного виду цінних паперів за поточного співвідношення попиту й пропозиції на нього.

Попит і пропозиція мають перебувати у динамічному розвитку, який забезпечує сприятливу реалізацію запропонованих на ринку фінансових інструментів при одночасному задоволенні

попиту на них. На розвиненому фондовому ринку фінансові активи мають часто більшу ліквідність, ніж багато промислових товарів. Їх можна одразу ж купити й продати, що створює сприятливі умови для «гри» на зростання або зниження курсів цінних паперів. Тому один і той самий суб'єкт фінансового ринку може виступати в ролі продавця або покупця цінних паперів (через укладання строкових контрактів-опціонів і ф'ючерсів).

Між ризиком і дохідністю цінних паперів існує прямий зв'язок. Чим ризикованіший цінний папір (наприклад акція «молодої» компанії), тим вищим має бути очікуваний за ним дохід.

Фінансовий ринок являє собою систему відносно самостійних сегментів, наприклад ринки корпоративних цінних паперів, державних боргових зобов'язань, похідних фінансових інструментів. За обсягом охоплення можна виділити міжнародний і внутрішній фінансові ринки, що створюються фінансовими центрами (фондовими біржами, великими банками, фінансовими компаніями, інвестиційними фондами тощо). На регіональних ринках можуть обертатися облігації субфедеральних позик.

Товаром на внутрішньому фінансовому ринку виступають:

- 1) цінні папери – емісійні і комерційні;
- 2) державні боргові зобов'язання;
- 3) цінні папери, що являють собою безумовне боргове зобов'язання страхових компаній, недержавних пенсійних фондів та інших фінансових посередників;
- 4) валютні цінності (іноземна валюта і цінні папери, виражені в іноземній валюті);
- 5) коштовні метали і каміння;
- 6) гроші.

Грошові кошти, одержані корпоративними групами з фінансового ринку, використовуються таким чином:

- 1) грошові кошти, одержані від первинної емісії акцій, служать джерелом формування статутного капіталу, передбаченого статутними документами;
- 2) кошти, одержані від додаткової емісії акцій, спрямовуються на збільшення статутного капіталу;
- 3) кошти, одержані від продажу корпоративних облігацій, можуть бути спрямовані на фінансування реальних активів (капітальних вкладень);

4) емісійний дохід акціонерного товариства служить джерелом поповнення додаткового капіталу;

5) комерційні векселі виступають у формі платіжного засобу у відносинах з партнерами;

6) кошти, одержані за депозитними сертифікатами, можуть служити джерелом поповнення оборотного капіталу.

Отже, кошти, які надійшли до акціонерних компаній з фінансового ринку, підвищують їх фінансову стійкість і платоспроможність, а також створюють фінансову базу для економічного зростання.

2.2. Операції з корпоративними цінними паперами на фондовому ринку

Розглянемо операції, які здійснюються на фондовому ринку корпорації з власними цінними паперами, зокрема це емісія (первинна і додаткова) і розміщення цінних паперів на первинному ринку; придбання і перепродаж власних цінних паперів на вторинному ринку; обмін облігацій на акції; рефінансування облігацій.

Емісія (первинна та додаткова) і розміщення цінних паперів на первинному ринку - основна операція, що забезпечує корпорації джерелами фінансування. Цю емісію називають промисловою, оскільки вона створює умови для інвестиційної та виробничої діяльності емітентів. Саме вона є визначальною у становленні фондового ринку.

Промислову емісію акцій здійснюють у таких випадках:

- у разі заснування нового АТ;
- збільшення статутного фонду АТ;
- перетворення закритого АТ на відкрите.

Емісію боргових цінних паперів (корпоративних облігацій) здійснюють після прийняття рішення про залучення додаткового капіталу шляхом облігаційної позики.

Зазвичай публічна (відкрита) емісія цінних паперів потребує реєстрації інформації про емісію. Для цього необхідно підготувати певні документи.

В Україні діє порядок реєстрації випуску акцій та облігацій і надання інформації про їх емісію, затверджений ДКЦПФР. Відкриті акціонерні товариства зобов'язані спочат-

ку зареєструвати інформацію про емісію акцій.

При першій емісії акцій аудитор готує висновок про спроможність засновників - юридичних осіб сплатити відповідні внески до статутного фонду.

Якщо подані документи відповідають чинному законодавству і вимогам, встановленим ДКЦПФР, то відбувається реєстрація інформації про емісію акцій (протягом 30 днів з моменту подання заяви і необхідних документів до реєстраційного органу). Після цього емітент має право опублікувати інформацію про емісію і підписку на акції. Протягом 15 днів після закінчення терміну підписки ВАТ подає до реєстраційного органу звіт про результати підписки на акції. Якщо підписка відбулася, ВАТ має подати до реєстраційного органу відповідні документи для реєстрації випуску акцій.

У разі випуску облігацій АТ подає до реєстраційного органу необхідні документи для одночасної реєстрації випуску облігацій та інформації про їх емісію.

Відповідальною процедурою є первинне розміщення випуску акцій і облігацій, адже від цього залежить поповнення фінансових ресурсів корпорації (а в разі першої емісії акцій – заснування ВАТ). Можливі два способи публічного розміщення акцій і облігацій: безпосередній продаж інвесторам за допомогою андерайтерів або підписки. Згідно з чинним законодавством також передбачається розміщення акцій шляхом відкритої підписки на них у ВАТ і розподіл всіх акцій між засновниками в ЗАТ. При створенні АТ відкритої підписки організують засновники. Вони зобов'язані бути держателями акцій на суму щонайменше 25% статутного фонду строком не менш як два роки. Термін відкритої підписки на акції не повинен перевищувати шести місяців. Якщо за цей час підпискою не буде охоплено 60% акцій, АТ вважається не заснованим. Особи, які бажають придбати акції, зобов'язані внести на рахунок засновників щонайменше 10% вартості акцій, на які вони підписалися; після цього засновники видають цим особам письмове зобов'язання про продаж відповідної кількості акцій. До дня скликання установчих зборів особи, що підписалися на акції, повинні внести з урахуванням попереднього вкладу, щонайменше 30% номінальної вартості акцій або щонайменше 50%, якщо всі акції АТ розподіляються між за-

сновниками. Акціонери у встановлені установчими зборами строки, але не пізніше як рік після реєстрації АТ, зобов'язані сплатити повну вартість акцій.

Підписка на додатково випущені акції здійснюється у такому ж порядку, як і на акції, випущені вперше. Акціонери користуються переважним правом на придбання додатково випущених акцій.

Процедура андерайтингу вітчизняним законодавством не регулюється і поки що практично не застосовується. У зарубіжних країнах андерайтинг здійснюють інвестиційні банки (андерайтери) – фірми, що забезпечують початковий продаж цінних паперів корпорацій на первинному ринку. Для цього вони надають консультації корпораціям щодо того, які папери доцільно випускати - акції чи облигації; якщо варто випускати облигації, то інвестиційні банки пропонують вибрати їх вид, термін обороту і відсотки; гарантують корпорації ціну нових цінних паперів і продають їх інвесторам.

Якщо планується випустити великий обсяг цінних паперів, то кілька інвестиційних банків утворюють синдикат для того, щоб спільно здійснювати андерайтинг з метою диверсифікації ризику при реалізації цінних паперів.

Існують **дві основні форми андерайтингу** – фірмове зобов'язання і розміщення за принципом найкращих умов на ринку. Андерайтинг за принципом фірмового зобов'язання передбачає, що андерайтер викупує в емітента весь обсяг емісії за договірною ціною, а потім продає цінні папери за ринковою ціною; спред (різниця між ринковою та договірною цінами), що виникає при цьому, є платою за послуги андерайтера.

Розміщення за принципом найкращих умов на ринку передбачає, що андерайтер діє як агент емітента і отримує комісійну винагороду за фактичне розміщення цінних паперів. Згідно з угодою андерайтер зобов'язується всебічно сприяти продажу цінних паперів за обумовлену ціну, але він не гарантує, що емітент отримає певну суму грошей.

Якщо андерайтер не має змоги розмістити всю емісію за ціною пропозиції, то залишок цінних паперів вилучається з продажу, переоцінюється, може бути запропонований інвесторам пізніше або повернутий емітенту.

Публічна емісія цінних паперів потребує фінансових ви-

трат, розмір яких залежить від форми розміщення. Компанії повинні враховувати витрати обігу цінних паперів, плануючи обсяги емісій і вибираючи способи їх поширення.

Наведемо основні витрати, пов'язані з продажем акцій:

- **спред** – прямі витрати емітента, тобто різниця між ціною, яку отримує за акції емітент, і ціною, за якою андеррайтери продають акції;

- **інші прямі витрати емітента** (не пов'язані з компенсацією за послуги андеррайтерів) – витрати на реєстрацію, оплату праці юристів, аудиторів; податкові платежі; витрати на публікацію інформації про емісію;

- **непрямі** – витрати керівництва компанії на організацію нової емісії;

- **заниження цін розміщення** – у разі первинного публічного розміщення цінні папери компанії продаються за заниженою порівняно з реальною вартістю ціною. Зарубіжний досвід свідчить, що витрати з розміщення цінних паперів у процентному вираженні до обсягу емісії суттєво знижуються при зростанні останнього.

Сумарні витрати на публічні емісії найвищі, якщо компанія використовує андеррайтинг за принципом найкращих умов на ринку; нижчими є сумарні витрати при застосуванні андеррайтингу за принципом фірмового зобов'язання. Найнижчі сумарні витрати спостерігаються при розміщенні за підпискою.

Реалізація корпоративних цінних паперів залежить від їх інвестиційної привабливості, що відображається в рейтингах інвестиційних агентств (наприклад, таких відомих у світі, як «Moody's» та «Standard and Poor's»). Рейтинги важливі як для компаній-емітентів, так і для інвесторів.

У рейтингах цінні папери компаній поділяються на класи якості залежно від ризику несплати – від найвищої до найнижчої. При цьому можуть враховуватися різні показники – платоспроможність, обсяг і структура боргу, стабільність грошових потоків, рентабельність активів компанії-емітента та ін. Постійної формули для розрахунку рейтингів не існує.

Рейтинг облігацій є показником ризику невиконання боргового зобов'язання, тому він впливає на процентну ставку облігації і вартість боргового капіталу фірми. Рейтинги облігацій

базуються на аналізі великої кількості якісних і кількісних показників (стабільність збуту і прибутків емітента; ступінь забезпечення облігації заставою; наявність амортизаційного фонду для забезпечення систематичної виплати відсотків тощо).

В Україні рейтинги цінних паперів визначає Асоціація позабіржової фондової торговельної системи (АПФТС). Її рейтинги, по суті, мають вирішальне значення (оскільки відсутні конкуренти – укладачі рейтингів) щодо надання інформації про інвестиційні якості цінних паперів українських емітентів.

Наступна операція з корпоративними цінними паперами – *придбання АТ власних акцій*. Акціонерне товариство може викупати власні акції для їх наступного перепродажу, розповсюдження серед своїх працівників або анулювання.

Час від часу компанії можуть здійснювати такі операції, як подрібнення та консолідацію акцій. **Подрібнення акцій** – це збільшення кількості акцій в обігу шляхом заміни однієї акції на кілька, наприклад подрібнення 3:1 означає, що кожна акція замінена на три. Якщо акція має номінальну вартість, то подрібнення супроводжується відповідним зниженням їх номінальної вартості. У розглянутому прикладі вона зменшиться втричі. Зазвичай подрібнення акцій не впливає на загальний прибуток компанії і не збільшує її фінансові ресурси, а прибуток, що припадає на кожну акцію в обігу, зменшується. Процедура подрібнення акцій компанії застосовують дуже часто.

Не так часто компанії здійснюють *консолідацію* (або зворотний спліт), тобто зменшують кількість акцій в обігу шляхом заміни певної кількості акцій на одну (наприклад, три старі акції на одну нову) з відповідним підвищенням номінальної вартості акції. Однією з причин цього може бути встановлення біржами обмеження щодо мінімальної ціни однієї акції; зворотний спліт може підняти ціну до цього мінімуму.

Якщо АТ залучає капітал за рахунок довгострокових облігаційних позик, може виникнути потреба в рефінансуванні.

Рефінансування облігацій – це достроковий викуп випущених облігацій із заміною їх на облігації нового випуску з нижчою процентною ставкою. Ця операція може бути вигідною при зниженні ринкових процентних ставок. За право дострокового викупу компанія має платити; пов'язані з можливістю викупу додаткові витрати складаються зі сплати за під-

вищені купони як компенсації покупцям облігацій за право викупу, а також виплати премії в разі реалізації цього права.

З'ясуємо на прикладі, чи вигідне рефінансування облігацій компанії.

Приклад. Ставка купона облігацій корпорації, що перебувають в обігу, $C_o = 10\%$. Ставка купона облігацій нового випуску, що дорівнює поточній ринковій ставці, $C_n = 8\%$. Премія інвесторам з розрахунку на одну облігацію $C_p = 200$ дол. Номінальна вартість облігації 1000 дол.

Розв'язання

Якщо облігації замінити, то щорічна економія на сплату відсотків на одну облігацію становитиме:

$$(C_o - C_n) \times 1000 = (10 - 8) : 100 \times 1000 = 20 \text{ дол.}$$

Нинішня вартість цієї економії:

$$PV = \frac{20}{C_n} = \frac{20}{0,08} = 250 \text{ дол.}$$

Чиста нинішня вартість операції рефінансування:

$$NPV = PV - C_p = 250 - 200 = 50 \text{ дол.}$$

Отже, рефінансування вигідне для компанії.

2.3. Формування і розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні

У сучасному світі розвинений фондовий ринок є необхідним елементом фінансової системи країни і засобом ефективного функціонування її економіки, оскільки він виконує функцію залучення інвестиційних ресурсів до реального сектору економіки. Аналіз стану вітчизняного фондового ринку, вагомим сегментом якого є ринок корпоративних цінних паперів, свідчить про те, що для ефективного виконання цієї функції ринок ще потребує певного розвитку (табл. 2.1).

Етапи розвитку фондового ринку України

Період, років	Законодавчо-нормативна основа	Характеристики етапів	
		Кількісні	Якісні
1	2	3	4
1991-1994	Закони України "Про цінні папери і фондову біржу" (1991 р.), "Про господарські товариства" (1991 р.)	Обсяг угод з купівлі-продажу цінних паперів на Українській фондовій біржі, грн.: 1992р. - 335,6 1993 р. - 33976,3 1994р. - 429625	Заснування першої в державі Української фондової біржі (1991 р.). Низькі темпи розвитку ринку цінних паперів, пов'язані з повільними темпами приватизації, відсутністю інфраструктури, недостатнім правовим регулюванням. Відсутність системи обліку прав власності на цінні папери.
1995 - 2000	Концепція функціонування та розвитку ринку цінних паперів (1995р.). Закони України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" (1996р.), "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" (1997 р.)	Обсяг випущених акцій на 01.01, млн. грн.: 1998р.- 9,97; 1999 р. - 12,24; 2000р. - 31,682. Частка акцій фінансово-кредитних установ (комерційні банки страхові компанії, інвестиційні фонди та компанії) у загальній кількості акцій, %: 1998 р. - 6; 1999 р. - 13. Обсяг випущених облігацій, млн. грн.: 1996-1997 рр. - 116,4; 1998р.-8,19; 1999 р. - 132,1. Обсяг торгів, млрд. грн.: 1997 р.-7,5; 1998 р. - 10,456; 1999р. - 16,8. Частка організованого ринку в загальному обсязі торгів, %: 1998р. - 5; 1999р. - 11,3. Організований ринок - шість фондових бірж; дві торговельно-інформаційні системи	Розширення фондового ринку як результат прискорення темпів приватизації. Корпоративна форма власності стає провідною. Створення державної системи регулювання фондового ринку в особі ДКЦПФР. Збільшення частки організованого ринку в торгівлі цінними паперами. Створення інвестиційних фондів та компаній (найбільшу кількість було зареєстровано у 1996-1997 рр.) для здійснення операцій з приватизаційними паперами. Створення мережі реєстраторів іменних цінних паперів. Заснування в 1999 р. Національного депозитарію України з метою формування цілісної системи обліку прав власності на цінні папери українських емітентів. Уповільнення темпів приватизації (1999 р.). Невеликі обсяги залучення інвестицій промисловими підприємствами шляхом випуску акцій та облігацій

Продовж. табл. 2.1.

1	2	3	4
2001 і далі	<p>Закони України "Про обіг векселів в Україні" (2001 р.), "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" (2001 р.), "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг" (2001 р.), Господарський кодекс України (2003 р.).</p> <p>Необхідно прийняти законопроекти "Про похідні цінні папери", "Про акціонерні товариства", нову редакцію Закону України "Про цінні папери і фондову біржу"</p>	Обсяг випущених акцій на 01.01.01 - 46,515 млрд. грн, корпоративних облігацій в 2001 р. - 694,33 млн. грн.	<p>Завершення масової приватизації. Удосконалення системи захисту прав інвесторів. Підвищення ролі державного регулювання ринку цінних паперів, розвиток нормативно-правової бази. Подальший розвиток інфраструктури фондового ринку, системи біржової торгівлі для підвищення ліквідності та прозорості фондового ринку, розвитку його інформаційних технологій. Розвиток ринку похідних цінних паперів.</p> <p>Створення ф'ючерсних та опціонних підрозділів бірж з торгівлі деривативами. Удосконалення механізмів доступу дрібних інвесторів до операцій з цінними паперами через інститути фінансових посередників.</p> <p>Збільшення обсягів залучення інвестицій підприємствами шляхом емісії акцій та облігацій</p>

Як свідчить історія, обіг корпоративних цінних паперів став результатом довготривалого еволюційного розвитку економіки і зростання потреб підприємств, що ефективно працюють, у додаткових фінансових ресурсах, які почали залучатися через фондовий ринок. В Україні ж корпоративні цінні папери з'явилися не з об'єктивних причин, а були штучно ініційовані програмою приватизації та корпоратизації державних підприємств. Іншими словами, більшість первинних емісій акцій не сприяла залу-

ченню реальних коштів в економіку, а лише обслуговувала процес приватизації і надходження в бюджет доходів від продажу належних державі часток у корпоративованих підприємствах.

Ринок цінних паперів створювався на тлі щорічного спаду ВВП, уповільнення процесу відтворення та зниження рентабельності підприємств. Не дивно, що збільшення кількості емісій акцій за таких економічних умов призвело до заповнення новонародженого вітчизняного ринку цінних паперів низькоякісними фінансовими інструментами – акціями низькорентабельних або напівзбанкрутілих емітентів.

У 1999-2000 рр. темпи приватизації уповільнились, відповідно зменшились емісії акцій, що її супроводжують; обсяги залучення інвестицій шляхом розміщення акцій не змінилися і залишилися низькими (особливо в промисловості).

Ще складнішою була ситуація з розповсюдженням корпоративних облігацій. По суті, ринок цих цінних паперів в Україні майже не функціонував. Основною причиною цього було віднесення коштів, запозичених підприємством шляхом розміщення власних облігацій, до доходу підприємства і оподаткування податком на прибуток всієї суми отриманої позики. Іншою причиною була висока прибутковість облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), операції з якими на той час відволікли значні інвестиційні ресурси з ринку корпоративних паперів.

Після скасування в 1999р. оподаткування коштів, залучених шляхом випуску облігацій, обсяги випуску облігацій різко зросли. У 1999 р. зареєстровано їх випуск на суму 132,1 млн. грн, тобто в 16,5 раза більше, ніж у 1998 р., за 8 місяців (січень-серпень) 2001 р. – на суму 327 млн. грн.

Розвиток ринку корпоративних облігацій – тривалий процес, інтенсивність якого залежить від багатьох чинників. У країнах із розвиненими фінансовими ринками (наприклад, США) найбільший обсяг корпоративних облігацій, що мають термін погашення 20-30 років. В Україні емісії таких облігацій найближчим часом малоймовірні; реальнішим видається випуск облігацій з терміном погашення через 4-5 років.

Основними чинниками, що сприятимуть, на наш погляд, випуску облігацій українськими АТ, є такі:

- досягнення певного рівня розвитку інших секторів фінансового ринку, зокрема ринку акцій або ринку державних цінних паперів; сформована інфраструктура може бути вико-

ристана для розміщення та обігу корпоративних облігацій;

- підвищення ролі позик у фінансуванні корпорацій; нині довготермінове позикове фінансування підприємства використовують дуже мало, оскільки воно або практично недосяжне, або дуже дороге;

- підвищення рентабельності АТ, збільшення кількості великих кредитоспроможних компаній, що користуються довірою інвесторів і спроможні бути емітентами облігацій.

Для подальшого розвитку ринку корпоративних цінних паперів необхідно:

- розвивати тенденції макроекономічної стабілізації, основними показниками якої є рівень інфляції, банківські процентні ставки, валютні курси;

- підвищувати реальні доходи населення, оскільки фінансові ринки спираються на заощадження приватних осіб;

- зміцнювати довіру суспільства до цінних паперів та інституціональних фінансових посередників.

2.4. Державне регулювання випуску та обігу корпоративних цінних паперів у зарубіжних країнах і в Україні

Державне регулювання - один з найважливіших чинників, що визначає долю фондового ринку в кожній країні. Найважливішою є регламентація правил реєстрації випусків цінних паперів. У більшості розвинених країн висуваються жорсткі вимоги до реєстрації. Певною мірою це захищає інвесторів від нечесних позичальників. Проте надмірна «зарегульованість» ринку може призвести до небажаних наслідків – зниження кількості емісій, розміщення цінних паперів за межами країни.

Нині необхідність державного регулювання ринку, у тому числі й фондового, визнають усі країни. Проте існують різні підходи щодо ступеня та конкретних механізмів втручання держави у функціонування ринку цінних паперів.

Закон визначає також, що державне регулювання ринку цінних паперів здійснює ДКЦПФР. Основними формами регулювання, які вона застосовує, є видача ліцензій на професійну діяльність на ринку цінних паперів; реєстрація емісій та інформації про емісію цінних паперів; контроль за достовірністю інформації, що надходить від емітентів та осіб, які професійно працюють на ринку цінних паперів, контролюючим

органам. Згідно із законом ДКЦПФР має широкі повноваження в разі виявлення правопорушень, зокрема призупинення або анулювання ліцензії; зупинення торгівлі на фондовій біржі; здійснення перевірок і ревізій фінансово-господарської діяльності емітентів та осіб, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, фондових бірж; накладання адміністративних стягнень, штрафних санкцій за порушення законодавства; порушення питання про звільнення з посад керівників фондових бірж та інших установ інфраструктури фондового ринку; зупинення або припинення допуску цінних паперів на фондові біржі; зупинення клірингу та укладення договорів купівлі-продажу на певний термін для захисту держави, інвесторів; надсилання матеріалів у правоохоронні органи щодо фактів правопорушень, за які передбачена адміністративна та кримінальна відповідальність, або в Антимонопольний комітет у разі виявлення порушень антимонопольного законодавства; моніторинг руху інвестицій в Україну та за її межі через фондовий ринок.

Законом передбачено, що ДКЦПФР може делегувати зареєстрованим нею саморегульованим організаціям частину повноважень з регулювання і контролю за ринком цінних паперів, зокрема щодо розробки та впровадження правил і стандартів виконання операцій; сертифікації фахівців фондового ринку; надання ліцензій особам, що здійснюють на фондовому ринку професійну діяльність.

Нині в Україні вже діють біля десятка саморегульованих організацій, найвідоміші з них – Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД), яка налічує 281 члена, і Асоціація учасників фондового ринку України (АУФРУ), що об'єднує реєстраторів, зберігачів та депозитаріїв. До її складу входять 108 членів.

Фінансуються ДКЦПФР та її територіальні відділення за рахунок коштів державного бюджету України.

З метою захисту інтересів споживачів фінансових послуг і забезпечення діяльності та розвитку конкурентоспроможного ринку фінансових послуг у 2001 р. був прийнятий Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг». Ним передбачено, зокрема, що для державного регулювання ринків фінансових послуг (крім ринків банківських послуг, цінних паперів та похідних цінних паперів) створюється спеціально уповноважений орган вико-

навчої влади.

Отже, можна констатувати, що започатковане надання фінансових послуг з урахуванням досвіду промислово розвинених країн і розвивається регулювання фондового ринку України, яке, має спільні риси із системами регулювання ринку цінних паперів, що вони застосовують. Зокрема, спільним є контроль за ринком цінних паперів як державними органами, так і саморегульованими організаціями. Але на відміну від таких країн, як США і Велика Британія, в українській системі регулювання фінансового ринку поки що відсутній надійний механізм захисту інвесторів (вкладників) у разі неплатоспроможності фінансових компаній – банків і торговців цінними паперами.

Очевидно, практична відсутність у системі регулювання гарантії повернення вкладів стримує приплив інвестицій від населення через фінансових посередників у реальний сектор економіки, уповільнює темпи розвитку фінансового ринку.

Захист інвестора – найважливіша, але не єдина причина створення системи регулювання фондового ринку. У сучасному світі регулювання фондового ринку визнається абсолютно необхідним для усунення «системних» помилок ринкової економіки. Проте існує багато додаткових витрат на регулювання. До прямих належать витрати праці й капіталу для формування і функціонування регулюючих органів, до непрямих – витрати фірм, що підпадають під регулювання. Зокрема, складання регулярних звітів потребує значних витрат часу висококваліфікованих фахівців (див. у розд. 4 звітність ВАТ перед ДКЦПФР). Крім того, існує концепція «пастки регулювання», згідно з якою державний орган, призначений уводити регулюючі норми в інтересах суспільства, стає найбільшим лобістом об'єктів регулювання, тобто фірм, що працюють на фондовому ринку (ця концепція найяскравіше виявляється в діяльності саморегульованих організацій), обмежуючи конкуренцію, діючи на користь кількох фірм і надаючи їм монополне право на надання послуг. Отже, удосконалення вітчизняного державного регулювання фондового ринку потребує ретельного аналізу переваг і недоліків існуючих підходів до цього процесу.

Питання для самоконтролю

1. У чому полягає роль корпорацій на фінансовому ринку?
2. Які сегменти включає в себе фінансовий ринок?
3. Назвіть основних учасників фінансового ринку.
4. Чим відрізняються первинний і вторинний фінансові ринки?
5. Які основні параметри характеризують фінансовий ринок як об'єкт управління?
6. Які види товару пропонуються на внутрішньому фінансовому ринку?
7. На які цілі використовуються кошти, отримані з фінансового ринку?
8. Які операції здійснюють корпорації з власними цінними паперами на фондовому ринку?
9. Яка роль корпоративних облігацій у діяльності АТ?
10. Які цінні папери, крім акцій і облігацій, можуть використовувати корпорації у своїй діяльності?
11. У чому полягають особливості емісії і розміщення акцій на первинному ринку?
12. Для чого акціонерні товариства можуть викупати власні акції?
13. Що розуміють під рефінансуванням облігацій?
14. Які особливості формування корпоративних цінних паперів в Україні?
15. Визначте основні етапи розвитку фондового ринку в Україні.
16. Що собою являє державне регулювання фондового ринку?
17. Які форми державного регулювання ринку цінних паперів можуть застосовуватися в Україні?
18. У чому полягає регламентація правил реєстрації випусків цінних паперів?
19. Що передбачає державне регулювання цінних паперів?
20. Які є основні засоби контролю за функціонуванням фінансового ринку?

Тести для самоконтролю знань

1. Об'єктивною передумовою функціонування фінансового ринку є:

- а) розбіжність між потребами в грошових ресурсах у суб'єктів господарювання і наявністю джерел покриття даних потреб;
- б) наявність цінних паперів;
- в) наявність у національному господарстві реальних власників.

2. На фінансовому ринку продають і купують такі види цінних паперів:

- а) пайові (акції) цінні папери;
- б) дольові (акції) і боргові (облігації) цінні папери;
- в) боргові (облігації) цінні папери.

3. Місткість фінансового ринку – це:

- а) фактичний річний обсяг продажу певного виду цінних паперів;
- б) плановий обсяг продажу певного виду цінних паперів;
- в) можливий річний обсяг продажу певного виду цінних паперів при певному співвідношенні попиту і пропозиції на нього.

4. Якщо попит на фінансові активи нижчий за пропозицію, то це означає, що:

- а) на ринку перебувають цінні папери, які не знаходять більше покупців, і ціни на них падають;
- б) на ринку покупців більше, ніж цінних паперів, і ціни на них падають;
- в) на ринку покупців більше, ніж цінних паперів, і ціни на них зростають.

5. Між ризиком і доходністю існує така залежність:

- а) не існує;
- б) пряма;
- в) обернена.

6. Кошти, що надійшли акціонерним компаніям з фінансового ринку:

- а) підвищують їх фінансову стійкість і платоспроможність;
- б) зменшують їх фінансову стійкість і платоспроможність;
- в) не впливають на їх фінансову стійкість і платоспроможність.

7. Протягом якого строку після закінчення терміну підписки ВАТ подає до реєстраційного органу звіт про результати підписки на акції?

- а) місяць;
- б) 10 днів;
- в) 15 днів.

8. Спред – це:

- а) прямі витрати емітента, тобто різниця між ціною, яку отримує емітент, і ціною, за якою андеррайтери продають акції;
- б) витрати на реєстрацію, оплату праці юристів, аудиторів;
- в) витрати керівництва компанії на організацію нової емісії.

9. В Україні рейтинг цінних паперів визначається:

- а) фондовою біржею;
- б) Асоціацією позабіржової фондової торговельної системи (ПФТС);
- в) Національною депозитарною системою.

10. В Україні корпоративні ціні папери з'явилися таким чином:

- а) з об'єктивних причин;
- б) були штучно ініційовані програмою приватизації та корпоратизації державних підприємств;
- в) внаслідок наявності зарубіжних інвесторів.

ТЕМА 3. ВИТРАТИ, ДОХІД І ПРИБУТОК КОРПОРАЦІЇ

Програмна анотація

- 3.1. Склад витрат корпорації.
- 3.2. Виручка (дохід) організації.
- 3.3. Цінова політика корпорації та її вплив на виручку від реалізації продукції.
- 3.4. Планування прибутку.

Основні терміни і поняття

Явні витрати; неявні витрати; умовно-постійні витрати; умовно-змінні витрати; прямі витрати; непрямі витрати; поточні витрати; капітальні витрати; основні витрати; допоміжні витрати; одноелементні витрати; комплексні витрати; нормовані витрати; ненормовані витрати; виручка (дохід) корпорації; основні доходи; позареалізаційні доходи; цінова політика корпорації; принципи розробки цінової політики; етапи розробки цінової політики; фактори впливу на визначення цін на продукцію підприємства; методи встановлення цін; типові стратегії ціноутворення; прибуток; функції прибутку; методи планування прибутку; види прибутку; фактори впливу на прибуток; бухгалтерський прибуток; оподатковуваний прибуток.

3.1. Склад витрат корпорації

У процесі господарської діяльності підприємства виникає комплекс грошових та інших витрат, які можуть бути виражені у грошовій формі.

Витрати можуть бути явними (вираженими у кількісних показниках) і неявними (такі, як витрати праці власника підприємства, які кількісно не визначені). Явні витрати підприємства є бухгалтерськими, неявні – економічними.

З огляду на економічний склад і призначення витрати поділяються на кілька груп:

1) витрати на відтворення основного і оборотного капіталу. Вони пов'язані із створенням, реконструкцією, розширенням основного і оборотного капіталів, здійснюються за рахунок власних коштів підприємства і прибутку;

2) витрати на виробництво і реалізацію продукції (робіт, послуг). Вони пов'язані з використанням основного, оборотно-

го капіталу і трудових ресурсів на відповідні цілі. Відшкодовуються з виручки від реалізації продукції, робіт, послуг;

3) витрати на соціально-культурні програми. Вони включають у себе витрати на підвищення кваліфікації робітників, підготовку кадрів, побутові послуги робітникам. Відшкодовуються за рахунок власних коштів підприємства і прибутку.

Усі **витрати** підприємства **поділяються за елементами витрат**, що входять до собівартості, на:

- матеріальні витрати;
- витрати на оплату праці;
- відрахування на соціальні заходи;
- амортизаційні відрахування;
- інші витрати.

Вибір форми обліку витрат здійснюється підприємством самостійно.

За джерелами покриття витрати поділяються на витрати за рахунок:

- власних і залучених джерел;
- бюджетних коштів;
- кредитних (позичених) ресурсів.

Витрати, що за економічним змістом та призначенням відносяться на виробництво і реалізацію продукції (робіт, послуг), є собівартістю. Відповідно у планових розрахунках використовуються показники таких **видів собівартості продукції**:

- цехової, яка складається з витрат за центрами відповідальності;
- виробничої, яка включає сукупність усіх витрат, пов'язаних з виготовленням продукції (робіт, послуг);
- торговельної, яка поєднує всі витрати на збут продукції (робіт, послуг);
- повної, що включає витрати на виробництво і реалізацію продукції (робіт, послуг).

Крім того, усі витрати поділяються на:

- умовно-постійні (що не залежать від обсягів виробництва і реалізації продукції, робіт, послуг) і умовно-змінні (що залежать від даних обсягів);
- поточні і капітальні;
- основні і допоміжні (накладні);
- нормовані і ненормовані.

Витрати у бухгалтерському обліку визнаються у тому звітному періоді, в якому вони мали місце.

За звичайними видами діяльності визнають витрати, пов'язані з виготовленням та продажем продукції, придбанням та продажем товарів. До них також належать витрати, здійснення яких пов'язано з виконанням робіт, наданням послуг. Витрати за звичайними видами діяльності формуються з:

- витрат, пов'язаних з придбанням сировини, матеріалів, товарів та інших матеріально-виробничих запасів;

- витрат, що виникають безпосередньо у процесі переробки (добробки) матеріально-виробничих запасів для виробництва продукції, виконання робіт, надання послуг та їх продажу;

- витрат, що виникають у процесі продажу (перепродажу) товарів (витрати на утримання та експлуатацію основних засобів та інших необоротних активів, а також на утримання їх у належному стані);

- комерційних витрат;

- управлінських витрат.

При формуванні витрат із звичайних видів діяльності повинно бути проведено їх групування з таких елементів витрат:

- матеріальні витрати;

- витрати на оплату праці;

- відрахування на соціальні потреби;

- амортизація;

- інші витрати.

Перелік витрат установлюється організацією самостійно.

Операційними витратами є:

- витрати, пов'язані з наданням за плату у тимчасове користування (тимчасове володіння і користування) активів організації;

- витрати, пов'язані з наданням прав за плату, що виникають з патентів на винаходи, промислові зразки та з інших видів інтелектуальної власності;

- витрати, пов'язані з участю у статутних капіталах інших організацій;

- витрати, пов'язані з продажем, вибуттям та іншим списанням основних засобів та інших активів, відмінних від грошових коштів (крім іноземної валюти), товарів, продукції;

- відсотки, що сплачуються організацією за надання їй кредитів, позик;

- витрати, пов'язані з оплатою послуг, що надаються кредитними організаціями;

- інші операційні витрати.

Інші позареалізаційні витрати. **До інших позареалізаційних витрат належать:**

- штрафи, пені, неустойки за порушення договорів;

- відшкодування збитків; збитки минулих років;

- списання заборгованості; курсові різниці;

- уцінка й інші витрати;

- активи, отримані безплатно;

- надходження у відшкодування збитків, завданих організацією;

- прибуток минулих років, виявлений у звітному році;
- курсові різниці;
- інші позареалізаційні витрати.

Інші надзвичайні витрати. Надзвичайними витратами вважають втрати, що виникають як наслідок надзвичайних обставин господарської діяльності (стихійного лиха, пожежі, аварії, націоналізації тощо).

При плануванні витрат у фінансових розрахунках застосовується така формула:

$$\mathbf{B_3 = B_{пп} + B_{п} - B_{кп}}, \quad (3.1)$$

де $\mathbf{B_3}$ – загальні витрати на виробництво і реалізацію продукції;
 $\mathbf{B_{пп}}$ – витрати на виробництво і збут продукції на початок розрахункового періоду;

$\mathbf{B_{п}}$ – витрати на виробництво і збут продукції;

$\mathbf{B_{кп}}$ – витрати на виробництво і збут продукції на кінець розрахункового періоду.

При розрахунку витрат по нарахуванню (відвантаженню) до складу витрат на початок і кінець планового періоду входять витрати у готовій продукції на складі і у відвантажених товарах, строк сплати яких не настав. При розрахунку витрат (при касовому методі) з оплати до складу залишків на початок року додатково включаються:

- витрати в товарах на відповідному зберіганні;
- витрати у відвантажених товарах, строк сплати яких ви-йшов.

Витрати у залишках на початок планового року обов'язково перераховуються у планові умови з урахуванням рівня інфляції, зміни цін на сировину, рівень заробітної плати тощо. Сукупність витрат підприємства являє собою:

- зменшення економічних вигід у результаті вибуття активів та (або) виникнення зобов'язань, що призводять до зменшення капіталу організації;

- склад витрат на виробництво й реалізацію продукції (робіт, послуг), що включаються до собівартості продукції (робіт, послуг), які враховуються при оподаткуванні прибутку;

- обґрунтування й документальне підтвердження витрат, здійснюваних підприємством відповідно до чинного податкового законодавства.

Вказана сукупність витрат у бухгалтерському обліку відображається у повному обсязі і для цілей оподаткування коригується відповідно до встановлених законодавчих лімітів, норм і нормативів, а також інших обмежень.

3.2. Виручка (дохід) організації

Виручкою (доходом) організації (підприємства) визнається збільшення економічних вигод у результаті надходження активів і погашення зобов'язань, що призводять до збільшення капіталу цієї організації (підприємства), за винятком вкладів учасників (власників майна).

Виручка складається з таких груп доходів:

- доходи від звичайних видів діяльності;
- інші операційні доходи;
- інші позареалізаційні доходи;
- інші надзвичайні доходи.

Доходами організації не визнаються надходження від юридичних і фізичних осіб у вигляді:

- сум податку на додану вартість, акцизів, податку на прибуток; експортних мит та інших аналогічних обов'язкових платежів;

- сум за договорами комісії (агентськими та іншими договорами) на користь комітента, принципала тощо;

- сум, що надійшли в порядку попередньої оплати продукції, товарів, робіт, послуг;

- авансів у рахунок оплати продукції, товарів, робіт, послуг;
- задатків;

- заставних сум, якщо договором передбачено передачу заставного майна заставаутримувачу;

- сум в погашення кредиту, позики, наданої позичальнику.

Доходи від звичайних видів діяльності. Доходами від звичайних видів діяльності є виручка від продажу продукції і товарів, надходження, пов'язані з виконанням робіт, наданням послуг (далі – виручка).

Інші операційні доходи. Іншими операційними доходами є:

- надходження, пов'язані з наданням за плату у тимчасове користування (тимчасове володіння і використання) активів організації;

- надходження, пов'язані з наданням за плату прав, що виникають з патентів на винаходи, промислові зразки, і інших видів інтелектуальної власності;

- надходження, пов'язані з участю у статутних капіталах інших організацій (включаючи проценти й інші доходи за цінними паперами);

- прибуток, одержаний організацією в результаті спільної діяльності;

- надходження від продажу основних засобів та інших активів, відмінних від грошових коштів (крім іноземної валюти), продукції, товарів;

- проценти, одержані за надання у користування грошових коштів організації, а також проценти за користування банком грошових коштів, що знаходяться на рахунку організації в цьому банку.

Інші надзвичайні доходи. Надзвичайними доходами вважають надходження, що виникають внаслідок надзвичайних обставин господарської діяльності (стихійного лиха, пожежі, аварії, націоналізації тощо): страхове відшкодування, вартість матеріальних цінностей, що залишилися від списання активів, які не підлягають відновленню.

Позареалізаційні доходи. Позареалізаційними визнають такі доходи:

- від пайової участі в інших організаціях;

- від операцій купівлі-продажу національної валюти;

- у вигляді штрафів, пені та (або) інших санкцій за порушення договірних зобов'язань, а також суми відшкодування збитків або втрат;

- від здавання майна в оренду;

- інші доходи.

У системі управління фінансами корпорації вирішують питання не лише визначення бухгалтерської та оподаткованої виручки (доходу), але й питання взаємного пов'язання показників витрат і доходу, їх формування і використання. Важливим завданням є визначення залежності виручки й прибутку відповідно до стратегічних напрямків розвитку організації. Величину виручки від реалізації продукції (робіт, послуг) (**ВР**) у фінансових планових розрахунках визначають за формулою:

$$\mathbf{ВР} = \mathbf{ВР}_{\text{пп}} + \mathbf{ВР}_{\text{п}} - \mathbf{ВР}_{\text{кп}}, \quad (3.2)$$

де **ВР_{пп}** – виручка у залишках продукції на початок планового періоду у ринкових (планових) цінах;

ВР_п – виручка від реалізації продукції в плановому періоді в ринкових (планових) цінах;

ВР_{кп} – виручка у залишках продукції на кінець планового

періоду у ринкових (планових) цінах.

Основними факторами, що впливають на величину виручки від реалізації продукції (робіт, послуг), на які можна впливати в процесі управління, є: величина витрат і обсяг виробництва і реалізації продукції (робіт, послуг). Ці два фактори поєднують у собі вплив усіх останніх менш важливих факторів і є факторами першого порядку. Всі останні фактори не залежать від організації управління ними і їхній вплив на величину виручки незначний. Величина впливу цих факторів залежить від організаційної структури організації (підприємства).

Сукупність виручки від реалізації продукції (робіт, послуг) і інших доходів організації являє собою сукупний дохід, що оподатковується податком на прибуток згідно з вимогами податкового законодавства.

У процесі планування величини виручки всі витрати поділяються на поточні і капітальні, тобто відбувається розподіл витрат на собівартість продукції, робіт і послуг і на прибуток підприємства. У процесі планування використання виручки такий розподіл підтверджується. Використання грошових коштів на капітальні витрати у процесі планування узгоджують з власниками підприємства.

Перш за все, виручка зменшується на величину непрямих податків: ПДВ, акцизів, мита тощо, і таким чином формується величина валової виручки. Далі відраховується повна собівартість реалізованої продукції, робіт і послуг та формується валовий прибуток (дохід).

Для цілей оподаткування одержана величина валового прибутку (доходу) за всіма видами діяльності коригується (зменшується або збільшується) відповідно до законодавчо встановлених норм, нормативів і лімітів і зменшується на величину використовуваних організацією пільг з податку на прибуток. З оподаткованого прибутку (доходу) відраховується сума податку на прибуток за законодавчо встановленими ставками.

Одержана величина прибутку (за відрахуванням сплачених штрафів, пені, неустойок, податків і відрахувань, здійснюваних за рахунок фінансових результатів) являє собою чистий (нерозподілений) прибуток, який залишається в розпорядженні підприємства і розподіляється за вказівкою власника. Розподіл чистого прибутку не регламентується законодавчо.

3.3. Цінова політика корпорації та її вплив на виручку від реалізації продукції

Цінова політика є одним з ключових методів управління виручкою від реалізації, який забезпечує найбільш важливі пріоритети виробничого й науково-технічного розвитку підприємства (корпорації).

Цінова політика – це дієвий інструмент укріплення позицій підприємства на товарному ринку. Встановлюваний у процесі розробки цінової політики рівень цін на продукцію (роботи, послуги) має безпосередній вплив на величину виручки від реалізації і прибутку.

Процес безпосередньої розробки цінової політики включає такі етапи:

- 1) вибір ключових цілей формування цінової політики;
- 2) оцінка рівня цін на продукцію;
- 3) оцінка потенціалу й особливостей товарного ринку;
- 4) диференціація цінової політики в розрізі видів продукції і витрат виробництва;
- 5) вибір моделі побудови цін на окремі види продукції;
- 6) розробка конкретного рівня цін на товари (послуги);
- 7) формування методики своєчасного коригування цін.

При визначенні цін на продукцію підприємству доцільно враховувати такі фактори:

- рівень споживчого попиту на цю продукцію;
- еластичність попиту, що склався на ринку на дану продукцію;
- можливу реакцію ринку на зміну виробництва конкретних товарів;
- заходи державного регулювання цін (наприклад, на продукцію монополістів).

Для встановлення цін на продукцію використовують такі методи:

- 1) розрахунок цін виходячи із собівартості і прибутку (у процентному співвідношенні до собівартості і на вкладений капітал);
- 2) орієнтація на споживчий попит на продукцію, що виготовляється підприємством (за більшого попиту вища ціна і навпаки). У результаті при фіксованій собівартості продукція продається за різними цінами, що залежать від місця і часу продажу;

3) застосування середньогалузевих цін;

4) орієнтація на ціни продукції, що випускається підприємствами-конкурентами (цінового лідера).

Політику ціноутворення розробляють згідно з обраною маркетинговою стратегією, яка може передбачати:

- вихід на новий ринок товарів;
- розширення ринку продукції, що випускається підприємством;
- сегментацію ринку продукції за групами пріоритетних покупців;
- розробку принципово нових видів продукції або модифікацію вже існуючої для освоєння нових ринків.

Типові цінові стратегії поділяють на три типи:

1) встановлення ціни трохи вищої, ніж у конкурентів (преміальне ціноутворення);

2) встановлення цін приблизно на рівні конкурентів (нейтральне ціноутворення);

3) встановлення цін трохи вищих за ціни конкурентів (стратегія цінового прориву).

Преміальне ціноутворення може бути обране у тому випадку, якщо присутній сегмент ринку, на якому покупці готові платити за особливі якості товару трохи більшу ціну, ніж основна маса потенційних споживачів. Стратегія преміального ціноутворення може застосовуватися і в тому випадку, якщо продукція має певні характеристики, які мають пріоритетне значення для покупців в даному сегменті ринку. Лише за дотримання цієї умови підприємство зможе одержати прийнятний прибуток за рахунок продажу своєї продукції в даному сегменті ринку за ціною, що включає „преміальний надлишок” порівняно з середньоринковим рівнем ціни за найбільш повне задоволення потреб даної групи споживачів.

Нейтральна стратегія ціноутворення виражає не лише відмову від використання цін для розширення освоєного сегменту ринку, але й дозволяє ціні знижувати цей сегмент. Отже, при виборі такої стратегії роль ціни як інструмента маркетингової політики зводиться до мінімуму. Таке рішення може бути виправданим в тому випадку, якщо:

- дослідження товарного ринку підтверджує, що підприємство може досягти своїх комерційних цілей за допомогою інших маркетингових інструментів, окрім ціни;
- фінансовий аналіз використання інших інструментів ма-

ркетингу свідчить, що проведення цих заходів потребуватиме менших витрат, ніж використання заходів, пов'язаних із застосуванням цін в рамках нової стратегії ціноутворення.

Нейтральне ціноутворення може застосовуватися у тих випадках, якщо:

1) покупці вельми чутливі до рівня цін на товар виробника, що перешкоджає преміальному ціноутворенню;

2) підприємства-конкуренти жорстко реагують на будь-яку спробу зміни цін на даному сегменті товарного ринку;

3) кожному продавцю на ринку необхідно підтримувати певні співвідношення цін в рамках цінового ряду на різні моделі (модифікації) однієї і тієї ж продукції виробника (або їхньої групи).

Стратегія цінового прориву спрямована на одержання максимального прибутку за рахунок збільшення обсягу продажу на освоєному сегменті товарного ринку. При цьому ціна продукції, що встановлюється в рамках даної стратегії, не обов'язково має бути низькою за величиною. Вона є невеликою тільки щодо споживчих якостей товару, її необхідності для покупців і цін аналогічних конкуруючих видів товарів. Реалізація подібної цінової стратегії може бути успішною лише в тому випадку, коли підтвердиться, що потенційні конкуренти з певних причин не зможуть (або не захочуть) відповісти аналогічним зниженням цін.

У процесі реалізації готової продукції рівень цін визначає можливий обсяг продажу і, відповідно, виробництва. Так, при збільшенні обсягу продажу знижується частка умовно-постійних витрат, що припадають на одиницю продукції. Тому витратний метод ціноутворення при ринковій організації збуту продукції супроводжується серйозними фінансовими втратами підприємства. Такі втрати пов'язані з тим, що собівартість виробу відповідає лише певному обсягу його випуску і продажу. Відповідно фінансові розрахунки підприємства, засновані на витратному методі ціноутворення, можуть виявитися неправильними.

Більш правильний підхід полягає в тому, щоб спочатку спрогнозувати рівень ціни нового виробу, яку можна одержати на ринку, а потім установити обсяг його випуску й можливі ринки збуту. У такому порядку доцільно оцінювати і враховувати витрати при обґрунтованій ціновій політиці підприємства. При аналізі витрат для обґрунтування цінової політики слід точно розрахувати не лише величину витрат на випуск

продукції, але і їх можливі коливання при зміні обсягу продажу. При цьому рекомендують враховувати граничні витрати. Управління цінами в рамках активної політики ціноутворення дозволяє досягти такого рівня витрат на виробництво і збут продукції, при якому підприємство одержить бажаний фінансовий результат.

Для вибору цінової стратегії вдаються до таких заходів:

- оцінки витрат на виробництво і збут продукції;
- уточнення фінансових цілей підприємства;
- вибору потенційних покупців;
- визначення маркетингової стратегії;
- встановлення можливих конкурентів;
- фінансового аналізу діяльності підприємства;
- сегментного аналізу ринку;
- аналіз конкуренції на конкретних сегментах ринку;
- оцінки державного регулювання у сфері ціноутворення.

3.4. Планування прибутку

Економічна сутність прибутку, його обсяг і межі використання в рамках підприємства (корпорації) багато в чому залежать від стимулу вигоди в умовах ринку.

Прибуток являє собою перетворену форму додаткової вартості, сформовану в процесі суспільного відтворення для задоволення різних інтересів підприємства і його власника (підприємця).

Прибуток як економічна категорія виконує дві функції: оціночну (міри ефективності, цілі виробництва) і стимулюючу. Як першу функцію прибуток характеризує економічний ефект, одержаний в результаті діяльності підприємства. Але оскільки прибуток є універсальним показником, для оцінки конкретних сторін ефективності виробництва застосовується система абсолютних і відносних показників. Стимулююча функція полягає в тому, що прибуток є основним елементом джерел фінансових ресурсів і резервів підприємства, а здійснення принципу частка прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства, має бути достатньою для фінансування певних заходів.

На сьогоднішній день **зовнішній прояв сутності прибутку виражається в ряді показників доходу, основними з яких є:**

- балансовий (валовий) прибуток, який являє собою різницю між сукупною виручкою (доходом) і сукупними витратами підприємства;

- бухгалтерський прибуток, що розраховується як різниця між виручкою організації і сумою зовнішніх витрат;

- економічний прибуток, тобто загальна величина виручки організації за відрахуванням зовнішніх і внутрішніх витрат;

- чистий прибуток – різниця між виручкою організації та економічними витратами (явними і неявними);

- чистий (нерозподілений) прибуток – прибуток, що залишається в розпорядженні підприємства за відрахуванням податків та інших аналогічних платежів і санкцій, що належать до прибутку;

- оподатковуваний прибуток – прибуток, що підлягає оподаткуванню податком на прибуток;

- маржинальний прибуток – різниця між виручкою від виробництва і реалізації продукції (робіт, послуг) і змінними витратами, віднесеними на витрати виробництва;

- нормальний прибуток – це мінімальний прибуток, що залишається у підприємства і необхідний для підтримки прагнення підприємця для використання свого капіталу на даному підприємстві;

- екстремальний прибуток – разовий прибуток, який одержують по ризикових операціях, коли величина ризику втрати капіталу прирівнюється до величини ризику одержуваного прибутку.

Планування прибутку організації включає в себе:

- планування формування величини прибутку;

- планування використання одержаного прибутку.

Це одночасно пов'язані і в той же час самостійні розділи процесу планування.

При плануванні величини прибутку підприємства мають враховувати як загальні положення, так і конкретні особливості діяльності, організаційно-правові форми власності, умови взаєморозрахунків тощо. Можуть застосовуватися різні коефіцієнти, що коригують величину прибутку, наприклад:

- прогноз проценту рентабельності вкладеного капіталу;

- коефіцієнт прибутковості;

- коефіцієнт рентабельності.

Усі ці коефіцієнти пов'язані з критичними точками прибутковості (збитковості) діяльності підприємства.

До основних методів планування прибутку підприємства належать:

- 1) метод прямого рахунку;
- 2) аналітичний метод:
 - за рівнем базової рентабельності;
 - за рівнем витрат на 1 грн. реалізованої або виготовленої продукції;
- 3) сумісний (комплексний) метод – як сукупність 1-го і 2-го методів;
- 4) нормативний метод (є основою для впровадження системи бюджетування);
- 5) факторний метод (заснований на факторному аналізі прибутку залежно від набору факторів: асортименту продукції, що випускається, ритмічності випуску й реалізації, якості продукції та інших;
- б) економіко-математичний метод.

Метод прямого рахунку. Розрахунок прибутку за допомогою цього методу здійснюється за кожним видом виготовленої і реалізованої продукції по всьому асортименту.

Аналітичний метод. Основний принцип цього методу – орієнтація на рівень витрат або рентабельності на основі аналізу діяльності підприємства за попередні періоди. У розрахунках використовуються планові, звітні і уточнені дані.

Планування прибутку за рівнем базової рентабельності виготовленої і реалізованої продукції (робіт, послуг) здійснюється в такому порядку:

- розраховують базову рентабельність виходячи з фактичних звітних даних, скоригованих на певні зміни у звітному періоді, що передують плановому;
- визначають відсоток базової рентабельності продукції (робіт, послуг) у поточному році з урахуванням коригувань – розраховується як відношення прибутку до собівартості й прибутку до обсягу реалізації (продажу);
- розраховують плановий обсяг виготовленої і реалізованої продукції (робіт, послуг) у грошовому виразі на плановий рік;
- розраховують прибуток від реалізації з урахуванням базової рентабельності – множенням обсягу на базовий відсоток рентабельності;
- одержану величину прибутку коригують на суму прибутку, одержану від виробництва і реалізації тих видів продукції (робіт, послуг), прибуток за якими розраховувався методом

прямого рахунку.

Такий метод застосовується лише в тому випадку, якщо продукція (роботи, послуги) є порівняною, тобто випускалася в попередньому періоді.

При другому варіанті – за рівнем витрат на 1 грн. виготовленої і реалізованої продукції (робіт, послуг) розрахунок прибутку здійснюється аналогічно розрахунку за базовою рентабельністю. Але замість показника базової рентабельності використовують показник базових витрат.

Планова сума прибутку надалі коригується у зв'язку із зміною впливу окремих факторів, як-от:

- зміни в асортименті;
- зміни якості;
- зміни цін.

Сумісний (комплексний) метод. Цей метод застосовується в таких випадках: коли на підприємстві випускають порівняну продукцію (роботи, послуги) – використовують аналітичний метод розрахунку прибутку, коли непорівняну – застосовують метод прямого рахунку. Аналітичний метод використовується для перевірки і порівняння.

Нормативний метод. Нормативний метод (метод бюджетування) застосовується в тому випадку, коли можна встановити норми і нормативи використання матеріалів, палива, заробітної плати по конкретних видах продукції (прямих і непрямих витрат). Прибуток визначається методом прямого рахунку, але при встановленні конкретних завдань з використання ресурсів підприємства по центрах відповідальності. Цей метод являє собою сукупність методу прямого рахунку зі встановленням норм і нормативів.

Факторний метод. Даний метод включає такі етапи планування прибутку:

1) визначення базових показників звітної періоду (періодів) – валового прибутку, прибутку від реалізації продукції (робіт, послуг), інших доходів і витрат, собівартості продукції (робіт, послуг), величину структурних елементів собівартості тощо;

2) визначення планових показників господарської діяльності організації – зростання обсягу виробництва і реалізації продукції (робіт, послуг), зниження собівартості, зміни інших доходів і витрат і тощо;

3) визначення індексів інфляції – цін на виготовлену і ре-

лізовану продукцію (роботи, послуги), цін на спожиті матеріальні ресурси, цін на спожиті трудові ресурси;

4) визначення індексів по інших змінах, в тому числі амортизаційних відрахуваннях, інших витрат.

Основний принцип розрахунків полягає в тому, що основна сума прибутку розраховується будь-яким методом планування прибутку, а потім її коригують на інфляційні сподівання і інші зміни.

Економіко-математичний метод. Він застосовується лише у великих корпораціях, де є можливість використання великої облікової інформаційної бази, комп'ютерних технологій.

Показники планового прибутку використовуються у розрахунку: критичних точок діяльності, точок беззбитковості, фінансової міцності і незалежності, самостійності розвитку організації і т. ін.

Питання для самоконтролю

1. Які нормативні документи регулюють формування витрат, виручки, прибутку корпорацій?

2. У чому полягає економічна сутність витрат, доходу, прибутку, підприємницького ризику?

3. Які основні методи планування витрат, виручки, прибутку корпорацій?

4. Що містять витрати на соціально-культурні програми?

5. Яким чином розподіляються витрати за джерелами покриття?

6. Що являють собою явні і неявні витрати?

7. Чим відрізняються умовно-постійні і умовно-змінні витрати?

8. У чому полягає економічна сутність виручки (доходу) корпорацій?

9. Які доходи відносять до основних і позареалізаційних?

10. Яка методика розрахунку виручки від реалізації продукції?

11. Які принципи розробки цінової політики?

12. Які фактори впливають на визначення цін на продукцію підприємства?

13. Як встановлюються ціни на продукцію корпорації?

14. Які є типові стратегії ціноутворення.

15. У чому полягає економічна сутність прибутку?

16. Які функції виконує прибуток?
17. Які фактори впливають на величину прибутку?
18. Чим відрізняється бухгалтерський прибуток від прибутку, що оподатковується?
19. Які фактори впливають на загальний фінансовий результат?
20. Наведіть методику розрахунку валового прибутку.

Навчальні завдання

1. За даними фінансової звітності умовного акціонерного товариства (дод. А, Б) проаналізувати його витрати у звітному році.
2. За даними фінансової звітності проаналізувати розподіл виручки від реалізації продукції.

Тести для самоконтролю знань

1. Перелік статей витрат підприємства встановлюється:

- а) законодавчо;
- б) організацією самостійно;
- в) галузевими стандартами.

2. Кредиторська заборгованість, строк позивної давності за якою пройшов:

- а) не включається до доходу організації;
- б) включається до доходу організації в сумі, в якій ця заборгованість була відображена в бухгалтерському обліку організації;
- в) включається до доходу організації в сумі, яка складає 50% заборгованості.

3. Матеріально-виробничі запаси відображаються в бухгалтерському обліку:

- а) за фактичною собівартістю;
- б) за цінами виробника;
- в) за цінами з урахуванням податків.

4. До фактичних витрат на придбання запасів не входять:

- а) загальногосподарські витрати;
- б) мито;
- в) витрати зі страхування.

5. Строк корисного використання об'єкта основних засобів визначається:

- а) організацією при взятті об'єкта на бухгалтерський облік;
- б) технічним паспортом;
- в) вищою організацією.

6. Виручка корпорації – це:

- а) збільшення економічних вигід в результаті надходження активів і погашення зобов'язань, що призводять до збільшення капіталу корпорації;
- б) доходи від звичайних видів діяльності та інші операційні доходи;
- в) доходи у вигляді надходжень на розрахунковий рахунок корпорації за реалізовану продукцію.

7. До складу виручки не входить:

- а) сума надходжень від реалізації запасів;
- б) надходження у вигляді ПДВ;
- в) сума надходжень від здавання майна в оренду.

8. Який з перелічених факторів не впливає на величину виручки від реалізації:

- а) реалізаційні ціни;
- б) обсяг реалізації;
- в) адміністративні витрати.

9. Який тип ціноутворення доцільно застосовувати на сегменті ринку, де споживачі здатні платити більше за певні характеристики товару:

- а) преміальне ціноутворення;
- б) нейтральне ціноутворення;
- в) стратегія цінового прориву.

10. Нерозподілений прибуток на кінець звітного періоду:

- а) є джерелом поновлення власних оборотних активів підприємства;
- б) відраховується до бюджету держави;
- в) є джерелом матеріального заохочення працівників.

ТЕМА 4. АНАЛІЗ ФІНАНСОВОЇ ЗВІТНОСТІ КОРПОРАЦІЙ

Програмна анотація

- 4.1. Фінансова звітність корпорацій.
- 4.2. Консолідована фінансова звітність.
- 4.3. Показники, що визначають положення корпорації на фондовому ринку.

Основні терміни і поняття

Фінансова звітність; форми фінансової звітності; чистий прибуток на акцію; скоригований чистий прибуток на акцію; консолідована фінансова звітність; коефіцієнти ліквідності; коефіцієнти фінансової стійкості; коефіцієнти ефективності використання активів (оборотності); коефіцієнти рентабельності (прибутковості); коефіцієнти ринкової активності; інтегральні показники фінансового стану корпорації; бенчмаркінг.

4.1. Особливості складання фінансової звітності АТ

Фінансова звітність (її типові форми) є не комерційною таємницею, а важливим засобом обміну фінансовою інформацією між фірмою та зовнішніми користувачами: потенційними інвесторами, кредиторами, постачальниками, конкурентами. Завдяки запровадженню міжнародних стандартів бухгалтерського обліку показники фінансових звітів стали своєрідною міжнародною фінансовою мовою, що забезпечує спілкування між фірмами різних країн. Інформація, що міститься у фінансовій звітності, необхідна також для прийняття управлінських рішень у межах фірми, особливо при прогнозуванні та плануванні майбутньої діяльності.

Особливо ретельно аналізується фінансова звітність ВАТ. Вони безпосередньо або через фінансових посередників пов'язані з багатьма інвесторами, залучають капітал через первинний фінансовий ринок, а також сприяють функціонуванню вторинного фондового ринку. Саме тому фінансове становище корпорацій відкритого типу цікавить багатьох учасників фінансового ринку, а також державні регулюючі органи, рейтингові агентства, фінансових аналітиків та консультантів.

Згідно з Законом України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні», а також стандартами бухгалтерського обліку № 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності»

ті», № 2 «Баланс», № 3 «Звіт про фінансові результати», № 4 «Звіт про рух грошових коштів», № 5 «Звіт про власний капітал», № 20 «Консолідована фінансова звітність» АТ зобов'язані виконувати такі вимоги:

- на основі даних бухгалтерського обліку скласти фінансову звітність, що включає баланс (форму № 1), звіт про фінансові результати (форма № 2), звіт про рух грошових коштів (форма № 3), звіт про власний капітал (форма № 4) і примітки до звітів;

- АТ, що мають дочірні підприємства, крім звітів про власні господарські операції, повинні скласти консолідовану фінансову звітність;

- ВАТ, які проводять відкриту підписку на акції, не пізніше 1 червня наступного за звітним року оприлюднювати річну фінансову та консолідовану звітність шляхом публікації в періодичних виданнях або розповсюдження у вигляді окремих друкованих видань.

Для перевірки та підтвердження правильності річної фінансової звітності АТ, які проводять відкриту підписку на акції, обов'язково повинні залучати аудитора, не пов'язаного майновими інтересами з товариством чи з його учасниками.

Акціонерам, які разом володіють не менш як 10% акцій, надано право вимагати проведення аудиторських перевірок будь-якого АТ, акціями якого вони володіють. Витрати на проведення такої перевірки покладаються на акціонерів, але загальні збори можуть прийняти рішення про покладення витрат на товариство.

Форми фінансової звітності №№ 1-4 складають усі підприємства, а не тільки АТ, і лише окремі статті в них призначені для заповнення виключно АТ. Так, у пасиві балансу за статтею «Додатково вкладений капітал» АТ зазначають суму, на яку вартість реалізації випущених акцій перевищує їх номінальну вартість, а за статтею «Вилучений капітал» – фактичну собівартість акцій власної емісії (ця сума наводиться в дужках і підлягає вирахуванню при визначенні підсумку власного капіталу). Розділ 3 Звіту про фінансові результати (форма № 2) заповнюють ВАТ, прості акції або потенційні прості акції яких відкрито продаються та купуються на фондових біржах, і АТ, що в даний момент випускають такі акції.

У цьому розділі наводяться дані про середньозважену кількість простих акцій, що перебувають в обігу протягом звітного періоду; показується середньорічна кількість простих акцій в обігу, скоригована на кількість простих акцій, що можуть бути випущені в обіг згідно з укладеними угодами (опціон, ф'ючерсний контракт тощо); чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію; скоригований чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію; сума дивідендів, що припадає на одну просту акцію (остання розраховується діленням

суми оголошених дивідендів на кількість простих акцій, за якими сплачуються дивіденди). Чистий прибуток на акцію (ПНА) – Earnings Per Share (EPS), який використовується для оцінки минулих результатів діяльності ВАТ, відбиває, як ефективно підприємство використовує ресурси, надані власниками простих акцій. У міжнародній практиці, як правило, застосовуються два показники ПНА – базисний і розбавлений. У вітчизняній звітності перший дістав назву «чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію», а другий – «скоригований чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію». Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію, обчислюється як відношення чистого прибутку (або збитку) за звітний період до середньозваженої кількості простих акцій, що перебувають в обігу протягом цього періоду. Чисельник дорівнює чистому прибутку (збитку) звітного періоду мінус дивіденди за привілейованими акціями, знаменник розраховується за формулою середньозваженої.

Розглянемо приклад розрахунку середньозваженої кількості простих акцій в обігу. Вихідні дані наведені в таблиці 4.1.

Таблиця 4.1

Облік кількості простих акцій в обігу

№ за/п	Показник	Кількість простих акцій, шт.
1	Кількість акцій на початок звітного періоду (на 1 січня звітного року)	500
2	Продаж нових акцій за грошові кошти (31 травня звітного року)	500
3	Акції в обігу після випуску нових акцій (р. 1 + р. 2)	1000
4	Придбання власних акцій за грошові кошти (1 грудня звітного року)	200
5	Кількість акцій в обігу на кінець звітного періоду (на 31 грудня звітного року) (р. 3 – р. 4)	800

Розрахуємо середньозважену кількість акцій:

$$500 \times \frac{5}{12} + 1000 \times \frac{6}{12} + 800 \times \frac{1}{12} = 775 \text{ акцій,}$$

де **5, 6, 1** – період від дати операції до дати наступної операції, місяців;

12 – звітний рік, місяців.

Обчислюючи ПНА, слід урахувувати зміну кількості простих акцій внаслідок сплати дивідендів простими акціями; випуску документа на право придбання простих акцій, призначених для існуючих акціонерів, за ціною, нижчою від справедливої вартості простих акцій; подрібнення акцій; консолідації акцій. При цьому припускають, що ці обставини виникли на початку звітного періоду. Скоригований ПНА передбачає врахування при його обчисленні наявності у ВАТ потенційних простих акцій.

Потенційні прості акції – це цінні папери або контракти, які надають їх власникові право на прості акції в майбутньому. До них належать конвертовані облигації; привілейовані акції, які можуть бути конвертовані у прості; варанти і опціони на акції; акції, які можуть бути придбані за спеціальними програмами для працівників; контракти, за якими учасники матимуть право на отримання простих акцій залежно від виконання вимог, передбачених цими контрактами.

Нині в Україні більшість ВАТ ще не має зазначених фінансових інструментів, але світовий досвід свідчить, що з розвитком фондового ринку вони поширюватимуться. Потенційні прості акції, за якими будуть реалізовані закладені в них права, можуть викликати розпорошення прибутку на одну просту акцію, тобто призвести до зменшення базисного ПНА, розрахованого на основі середньозваженої кількості простих акцій. Потенційні прості акції, що мають такий вплив на ПНА, включаються до обчислення скоригованого ПНА.

Розглянемо приклад впливу на ПНА конвертованих облигацій.

Приклад. Чистий прибуток за звітний рік – 3000 грн. Кількість простих акцій в обігу – 1550 шт. ПНА – 1,94 грн. Кількість десятипроцентних облигацій, які можна конвертувати у прості акції, – 100 шт.

Вартість облигацій, які можна конвертувати, – 1000 грн.

Умови конвертації: коефіцієнт конверсії дорівнює 5, тобто 10 облигацій обмінюються на дві прості акції.

Розв'язання

Заощаджена внаслідок зменшення витрат на сплату відсотків за облигаціями сума:

$$1000 \times 0,1 = 100 \text{ грн.}$$

Додаткові витрати на сплату податку на прибуток, пов'язані з економією на сплаті відсотків (ставка податку на прибуток - 25 %):

$$100 \times 0,25 = 25 \text{ грн.}$$

Скоригований чистий прибуток (чистий прибуток збільшується на суму заощаджених витрат на сплату відсотків на облігації після оподаткування та зменшується на податок на прибуток):

$$3000 + 100 - 25 = 3075 \text{ грн.}$$

Скоригована кількість простих акцій в обігу (прості акції в обігу плюс кількість простих акцій, які будуть отримані в результаті конвертування облігацій з розрахунку 10 облігацій у дві прості акції): $1550 + 100 : 5 = 1550 + 20 = 1570$.

Скоригований ПНА:

$$3075 : 1570 = 1,96 \text{ грн.}$$

У цьому прикладі конвертовані облігації вважаються «антирозбавляючими», оскільки збільшують ПНА. Відповідно до вимог міжнародних стандартів такі фінансові інструменти не слід включати в обчислення скоригованого ПНА.

Внесемо деякі зміни у вихідні дані розглянутого прикладу: припустимо, що 10 облігацій можуть конвертуватися в чотири акції, тобто коефіцієнт конверсії дорівнює 2,5. Тоді відповідно зміниться скоригована кількість простих акцій в обігу:

$$1550 + 100 : 2,5 = 1550 + 40 = 1590,$$

а скоригований ПНА становитиме:

$$3075 : 1590 = 1,93 \text{ грн.}$$

За таких умов конвертовані облігації розглядаються як «розбавляючі», оскільки вони зменшують ПНА і обов'язково включаються до обчислення скоригованого ПНА.

У розділі «Рух коштів у результаті фінансової діяльності» Звіту про рух грошових коштів (форма № 3) АТ відображають за статтею «Сплачені дивіденди» суму дивідендів, сплачених грошима, а за статтею «Інші платежі» – використання коштів для викупу раніше випущених акцій.

У Звіті про власний капітал (форма № 4) є статті, за якими

наводяться дані про зменшення власного капіталу АТ за рахунок викупу акцій, анулювання викуплених акцій, зменшення номінальної вартості акцій, а також про перепродаж викуплених акцій.

Великий обсяг інформації міститься у примітках до фінансових звітів АТ. По-перше, це стосується облікової політики, а також інформації, що містить додатковий аналіз статей звітності, необхідний для забезпечення її зрозумілості та доцільності.

За національними стандартами бухгалтерського обліку України підприємство повинно висвітлювати вибрану облікову політику, описуючи принципи оцінки статей звітності. Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку (МСБО 1, 2003 р.) містять докладніші рекомендації щодо розкриття облікової політики. У них зазначається, що підприємство зобов'язане перерахувати конкретні аспекти облікової політики, необхідні для правильного розуміння фінансових звітів, а саме: визнання доходів; принципи консолідації, включаючи дочірні підприємства та асоційовані компанії; об'єднання компаній; спільні підприємства; визнання та амортизація матеріальних і нематеріальних активів; капіталізація витрат на позики та інших витрат; будівельні контракти; інвестиційна власність; оренда; витрати на наукові дослідження і розробки; запаси; податки, включаючи відкладені; резерви; витрати на виплати працівникам; хеджування; зазначення господарських і географічних сегментів та основи розподілу витрат між ними; облік інфляції; державні гранти.

Діяльність підприємства висвітлюється з різних боків. Зазначені міжнародні стандарти вимагають надавати додаткову інформацію не тільки про підприємство загалом, а й про його складові – сегменти. З цією метою виокремлюються господарські та географічні сегменти, щодо яких у примітках зазначаються такі показники: дохід сегмента; витрати; результати діяльності; активи; зобов'язання; собівартість основних засобів і нематеріальних активів, придбаних протягом певного періоду; амортизація; негрошові витрати (інші, крім амортизаційних відрахувань); частка підприємства у чистому прибутку або збитках асоційованої компанії, спільного підприємства або інші інвестиції, облік яких ведеться за методом участі в капіталі, якщо майже всі операції асоційованої компанії здійснюються в межах тільки цього сегмента, і сума пов'язаних з цим інвестицій.

Крім форм фінансової звітності, обов'язкових для всіх підприємств, ВАТ зобов'язані регулярно (щорічно) складати і подавати в ДКЦПФР звіт за формою, затвердженою рішенням цієї комісії, а також публікувати після прийняття звіту комісією в одному з офіційних друкованих видань інформацію про фінансово-господарську діяльність та пояснення до неї. Звіт, що подається в ДКЦПФР, повинен містити такі розділи: «Основні відомості про емітента», «Відомості про цінні папери емітента», «Опис бізнесу», «Інформація про майновий стан та фінансово-господарську діяльність емітента». Розділ «Опис бізнесу» включає текстову частину, де в довільній формі подається така інформація:

- стисла історія підприємства, важливі події його розвитку;
- організаційна структура емітента, назва та місцезнаходження дочірніх підприємств, філій, представництв, їх роль та перспективи розвитку;
- опис вибраної облікової політики (метод нарахування амортизації, метод оцінки вартості запасів, метод обліку та оцінки вартості фінансових інвестицій тощо);
- основні види продукції (послуг), що виробляє (надає) емітент, перспективи виробництва окремих товарів, залежність його від сезонних змін; основні ринки збуту та клієнти; канали збуту і методи продажу; джерела сировини, їх доступність та динаміка цін; особливості розвитку галузі виробництва, в якій діє емітент; рівень упровадження нових технологій; введення нових тарифів; конкуренція в галузі; особливості продукції емітента порівняно з продукцією конкурентів;
- суттєві проблеми, що впливають на діяльність емітента, ступінь залежності від законодавчих або економічних обмежень;
- факти сплати штрафів і компенсацій за порушення чинного законодавства;
- вибрана політика щодо фінансування діяльності; достатність робочого капіталу на поточні потреби; можливі шляхи поліпшення ліквідності за оцінками фахівців емітента;
- вартість укладених, але ще не виконаних договорів на кінець звітного періоду і дані про очікувані прибутки від їх виконання;
- прогнози та плани щонайменше на рік про діяльність емітента (щодо розширення виробництва, реконструкції, поліпшення фінансового становища, опис суттєвих факторів,

які можуть вплинути на діяльність у майбутньому; опис політики емітента щодо досліджень та розробки за звітний рік);

- інша інформація, що може бути суттєвою для оцінки інвестором фінансового становища та результатів діяльності підприємства.

4.2. Консолідована фінансова звітність

Консолідована фінансова звітність пов'язана з функціонуванням групи підприємств, яка складається з материнської (холдингової) компанії та дочірніх підприємств (компаній). Консолідована фінансова звітність складається шляхом упорядкованого додавання показників фінансової звітності дочірніх підприємств до аналогічних показників материнської компанії. У результаті користувачі фінансових звітів отримують для аналізу фінансову інформацію (форми №№ 1-4) про групу підприємств як єдине підприємство, що діє під головуванням холдингу, але не є юридичною особою.

Консолідовані фінансові звіти включають усі підприємства, що контролюються холдингом. Під контролем розуміємо вирішальний вплив на фінансову, господарську та комерційну політику підприємства з метою отримання вигід від його діяльності. За МСБО контроль припускається, якщо материнська компанія прямо чи опосередковано (через дочірні компанії) володіє більш як половиною голосів на підприємстві; якщо явно не продемонстровано, що контроль відсутній. Контроль може здійснюватися й у випадках, коли частка голосів материнської компанії не перевищує 50%, наприклад, право на контроль, визначене угодою інвесторів чи зазначене у статуті підприємства або материнській компанії, надане право визначати кількість і склад членів Ради директорів дочірнього підприємства. Практично всі великі західні корпорації мають дочірні підприємства і складають консолідовані фінансові звіти. Методи і технологія консолідації добре опрацьовані й описані в МСБО, а також у національних стандартах обліку більшості економічно розвинених країн. В Україні діє стандарт 20 «Консолідована фінансова звітність», що регламентує порядок складання консолідованої фінансової звітності. Для того щоб фінансові звіти містили вірогідну інформацію про групу підприємств як єдине ціле, необхідно об'єднати всі пункти фінансових звітів (кожну статтю активів, зобов'язань, власного капіталу, доходів і витрат), складених на одну й ту саму дату ба-

лансу за один і той самий звітний період; при цьому необхідно вилучити:

- балансову вартість фінансових інвестицій материнської компанії в кожне дочірнє підприємство і її частку в кожному з них;

- суму внутрішньогрупових операцій (операції між материнським і дочірніми підприємствами або між дочірніми підприємствами однієї групи) і внутрішньогрупового сальдо (сальдо дебіторської заборгованості й зобов'язань на дату балансу, що утворилося в результаті внутрішньогрупових операцій);

- суму нереалізованих прибутків і збитків внаслідок внутрішньогрупових операцій (крім збитків, які не можуть бути відшкодовані).

Крім того, материнська компанія для складання консолідованої фінансової звітності визначає частку меншості в капіталі та фінансових результатах дочірніх підприємств. Частка меншості - це частка чистого прибутку (збитку) і чистих активів дочірнього підприємства, що не належить материнській компанії; вона визначається як добуток відсотка голосів, що не належать материнській компанії, і, відповідно, чистого прибутку (збитку) та власного капіталу. Частка меншості відображається в консолідованому балансі й звіті про фінансові результати окремим рядком.

Складання консолідованої фінансової звітності вимагає застосування єдиної облікової політики для подібних операцій усіма підприємствами, що входять у групу. Про статті, де застосовувалася різна облікова політика, повідомляється у примітках до консолідованих фінансових звітів. Крім того, у таких примітках слід також наводити:

- перелік великих дочірніх підприємств із зазначенням назви, країни реєстрації або місцезнаходження, частку власності і в разі відмінності - частку в розподілі голосів;

- характеристику методу, використаного для обліку дочірніх підприємств в окремих фінансових звітах материнського підприємства.

Крім того, необхідно зазначити:

- причини вилучення дочірнього підприємства з консолідації;

- характер відносин між материнським та дочірнім підприємством, якщо материнське підприємство не володіє в дочірньому прямо чи опосередковано більш як половиною голосів;

- назву підприємства, де материнському підприємству на-

лежить більше половини голосів прямо або опосередковано через дочірні підприємства, але яке через відсутність контролю не є дочірнім підприємством;

- вплив придбання або продажу дочірніх підприємств на фінансове становище (на дату складання фінансового звіту), результати звітного періоду та відповідні суми попереднього періоду;

- статті, які визначені із застосуванням різної облікової політики.

Консолідована звітність є відкритою, тому її можна використовувати з метою аналізу, реклами, отримання довідкової інформації всіма зацікавленими особами, зокрема акціонерами материнської компанії, державними органами (ДКЦПФР, Анти-монопольним комітетом), неурядовими організаціями (союзами підприємців, торговельно-промисловими палатами тощо).

4.3. Показники, що визначають становище корпорації на фондовому ринку

Мета фінансового управління корпорацією - максимальне підвищення вартості акцій. Тому аналіз фінансової звітності має з'ясувати, як змінилася ринкова вартість акції, які чинники сприяли змінам, які фінансові показники найбільшою мірою впливають на вартість акції, які заходи слід передбачити у фінансових планах для підвищення вартості акції. Розглянемо показники, що використовуються для цього у розвинених країнах. Для визначення фінансового становища АТ використовують показники, що характеризують його фінансову залежність, ліквідність, ділову активність (ефективність використання активів), рентабельність. Ці показники придатні для оцінки фінансового становища не тільки АТ, а й підприємств будь-якої організаційно-правової форми. Для ВАТ додатково використовують ще кілька показників, які називають коефіцієнтами ринкової активності.

Під час аналізу фінансової звітності існує вірогідність зіткнутися з величезною кількістю розрахункових показників. Тому, як свідчить світовий досвід фінансового управління компаніями, слід використовувати невелику кількість основних коефіцієнтів. Найпоширеніші з них наведено в таблиці 4.2, яких достатньо для загальної оцінки фінансового становища.

Основні коефіцієнти та розрахункові формули для оцінки фінансового становища підприємства

Коефіцієнт	Розрахункова формула
1	2
<i>1. Коефіцієнти фінансової залежності (довгострокової платоспроможності)</i>	
1.1. Коефіцієнт боргового навантаження (загальної заборгованості)	$\frac{\text{Довгострокові} + \text{поточні зобов'язання}}{\text{Підсумок балансу (загальні активи)}}$
1.2. Коефіцієнт фінансової незалежності (автономії)	$\frac{\text{Власний капітал}}{\text{Підсумок балансу (загальні активи)}}$
1.3. Коефіцієнт власного капіталу	$\frac{\text{Загальні активи}}{\text{Власний капітал}}$
1.4. Коефіцієнт покриття відсотків (фінансових витрат)	$\frac{\text{Прибуток до вирахування процентів і податків (ЕВІТ)}}{\text{Сума відсотків за борговими зобов'язаннями}}$
<i>2. Коефіцієнти ліквідності (короткострокової платоспроможності)</i>	
2.1. Коефіцієнт власного оборотного капіталу	$\frac{\text{Оборотні активи} - \text{поточні зобов'язання}}{\text{Підсумок балансу (загальні активи)}}$
2.2. Коефіцієнт покриття (поточної ліквідності)	$\frac{\text{Оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}}$
2.3. Коефіцієнт термінової ліквідності	$\frac{\text{Оборотні активи} - \text{запаси}}{\text{Поточні зобов'язання}}$
2.4. Коефіцієнт абсолютної ліквідності	$\frac{\text{Грошові кошти} + \text{поточні фінансові інвестиції}}{\text{Поточні зобов'язання}}$
2.5. Показник захищеного періоду, днів	$\frac{\text{Оборотні активи}}{\text{Середні щоденні операційні витрати}}$

1	2
<i>3. Коефіцієнти ефективності використання активів</i>	
3.1. Оборотність активів	$\frac{\text{Виручка від реалізації}}{\text{Середня сума активів}}$
3.2. Оборотність власного оборотного капіталу	$\frac{\text{Виручка від реалізації}}{\text{Власний оборотний капітал}} \\ (\text{оборотні активи} - \text{поточні зобов'язання})$
3.3. Оборотність запасів	$\frac{\text{Собівартість реалізованої продукції}}{\text{Середня сума запасів}}$
3.4. Період реалізації запасів, днів	$\frac{365 \text{ днів}}{\text{Оборотність запасів}}$
3.5. Оборотність дебіторської заборгованості	$\frac{\text{Виручка від реалізації}}{\text{Середня сума дебіторської заборгованості}}$
3.6. Період погашення дебіторської заборгованості	$\frac{365 \text{ днів}}{\text{Оборотність дебіторської заборгованості}}$
<i>4. Коефіцієнти рентабельності (прибутковості)</i>	
4.1. Рентабельність реалізації	$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Виручка від реалізації}}$
4.2. Рентабельність активів (ROA)	$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Середня сума активів}}$
4.3. Рентабельність власного капіталу (ROE)	$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Власний капітал}}$
<i>5. Коефіцієнти ринкової активності</i>	
5.1. Коефіцієнт «ціна – прибуток» (P/E = Price/Earnings Ratio)	$\frac{\text{Ринкова ціна акції}}{\text{Прибуток на акцію (EPS)}}$
5.2. Коефіцієнт «ринкова – балансова вартість»	$\frac{\text{Ринкова ціна акції}}{\text{Балансова вартість акцій}}$
5.3. Дивідендна дохідність акцій	$\frac{\text{Дивіденд на акцію}}{\text{Ринкова ціна акцій}}$

Для фінансових коефіцієнтів (на відміну від обліку) не існує міжнародних стандартів, тому, вибираючи їх, слід спиратися на власний досвід, здоровий глузд, ураховувати вітчизняну специфіку. Не потрібно перевантажувати аналіз показниками, що несуть одну й ту саму інформацію.

Існують методики, в яких пропонуються дуже багато показників. Не всі вони потрібні для аналізу, оскільки є коефіцієнти, що тісно корелюють між собою і, отже, показують одне й те саме. Слід вибрати показники, що майже не корелюють між собою, тоді кожен із них нестиме додаткову інформацію про фінансове становище підприємства. Наприклад, існує тісна кореляція між коефіцієнтами поточної та термінової ліквідності (0,7), рентабельності активів і коефіцієнтом покриття відсотків (0,9), рентабельністю активів та власного капіталу (0,8). Це свідчить про те, що можна не обчислювати обидва показники, а обмежитись одним.

Фінансові коефіцієнти взаємопов'язані. Найважливіші взаємозв'язки описуються рівнянням Дюпона (Du Pont), яке використовують для аналізу можливостей поліпшення функціонування компанії. Рівняння Дюпона показує, що один з найважливіших показників – рентабельність власного капіталу (ROE), залежить від трьох показників: рентабельності реалізації, оборотності активів і коефіцієнта власного капіталу:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Виручка від реалізації}} \times \frac{\text{Виручка від реалізації}}{\text{Активи}} \times \frac{\text{Активи}}{\text{Власний капітал}} \quad (4.1)$$

Тепер докладніше розглянемо показники, що характеризують ставлення інвесторів до корпорації, тобто коефіцієнти ринкової активності. Розраховують їх за даними не тільки фінансової звітності, а й фондового ринку:

$$\begin{aligned} \text{Коефіцієнт «ціна – прибуток» (Price / Earnings ratio)} &= \\ &= \text{Ринкова ціна акції} : \text{Прибуток на акцію} \end{aligned} \quad (4.2)$$

Цей коефіцієнт показує, яку суму інвестори готові сплачувати за кожну грошову одиницю прибутку компанії.

$$\begin{aligned} \text{Дивідендна дохідність (dividend yield) акції} &= \\ &= \text{Дивіденд на одну акцію} : \text{Курс акції} \end{aligned} \quad (4.3)$$

Велике значення показника може свідчити про те, що інвестори очікують низьких темпів підвищення дивідендів або що вони вимагають високої дохідності.

$$\begin{aligned} \text{Коефіцієнт «ринкова – балансова вартість»} & \\ \text{(Market-to-Book Ratio)} &= \\ \text{Курс акції} : \text{Балансова вартість акції} & \end{aligned} \quad (4.4)$$

Балансова (книжкова) вартість акції – це частка власного

капіталу, що припадає на одну акцію. Цей коефіцієнт показує, наскільки більша вартість компанії порівняно з тим, що вклали в неї акціонери.

**Коефіцієнт «q Тобіна» = Ринкова вартість активів :
: Оціночна відтворювальна вартість. (4.5)**

Це відношення ринкової вартості позичкового та власного капіталу до поточної відтворювальної вартості активів. Показник свою назву дістав від прізвища економіста Дж. Тобіна. Цей коефіцієнт схожий на попередній – «ринкова – балансова вартість», але між ними існують відмінності. Чисельник коефіцієнта містить вартість усіх боргових зобов'язань і акцій компанії, а не тільки вартість акцій та нерозподілений прибуток; знаменник – вартість усіх активів, а не тільки вартість власного капіталу. До того ж, ці активи обліковуються не за первісною вартістю, як на рахунках бухгалтерського обліку, а за вартістю, за якою вони можуть бути заміщені в цей момент. Отже, для розрахунку знаменника необхідно проіндексувати історичну вартість активів з урахуванням інфляції.

Дж. Тобін стверджував, що у компаній з'являється стимул до інвестицій, коли $q > 1$ (тобто довгострокові активи, наприклад устаткування, коштує дорожче, ніж вартість його заміни), і що вони припиняють інвестувати, коли $q < 1$ (тобто вартість устаткування менша від вартості заміни). Якщо $q < 1$, може виявитися дешевше придбати певні активи шляхом злиття компаній, а не купівлі їх за підвищеною ціною.

Американські компанії, активи яких оцінюються нижче їх відтворювальної вартості ($q < 1$), повинні враховувати, що така недооцінка може загрожувати поглинанням (поширена у США операція) з метою переведення їх активів в іншу сферу діяльності. Доречно також припустити, що q буде вищим у фірм, які мають великі конкурентні переваги. Найвищі рівні q були свого часу в компаній з відомими торговельними марками; наприклад «Polaroid» – 6,42, «Херох» – 5,52, ІВМ – 4,21, «Coca-Cola» – 4,21 (за даними 70-х років, коли великі компанії США були зобов'язані звітувати про відтворювальну вартість активів за рекомендаціями з обліку впливу інфляції, розробленими Управлінням стандартів фінансового обліку).

На наш погляд, для аналізу українських ВАТ настав час застосовувати коефіцієнт «q Тобіна». Оскільки акції багатьох ВАТ недооцінені, а рівень інфляції в Україні ще високий, слід

очікувати, що ВАТ, у яких $q < 1$, буде багато. Найбільш привабливим із них може загрозувати також перекупівля за дешево, злиття, поглинання з боку потужніших компаній, у тому числі транснаціональних.

$$\begin{aligned} \text{Коефіцієнт дивідендних виплат (Dividend pay out)} &= \\ &= \text{Дивіденди} : \text{Прибуток на акцію} \end{aligned} \quad (4.6)$$

Цей коефіцієнт часто встановлюється низький, оскільки менеджери не схильні знижувати дивіденди через зменшення прибутку. Якщо прибуток компанії істотно коливається, менеджери для підстрахування встановлюють низький коефіцієнт дивідендних виплат. Якщо прибуток раптово знижується, коефіцієнт, імовірно, тимчасово збільшується. Прибуток, що не сплачується у вигляді дивідендів, реінвестується в діяльність компанії.

$$\begin{aligned} \text{Частка реінвестованого прибутку} &= \\ &= 1 - \text{коефіцієнт дивідендних виплат} = \\ &= (\text{Чистий прибуток} - \text{дивіденди}) : \text{чистий прибуток}. \end{aligned} \quad (4.7)$$

Якщо цей показник помножити на рентабельність власного капіталу, можна помітити, як швидко підвищується вартість інвестицій акціонерів внаслідок реінвестування прибутку.

$$\begin{aligned} \text{Зростання власного капіталу внаслідок реінвестування} &= \\ &= (\text{чистий прибуток} - \text{дивіденди}) : \text{чистий прибуток} \times \\ &\quad \times (\text{чистий прибуток} : \text{власний капітал}) \end{aligned} \quad (4.8)$$

Наприклад, якщо компанія отримуватиме 17,4% прибутку в розрахунку на балансову вартість власного капіталу і реінвестуватиме 80% прибутку, то щорічно прибуток і власний капітал зростатимуть на 13,9% ($0,8 \times 0,174 = 0,139$, або 13,9%). Аналітики називають цей показник стійким темпом зростання.

Основним показником ліквідності акцій є спред – відносна різниця між котируваннями на продаж і купівлю у відсотках від ціни купівлі. Акції з найменшим спредом найліквідніші.

Показниками ліквідності акцій є також дохідність інвестицій в акції (приріст курсової вартості за період у відсотках) і рівень ринкової капіталізації (добуток курсу акцій компанії та загальної

кількості простих акцій). Рівень ринкової капіталізації характеризує активність емітента з просування своїх акцій на вторинному ринку, а також масштаби ринку корпоративних цінних паперів.

Капіталізація українського ринку корпоративних цінних паперів характеризується невисоким рівнем. Мало того, останнім часом спостерігалася тенденція до її зниження, оскільки ще недостатньо розвинений вторинний фондовий ринок. Наприклад, у 1997 р. ринкова капіталізація 50 провідних українських компаній становила 7,8 млрд. грн., а в 1998 р. – лише 1,3 млрд. грн.* Проте значна недооцінка акцій багатьох українських ВАТ є основним потенційним фактором зростання капіталізації, вплив якого посилюватиметься разом з розширенням операцій на вторинному ринку.

Використовуючи фінансові коефіцієнти для аналізу діяльності компанії за певний період, слід пам'ятати про ряд проблемних аспектів.

Одна з найбільш гострих проблем полягає у тому, що деякі компанії є конгломератами, які володіють декількома суміжними виробництвами. Консолідована фінансова звітність таких фірм практично не підпадає під жодну галузеву категорію. Таким чином, обираючи групу показників для оцінки діяльності такої фірми, слід порівнювати фінансові коефіцієнти у компаній з одним родом діяльності, причому всередині галузі має існувати конкуренція і тільки один спосіб виробничої діяльності.

Іншою проблемою є розподіл основних конкурентів і членів однієї за складом групи компаній по світу. Істотна відмінність різних стандартів та процедур ускладнює порівняння фінансових звітів з різних країн.

Існує і ряд інших проблем. По-перше, різні фірми використовують різні бухгалтерські методи, наприклад, для оцінки товарно-матеріальних запасів. Це також ускладнює порівняння фінансових звітів. По-друге, різні фірми мають різні дати закінчення фінансового року. Для фірм із сезонними піками активності (наприклад, роздрібні торговці новорічними товарами) це може ускладнити порівняння балансових звітів через коливання сум рахунків протягом року.

* Бондар О.М., Мендрул О.Г. Сукупна вартість підприємств у процесі масштабної грошової приватизації // Про приватизацію: Держ. інформ. бюл. – 2000. - № 5. – С. 70-75.

Крім того, на продуктивність будь-якої конкретної фірми можуть мати вплив незвичайні або тимчасові події, такі як одноразовий прибуток від продажу певного активу. При порівнянні результатів діяльності таких фірм ці події можуть дати суперечливі результати.

Існує два основні підходи до оцінки фінансового становища фірми, її кредитоспроможності, інвестиційної привабливості, прогнозування ймовірності банкрутства.

Перший підхід. На підставі визначення певного набору фінансових показників і оцінки кожного з них зробити остаточний висновок. Але корпорація може мати кілька фінансових коефіцієнтів, що свідчать про ефективну діяльність, а окремі показники можуть бути низькими. У цьому разі визначення місця компанії серед конкурентів ускладнюється.

Другий підхід. Вибрати ключові фінансові коефіцієнти та на їх основі сконструювати інтегральний показник фінансового становища.

Уперше другий підхід застосував У. Бівер у 1966 р. Він порівняв фінансові коефіцієнти 79 збанкрутілих фірм з показниками діяльності 79 конкурентоспроможних компаній. Виявилось, що фірми-банкрути мали такі показники, як і очікувалось – більше боргів, нижчу рентабельність активів і реалізації, менше вільних грошових коштів і більшу дебіторську заборгованість, а отже, нижчий коефіцієнт поточної і набагато нижчий коефіцієнт абсолютної ліквідності, ніж у фірм, які досягли успіху. Дослідник виявив, що за фінансовими коефіцієнтами фірм-банкрутів ще за п'ять років до краху були помітні ознаки несприятливого становища. Це навело на думку, що аналіз фінансових коефіцієнтів можна використати для прогнозування ймовірності банкрутства та й ще об'єднати розрізнену інформацію, що міститься в окремих показниках, у єдиний показник – індикатор для того, щоб легше було стежити за ситуацією. Згодом (у 1968 р.) за допомогою спеціального статистичного методу – мультидискримінантного аналізу – американський економіст Е. Альтман отримав індекс кредитоспроможності, так звану **Z-модель Альтмана** (спочатку двохфакторну, потім п'яти- та семифакторну).

Коефіцієнт Z (або індекс кредитоспроможності) Альтмана – це функція від кількох показників, що характеризують фінансове становище ВАТ. За даними статистичної вибірки Е. Альтман розрахував критичне значення **Z**, що дорівнювало

2,675. Якщо для конкретного підприємства індекс $Z < 2,675$, можливе банкрутство в недалекому майбутньому (за два-три роки), якщо $Z > 2,675$, фінансове становище підприємства досить стійке.

Раніше застосуванню в Україні п'ятифакторної моделі Альтмана, куди входить показник відношення власного капіталу за ринковою оцінкою до залученого капіталу, перешкоджала відсутність фондового ринку, на якому визначається ринкова ціна акціонерного капіталу. Проте останнім часом з появою в Україні ВАТ, акції яких котируються на біржі, популярність методики Альтмана зростає. Застосовують різні варіанти його підходу до визначення фінансового становища на основі одного інтегрального показника. І хоча ефективність прогнозів за допомогою розрахунку індексу Z залишається спірною, зручність і наочність оцінки за одним показником сприяє її поширенню серед різних користувачів – комерційних банків (для оцінки кредитоспроможності позичальника), потенційних інвесторів (для визначення інвестиційної привабливості підприємства), державних регулюючих органів (Фонд державного майна, ДКЦПФР).

Зокрема, Фонд державного майна України встановив, що у звіті, який подає представник, уповноважений управляти державними корпоративними правами, розраховується коефіцієнт вірогідності банкрутства. Цей показник є не що інше, як п'ятифакторна **Z-модель Альтмана**:

$$Z = 1,2K_{об} + 1,4K_{р.а.н} + 3,3K_{р.а} + 0,6K_{п} + 1,0K_{ф}, \quad (4.9)$$

де $K_{об} = \frac{\text{Оборотні активи}}{\text{Вартість активів}}$ – частка оборотних активів в активах ВАТ;

$K_{р.а.н} = \frac{\text{Нерозподілений прибуток}}{\text{Вартість активів}}$ – коефіцієнт рентабельності активів, обчислений за нерозподіленим прибутком;

$K_{р.а} = \frac{\text{Прибуток від звичайної діяльності до оподаткування}}{\text{Середня вартість активів}}$ – коефіцієнт рентабельності

$$K_{\Pi} = \frac{\text{Ціна продажу однієї акції} \times \text{Кількість акцій у статутному фонді ВАТ}}{\text{Балансова вартість боргових зобов'язань}}$$

відношення ринкової вартості акціонерного капіталу до боргових зобов'язань ВАТ за балансовою вартістю;

$$K_{\Phi} = \frac{\text{Виручка від реалізації}}{\text{Середня вартість активів}} - \text{коефіцієнт фондоддачі (або оборотність активів).}$$

Застосування підходу Е. Альтмана загалом цілком правомірне. Але Е. Альтман розраховував свою кореляційну модель на основі статистичного аналізу показників американських компаній. Для вітчизняних умов потрібно розраховувати модель виходячи з даних українських підприємств. Приклад побудови двофакторної Z-моделі на основі реальних даних українських металургійних підприємств уже відомий [35, с. 99].

Аналіз фінансових коефіцієнтів використовують такі основні групи користувачів:

- менеджери компанії;
- аналітики кредитних відділів банків або інших організацій, що надають позики;
- аналітики з цінних паперів, що цікавляться ефективністю діяльності та перспективами компанії.

Найціннішими є показники, подані в історичному ракурсі, тобто чим довші динамічні ряди, тим точніші висновки аналітика.

Показники компанії порівнюють як із середніми показниками у відповідній галузі, так і з показниками кількох провідних компаній цієї самої галузі. Такий аналіз називається бенчмаркінгом, а компанії, показники яких є критерієм порівняння – компаніями «бенчмарк» [20, с. 133].

Бенчмаркінг дає змогу визначити місце компанії серед кращих компаній і відповідно її конкурентоспроможність.

За допомогою аналізу фінансової звітності вдається з'ясувати, чому компанія досягає успіху: по-перше, фінансово

стійкі фірми мають інші значення коефіцієнтів, ніж ті, яким загрожує банкрутство, по-друге, фінансові коефіцієнти дають змогу отримати цінну інформацію щодо ринкового ризику компанії, нових випусків корпоративних облігацій, визначення індексів конкурентоспроможності корпорації тощо.

Проте існує кілька проблем, пов'язаних з використанням даних фінансової звітності. І в жодній країні світу вони не вирішені. По-перше, фінансові аналітики змушені використовувати бухгалтерські дані, балансову (історичну) вартість активів, оскільки неможливо отримати достовірну ринкову інформацію. По-друге, хоча діють стандарти з бухгалтерського обліку, компанії все одно користуються значною свободою при розрахунку прибутку і визначенні балансових показників. Тому аналізуючи фінансові коефіцієнти, слід звертати увагу на те, яка облікова політика і бухгалтерські рішення стоять за тим чи іншим показником. Наведемо кілька прикладів того, що слід враховувати при інтерпретації фінансових коефіцієнтів (на прикладі американських компаній) [19, с. 752].

У звіті про прибуток компанія відобразила чисті витрати з виплати відсотків за вирахуванням доходів у вигляді отриманих відсотків (замість того, щоб показати отримані та сплачені відсотки). Тут немає порушення, але це слід враховувати при порівнянні з витратами на сплату відсотків інших компаній.

Прибуток, який компанія відобразила у фінансовій звітності, перевищує прибуток, показаний з метою оподаткування. Це пояснюється тим, що при складанні фінансової звітності було застосовано метод прямого рівномірного нарахування амортизації, а при розрахунку оподаткованого прибутку американські компанії мають право використовувати прискорену амортизацію.

У статті балансу «Інші довгострокові активи» компанія відобразила вартість ділової репутації фірми (гудвіл). Це різниця між ціною, яку корпорація сплатила при купівлі кількох компаній, і балансовою вартістю їх активів; оскільки гудвіл амортизується, корпорація щорічно нараховує 2,5% його вартості, тим самим зменшуючи свій прибуток. Це означає, що важко порівнювати показники фірм, ділова репутація яких відображена в балансі за високою вартістю, з показниками фірм, вартість ділової репутації яких не висвітлена в балансі. З цього приводу серед економістів навіть дискутується питання, чи слід вважати гудвіл активом.

По-третє, не існує об'єктивних критеріїв значущості тих чи інших коефіцієнтів, які аналізуються і використовуються у фінансовому управлінні фірмами. Не можна з упевненістю

стверджувати, які коефіцієнти є найважливішими і якими можуть бути високі та низькі їх значення.

Щоб визначити коефіцієнт, спочатку слід порівняти значення того чи іншого показника компанії за поточний рік з його значенням за попередні роки. Іншими словами, важливо слідкувати за динамікою фінансових коефіцієнтів, щоб своєчасно помітити негативну тенденцію.

Потім потрібно порівняти значення показника компанії з аналогічними показниками інших компаній. Проте компанії різних галузей об'єктивно не можуть мати однакові показники. Тому слід обмежити порівняння діяльності різних компаній в одній галузі, але вибір базових компаній для порівняння є суб'єктивним, оскільки не існує цілком ідентичних компаній.

Операційна діяльність багатьох великих корпорацій пов'язана з кількома різними галузями. У таких випадках важко здійснити порівняльний аналіз фінансових коефіцієнтів з якимись середніми показниками або знайти схожі компанії для порівняння. Тому порівняльний аналіз доцільніше застосовувати для невеликих вузькоспеціалізованих компаній, ніж для великих розгалужених ВАТ.

Питання для самоконтролю

1. У чому полягають особливості складання фінансової звітності акціонерного товариства?
2. Які форми фінансової звітності складають корпорації?
3. Чим відрізняються такі показники: чистий прибуток на одну акцію і скоригований прибуток на одну акцію?
4. Який зміст має річний звіт ВАТ?
5. Що собою являє консолідована фінансова звітність і для чого її складають?
6. Які показники визначають становище корпорації на фінансовому ринку?
7. Дайте характеристику основних показників ліквідності.
8. Які показники характеризують фінансову стійкість корпорації?
9. За якими показниками визначається рівень ділової активності корпорації?
10. Як розраховуються показники рентабельності?
11. Як визначити інтегральні показники фінансового становища корпорації? У чому їх цінність?
12. Як використовують модель Альтмана корпорації в Україні?

13. Назвіть основні групи користувачів аналізу фінансових коефіцієнтів.

14. Що таке бенчмаркінг?

15. Які проблеми виникають у фінансових аналітиків при використанні даних фінансової звітності?

16. Що показує коефіцієнт «q Тобіна»?

Навчальне завдання

За даними фінансової звітності умовного акціонерного товариства (додатки А, Б) проаналізувати його фінансове становище у звітному році.

Тести для самоконтролю знань

1. Рівняння Дюпона показує:

а) залежність рентабельності власного капіталу (ROE) від трьох показників – рентабельності реалізації, оборотності активів і коефіцієнта власного капіталу;

б) яку суму інвестори готові сплачувати за кожну грошову одиницю прибутку компанії;

в) відношення ринкової вартості позичкового і власного капіталу до поточної відтворювальної вартості активів.

2. Коефіцієнт «ціна-прибуток» показує:

а) відношення ціни реалізованої продукції до суми одержуваного прибутку;

б) яку суму інвестори готові сплачувати за кожну грошову одиницю прибутку компанії;

в) відношення суми власного капіталу до виручки від реалізації продукції, робіт, послуг.

3. Коефіцієнт «ринкова-балансова вартість» показує:

а) наскільки більша вартість компанії порівняно з тим, скільки коштів у неї вклали акціонери;

б) відношення ринкової вартості позичкового і власного капіталу до поточної відтворювальної вартості активів;

в) відношення ринкової вартості акцій до їх балансової вартості.

4. Спред – це:

а) відносна різниця між котируванням на продаж і купівлею у відсотках від ціни купівлі;

б) право купити або продати базові активи;

в) спеціально складений контракт, тобто індивідуальний документ, що відповідає потребам конкретного клієнта.

5. Акції з найменшим спредом є:

- а) найменш ліквідні;
- б) зовсім неліквідні;
- в) найліквідніші.

6. Бенчмаркінг – це:

- а) аналіз, при якому показники компанії порівнюють з максимальними показниками у відповідній галузі;
- б) аналіз, при якому показники компанії порівнюють з середніми показниками у відповідній галузі, а також з показниками кількох провідних у цій галузі компаній;
- в) показник, що характеризує фінансову стійкість компанії.

7. Потенційні прості акції – це:

- а) цінні папери або контракти, які надають їх власникові право на прості акції в майбутньому;
- б) акції, дивіденди за якими мають збільшитися в майбутньому періоді;
- в) цінні папери, які мають великий потенціал економічного зростання.

8. Який із зазначених показників не входить до моделі Альтмана:

- а) частка оборотних активів у складі активів;
- б) коефіцієнт рентабельності активів;
- в) коефіцієнт фінансової стійкості.

9. Під терміном «гудвіл» розуміють:

- а) різницю між ціною, яку корпорація сплатила при купівлі кількох компаній, і балансовою вартістю їх активів;
- б) різницю між ціною, яку корпорація сплатила при купівлі кількох компаній, і ціною їх реалізації;
- в) суму нерозподіленого прибутку підприємства в поточному році.

10. Фінансова звітність фірми:

- а) є її комерційною таємницею;
- б) може бути доступною аудиторам та органам податкової адміністрації;
- в) не є її комерційною таємницею.

ТЕМА 5. ЦІНА КАПІТАЛУ ТА УПРАВЛІННЯ ЙОГО СТРУКТУРОЮ

Програмна анотація

- 5.1. Визначення вартості капіталу та активів з урахуванням фактора часу.
- 5.2. Методичний підхід до формування капіталу.
- 5.3. Середньозважена і гранична вартість капіталу.
- 5.4. Методи визначення вартості (ціни) компанії.
- 5.5. Методи розрахунку оптимальної вартості капіталу.

Основні терміни і поняття

Вартість капіталу; вартість грошей у часі; процентна ставка; дисконт (облікова ставка); період окупності інвестицій; ануїтет; звичайний ануїтет; безстроковий ануїтет; майбутня вартість ануїтету; теперішня вартість ануїтету; оцінка простих акцій; ціна облігацій; модель стратегічного планування капіталу; принципи формування капіталу; середньозважена вартість капіталу; гранична вартість капіталу; внутрішні грошові фонди корпорації; зовнішні грошові фонди корпорації; гранична вартість капіталу; методи визначення вартості (ціни) компанії; фактори впливу на оцінку майна; принципи оцінки майна; етапи оцінки майна; методи оцінки майна; методи розрахунку оптимальної структури капіталу; структура капіталу корпорації; фактори, що визначають структуру капіталу.

5.1. Визначення вартості капіталу та активів з урахуванням фактора часу

Критерієм ефективної діяльності корпорації є примноження капіталу, джерелом формування якого є внески акціонерів. Тому основним завданням фінансового управління корпорацією є збільшення вартості акціонерного капіталу і, відповідно, примноження багатства акціонерів. Для досягнення цієї мети необхідно, з одного боку, приймати правильні інвестиційні рішення, тобто визначати, куди спрямувати кошти фондів корпорацій, які активи придбати, а з іншого – правильно обирати джерела фінансування інвестицій, тобто слід прагнути залучити капітал на найвигідніших умовах (якомога

дешевше), а інвестувати його в активи, вартість яких згодом перевищить витрати на їх придбання.

Отже, інвестиційні рішення ґрунтуються на визначенні вартості (ціни) активів і капіталу, що залучається з різних джерел, для фінансування активів.

Вартість капіталу – це ціна, яку корпорація має платити за залучення коштів інвесторів і кредиторів як джерел фінансування. Вона визначається процентною ставкою, яку необхідно сплачувати за використання капіталу. З погляду корпорації це мінімальна ставка доходу, яку мають принести інвестиції, щоб можна було розраховуватися з інвесторами і кредиторами.

Кожна грошова одиниця, що використовується як капітал, тобто інвестується в певні активи з метою отримання доходу, має формувати грошовий потік: що більший очікуваний майбутній грошовий потік, то цінніше придбаний актив (наприклад акція). Звідси випливає визначення **вартості активів** як розміру прибутку, на який розраховують інвестори.

Проте вкладення коштів і отримання доходів – операції, що не збігаються в часі. А час впливає на гроші однозначно – вони знецінюються під впливом факторів ризику, невизначеності, інфляції. Тому всі фінансові операції здійснюються під гаслом «гроші сьогодні дорожчі, ніж завтра», і воно буде тим актуальніше, чим на триваліший термін вкладаються кошти.

Безумовно, зміну вартості грошей у часі слід ураховувати, визначаючи майбутні грошові потоки від інвестицій і вартість капіталу як процентної ставки доходу. Тому в основу оцінки вартості капіталу і рішень з інвестування капіталу покладена концепція зміни вартості грошей у часі. Вона містить комплекс фінансових розрахунків, пов'язаних з нарахуванням простих і складних відсотків, визначенням майбутньої вартості (**Future Value – FV**) інвестицій, теперішньої вартості (**Present Value – PV**) майбутніх грошових потоків, оцінкою звичайних і безстрокових (довічних) ануїтетів (однакові за розміром платежі через рівні періоди часу), визначенням чистої теперішньої вартості (**Net Present Value – NPV**) і внутрішньої норми прибутку (**Internal Rate of Return – IRR**) інвестиційних проектів. У навчальній літературі з фінансового менеджменту докладно розглядається механізм ураховання дії фактора часу. Нагадаємо тільки, так би мовити, ази, необхідні для розуміння методів оцінки активів і джерел капіталу корпорацій.

Для визначення ефективності фінансових операцій застосовують дві відносні величини, що характеризують приріст капіталу початкового внеску або щодо кінцевої суми, – це відносне зростання (процентна ставка) і відносне зниження (дисконт) або облікова ставка.

Процентна ставка:

$$r = \frac{FV - PV}{PV} \times 100\%, \quad (5.1)$$

де **FV** – кінцева сума, що повертається після завершення операції (майбутня вартість);

PV – сума початкового внеску капіталу (теперішня вартість).

Дисконт (облікова ставка):

$$r = \frac{FV - PV}{FV} \times 100\%, \quad (5.2)$$

При нарахуванні простих відсотків сума, що повертається з відсотками наприкінці операції,

$$FV = PV (1 + Tr), \quad (5.3)$$

де **T** – тривалість операції, років;

r – річна ставка відсотків.

При нарахуванні складних відсотків початковий капітал нарощується разом з відсотками. Тому сума, що повертається в кінці операції, становитиме:

$$FV = PV (1 + r)^T, \quad (5.4)$$

де $(1 + r)^T$ – коефіцієнт нарощування.

Якщо потрібно розв'язати обернену задачу, тобто знаючи **FV**, визначити **PV**, застосовують процедуру дисконтування:

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^T}, \quad (5.5)$$

де $\frac{1}{(1+r)^T}$ – коефіцієнт дисконтування (капіталізації доходів);

r – річна ставка відсотків, що виконує роль дисконтної ставки.

Коефіцієнти дисконтування застосовують для розрахунку

знецінюючого впливу фактора часу на очікувані майбутні грошові потоки (доходи) від інвестицій. Отже, за формулою (5.5) визначають дисконтований грошовий потік, тобто теперішню вартість майбутніх доходів з урахуванням знижки (втрати частини вартості грошей за час T).

Зважаючи на вплив фактора часу, вартість (ціну) активів визначають як теперішню вартість (PV) їх майбутніх грошових потоків.

Чиста теперішня вартість NPV – це різниця між дисконтованою (теперішньою) вартістю майбутніх грошових потоків PV і початковими інвестиціями I за інвестиційним проектом. Якщо $NPV > 0$, то проект можна інвестувати, оскільки буде одержано реальний дохід, якщо $NPV < 0$, то це не вигідний варіант, оскільки початкові інвестиції не покриваються дисконтованими майбутніми доходами.

З погляду примноження багатства акціонерів метою менеджерів корпорації має бути пошук і реалізація інвестиційних проектів, що забезпечать сумарно найбільше значення NPV .

Якщо $NPV = 0$, початкові інвестиції відшкодовуються, але прибутку не буде одержано.

Дисконтна ставка, коли $NPV = 0$, називається **внутрішньою нормою прибутку (Internal Rate of return – IRR)** проекту, тобто цю величину можна вважати максимально можливою ціною, за якою корпорація може залучити капітал на фінансування проекту. Якщо ціна капіталу буде вищою, фірма зазнає збитків від такого інвестування.

Для прийняття рішень щодо інвестицій можна використувати також показник **періоду окупності інвестицій**, який показує кількість років, необхідну на відшкодування початкових інвестицій. Щоб урахувати дію фактора часу, тут можна теж використати дисконтування, тобто прогнозовані щорічні грошові потоки дисконтувати за певною ставкою і підсумувати дисконтовану вартість доти, поки вона не зрівняється із сумою початкових інвестицій. Слід віддавати перевагу проектам з коротшим терміном окупності дисконтованими грошовими потоками.

У фінансових операціях часто застосовують періодичні платежі. Однакові платежі в кінці кожного періоду протягом певної кількості періодів називають звичайним ануїтетом. Якщо платежі здійснюються постійно протягом невизначеної кількості періодів, їх називають безстроковими, або довічни-

ми, ануїтетами. Прикладом звичайного ануїтету можуть бути щорічні виплати фіксованого доходу за процентними облігаціями протягом терміну обігу облігацій, а прикладом довічного - фіксовані дивіденди за привілейованими акціями (адже це безстрокові цінні папери).

Майбутню і теперішню вартості ануїтету визначають за формулами відповідно

$$FV_A = \sum_{t=0}^{n-1} (1+r)^t A = \frac{(1+r)^n - 1}{r} A, \quad (5.6)$$

$$PV_A = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} A, \quad (5.7)$$

де A – сума ануїтету;

n – кількість періодів.

Довічний ануїтет обчислюють за формулою

$$PV_A = \frac{A}{r}. \quad (5.8)$$

Оскільки вартість активів, як зазначалося, спирається на теперішню вартість майбутніх грошових потоків, які може забезпечити актив, то для його оцінки слід визначити, з яких доходів складається грошовий потік того чи іншого активу. З огляду на це застосовують певні підходи до оцінки різних видів цінних паперів.

Капітал корпорації, як правило, має три складові:

1. Власний капітал у вигляді:
 - простих акцій;
 - нерозподіленого прибутку (збитку).
2. Залучений капітал у вигляді привілейованих акцій.
3. Позичений капітал у вигляді:
 - позик банку;
 - випуску облігацій.

Таким чином, ціною власного капіталу буде виплата дивідендів по простих акціях; ціною залученого - виплата дивідендів по привілейованих акціях; позиченого – процент за кредит.

Оцінка простих акцій

Грошові доходи власника простої акції мають дві форми:

- дивіденди у грошовій формі;
- дохід (або збиток) від приросту (зниження) курсу акції. Зазвичай інвестори сподіваються одержати дохід в обох формах. Тоді норму дохідності (процентна ставка) r , яку інвестор очікує в наступному році, визначають за формулою:

$$r = \frac{D_1 + P_1 - PV_a}{PV_a}, \quad (5.9)$$

де D_1 – очікуваний дивіденд на акцію;

P_1 – очікувана ціна акції в кінці першого року;

PV_a – теперішня вартість акції.

Якщо відома очікувана норма дохідності інших акцій з аналогічним ступенем ризику, а також є прогноз щодо розміру дивідендів і зміни ціни акцій, можна обчислити теперішню вартість акції:

$$PV_a = \frac{D_1 + P_1}{1+r}. \quad (5.10)$$

Загальна формула для визначення теперішньої вартості акції така:

$$PV_a = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_T}{(1+r)^T}, \quad (5.11)$$

де T – тривалість періоду, років;

D_t – дивіденди t -го року;

$\sum_{t=1}^T$ – сума дисконтованих дивідендів з першого по T -й рік;

P_T – очікувана ціна акції наприкінці року T .

Акції не мають устанавленого терміну обігу, загалом вони вічні. У цьому разі T означає нескінченність, і теперішня вартість очікуваної майбутньої ціни наблизатиметься до нуля і може не враховуватися в розрахунку теперішньої вартості. Отже, для визначення теперішньої вартості акції потрібно просто продисконтувати потік дивідендів за дисконтною ста-

вою, що дорівнює нормі дохідності цінних паперів з подібним ступенем ризику.

Тоді формула (5.11) спрощується до формули довічної ренти (довічного анuitету) - (5.8). За цією ж формулою розраховують ціну привілейованої акції.

Припустимо, що прогнозується постійне зростання дивідендів на кілька відсотків. Американський учений М. Гордон запропонував таку формулу для розрахунку теперішньої вартості акції:

ціна простої акції з постійним темпом зростання дивідендів

$$PV_a = \frac{D_0(1+\xi)}{r-\xi}, \quad (5.12)$$

де ξ – постійний темп зростання дивідендів, %.

Приклад. Якщо $D_0 = 20$ грн., $r = 20\%$, $\xi = 3\%$, то

$$PV_a = \frac{20(1+0,03)}{0,2-0,03} = 121,2 \text{ грн.}$$

Ця формула корисна, але слід ураховувати, по-перше, що вона має сенс тільки тоді, коли очікуваний темп зростання дивідендів $\xi < r$ (дисконтної ставки), по-друге, її не можна використовувати для оцінки акцій компаній, що мають високі поточні темпи зростання. Таке зростання рідко може тривати необмежено довго, а формула (5.12) базується на припущенні, що час необмежений.

Якщо дивіденди зростають нерівномірно, визначення ціни акції ускладнюється, доводиться робити це поетапно, за періодами, коли дивіденди збільшуються відносно рівномірно.

Ціна акції визначена як теперішня вартість майбутніх дивідендів. Це теоретична або «внутрішня» її вартість, яка в американській економічній літературі дістала назву «у капелюсі», чим підкреслюється її відмінність від ринкової (зовнішньої оцінки акції).

Теоретичну, тобто поточну внутрішню, вартість (**PVs**) будь-якого цінного папера в загальному вигляді можна розрахувати за формулою:

$$PV_s = \sum_{i=1}^T \frac{CF_i}{(1+r)^i}, \quad (5.13)$$

де CF_i – грошовий потік, що очікується в i -му році;

r – прийнятна (очікувана) дохідність.

Ставка (r) встановлюється як сума базової ставки (r_b) і надбавки за ризик (r_r). Базова ставка (r_b) встановлюється в розмірі відсоткової ставки за банківськими депозитами або виходячи з відсотка, що сплачується за безризиковими цінними паперами (наприклад, державні облігації).

Залежно від схеми сплати доходів за різними цінними паперами формула (5.13) конкретизується.

Визначення ціни облігації. Грошовий потік облігації, за якою щороку сплачується фіксований дохід (певний відсоток від номінальної вартості), складається з цих щорічних виплат (ануїтету) протягом терміну обігу облігації і виплати її номінальної вартості при погашенні. Тому ціна облігації визначається як теперішня вартість цього грошового потоку:

$$PV_0 = PV_A + PV_N = A \sum_{t=1}^T \frac{1}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^T}, \quad (5.14)$$

де PV_A – теперішня вартість щорічних виплат доходу за облігацією;

PV_N – теперішня вартість номінальної вартості облігації;

A – фіксований щорічний дохід (ануїтет);

T – кількість років обігу облігації;

N – номінальна вартість облігації;

r – ринкова процентна ставка за борговими зобов'язаннями.

Приклад. Визначити теоретичну ціну облігації, якщо $N = 100$ грн.; щорічний фіксований дохід – 20%; облігація погашається через 4 роки; середня ринкова ставка за борговими зобов'язаннями – 24%.

Розв'язання

Розраховуємо:

$$PV_0 = 100 \times 0,20 \sum_{t=1}^4 \frac{1}{(1+0,24)^t} + \frac{100}{(1+0,24)^4} = 20 \times 2,4043 + 100 \times 0,423 = 90,4 \text{ грн.}$$

5.2. Методичний підхід до формування капіталу

Цілеспрямоване формування і використання капіталу корпорації визначає ефективність її фінансово-господарської діяльності. Ключовою метою формування капіталу є задоволення потреб будь-якої фірми у джерелах фінансування її активів. Виходячи з цієї головної мети **процес формування капіталу базується на таких принципах.**

Перший принцип – це облік перспектив розвитку корпорації. Забезпечення даної стратегії формування капіталу досягається шляхом включення до бізнес-плану розрахунків проекту зі створення нового підприємства.

Другий принцип – досягнення відповідності між обсягами залученого капіталу і активами корпорації, що формуються. Загальні потреби в капіталі для створення нового підприємства поділяють на дві групи:

- передпроектні витрати, не передбачені у зведеному кошторисному розрахунку вартості будівництва;
- проектні витрати, передбачені у зведеному кошторисному розрахунку вартості будівництва.

Третій принцип – це забезпечення оптимальної структури капіталу з позиції ефективності його використання. Оптимальна структура являє собою співвідношення між власними і позиченими засобами, що використовуються у виробничо-комерційній діяльності. Структура капіталу має суттєвий вплив на результати поточної, інвестиційної і фінансової діяльності корпорації, а також на рентабельність активів і власного капіталу.

У пасиві балансу, переслідуючи аналітичні цілі, капітал групують за часом погашення зобов'язань:

- короткострокові пасиви (зобов'язання, які покриваються оборотними активами або погашаються в результаті утворення нових короткострокових зобов'язань);
- довгострокові пасиви (зобов'язання, що мають бути погашені протягом строку, що перевищує один рік. Основними видами таких зобов'язань є довгострокові кредити і позики);
- власний капітал (характеризує джерела власних коштів корпорації. Включає: статутний, додатковий і резервний капітали, нерозподілений прибуток минулих років і поточного року).

Власний капітал характеризується такими позитивними характеристиками:

1) простотою залучення, оскільки рішення про збільшення (особливо за рахунок внутрішніх джерел) приймають власники і менеджери;

2) більш висока здатність генерування прибутку у всіх сферах діяльності корпорації, оскільки при його використанні зникає необхідність сплати позикового процента за облігаційними позиками;

3) забезпечення фінансової стійкості розвитку корпорації і її платоспроможності у довгостроковому періоді. Це досягається перш за все за рахунок нерозподіленого прибутку, який служить джерелом фінансування капітальних вкладень.

Недоліками використання лише власного капіталу є:

1) обмеженість обсягу залучення для розширення масштабів підприємницької діяльності, оскільки можливості одержання прийнятного прибутку далеко не безмежні;

2) більш висока вартість порівняно з альтернативними позиковими джерелами капіталу (дивіденд за акціями, як правило, вищий від процента за корпоративними облігаціями, оскільки ризик останніх нижчий);

3) необхідність додаткової емісії акцій, як правило, супроводжується переглядом розміру статутного капіталу;

4) нереалізована можливість приросту рентабельності власного капіталу за рахунок залучення позикових коштів за допомогою ефекту фінансового важеля.

Отже, корпорація, яка використовує лише власний капітал, має максимальну фінансову стійкість (коефіцієнт її фінансової незалежності близький до одиниці). Однак вона обмежує темпи свого розвитку в майбутньому, оскільки, відмовившись від залучення позикового капіталу в період сприятливої ринкової кон'юнктури, залишається без додаткового джерела приросту активів (майна).

Позиковий капітал має такі позитивні ознаки:

1) широкі можливості залучення, особливо за високого кредитного рейтингу позичальника (наявності ліквідної позики або гарантії платоспроможного поручителя);

2) забезпечення зростання фінансового потенціалу корпорації для збільшення активів при зростанні обсягів виробництва і продажу);

3) можливість генерувати приріст рентабельності власного капіталу за рахунок ефекту фінансового важеля, за умови, що рентабельність активів перевищує середню процентну ставку

за кредит;

4) більш низька вартість кредитів порівняно з емісією акцій за рахунок ефекту «податкового щита», оскільки проценти за У результаті сума цих процентів знижує величину прибутку для цілей оподаткування, тобто обсяг бухгалтерського прибутку.

Використання позикового капіталу має такі недоліки:

1) залучення позикових коштів (у формі кредитів і позик) формує найбільш небезпечні для корпорації фінансові ризики: кредитний, процентний, ризик втрати ліквідності тощо;

2) активи, утворені за рахунок позикового капіталу, формують більш низьку (за інших рівних умов) норму прибутку на капітал, оскільки виникають додаткові витрати з обслуговування боргу перед кредиторами;

3) висока залежність вартості позиченого капіталу від коливання кон'юнктури на кредитному ринку (особливо при довгостроковому залученні коштів);

4) складність процедури залучення позикових коштів (особливо у великих розмірах і на строк вище одного року), оскільки надання кредитних ресурсів залежить від можливостей банків, які потребують застави майна або солідних гарантій інших суб'єктів господарювання.

Четвертий принцип формування капіталу – забезпечення мінімізації витрат на формування капіталу з різних джерел, що досягається в процесі управління його вартістю і структурою.

П'ятий принцип – забезпечення раціонального використання капіталу в процесі господарської діяльності; реалізують за допомогою максимізації дохідності власного капіталу при мінімізації фінансових ризиків.

Серед методів управління формуванням капіталу найбільш складними є проблеми мінімізації вартості (ціни) капіталу й оптимізації його структури, які потребують більш детального вивчення.

5.3. Середньозважена і гранична вартість капіталу

Капітал корпорації формується з внутрішніх і зовнішніх грошових фондів.

Внутрішні фонди створюються за рахунок грошових потоків від операційної діяльності, а також продажу частини

активів. Чистий грошовий потік (net cash flow) дорівнює сумі чистого прибутку і амортизації. Частина цих грошей (за вирахуванням сплачених грошима дивідендів) є джерелом інвестицій в необоротні та оборотні активи. **Зовнішні грошові фонди** залучаються шляхом емісії нових акцій (збільшення власного капіталу), а також у вигляді різних форм позик (емісія облігацій, кредити банків). Основна роль у фінансовому розвитку корпорації належить внутрішнім джерелам. Проте зміцнення фінансового становища корпорації, підвищення її можливостей щодо самофінансування розширює також можливість фінансування за рахунок зовнішніх грошових фондів. Порівняно з невеликими і середніми корпораціями, які мають обмежені можливості щодо додаткового зовнішнього фінансування, великі є активними учасниками первинного фінансового ринку, на якому отримують додатковий власний і позиковий капітал.

Обираючи шляхи додаткового зовнішнього фінансування, слід брати до уваги як фінансові, так і організаційно-управлінські чинники.

Фінансові чинники, що впливають на вибір джерел фінансування:

- різна ціна капіталу, що залучається з різних джерел;
- додаткові витрати, пов'язані з емісією корпоративних цінних паперів;
- межа зростання частки позикового капіталу, зумовлена ризиком втрати платоспроможності;
- несприятлива кон'юнктура фондового ринку для розміщення цінних паперів у певному періоді.

Організаційно-управлінські чинники:

- розпорошення права власності при появі нових акціонерів;
- загроза переходу контролю за компанією до іншої.

У вкладанні капіталу в корпоративні цінні папери беруть участь дві сторони: інвестор і емітент. Інвестор розраховує необхідну ставку прибутку, який має принести вкладений капітал, і, відповідно, скільки варто заплатити за певний цінний папір, тобто яка розрахункова (теоретична) вартість (ціна) цього паперу **PV**. Розрахункові ціни, що визначаються за допомогою різних моделей, зокрема CAPM та APM* – це, як уже

* Модель APM є ускладненим варіантом моделі CAPM, яка дозволяє оцінити очікувану доходність капіталу з урахуванням множини факторів, в той час як CAPM є однофакторною моделлю.

зазначалося, внутрішні ціни. У конкретний час вони можуть відрізнитися від реальних ринкових цін. У цей час інвестор і виявляє «недооцінені» акції (ринкова їх ціна нижча за розрахункову), які необхідно купувати, і «переоцінені» акції (ринкова ціна яких вища за розрахункову), які потрібно продавати.

Приклад. Акції з $\beta = 1,2$ продаються за 50 дол. кожна. Поточний дивіденд становить 2,5 дол. Компанія-емітент розвивається стабільно, тому передбачається, що через рік акція коштуватиме 54 дол. Безпечна ставка $R_f = 7\%$, середня ринкова ставка $K_m = 14\%$. Яка очікувана та необхідна ставка доходу за цими акціями? Чи варто їх купувати?

Розв'язання

Розраховуємо очікувану ставку доходу за формулою (4.9):

$$\frac{2,5 + 54 - 50}{50} = 0,13 \quad \text{або } 13\%.$$

Необхідну ставку доходу визначаємо, використовуючи **цінову модель капітальних активів (САРМ)**:

$$K_s = R_f + \beta (K_m - R_f), \quad (5.15)$$

де R_f – безпечна ставка (за безпечну ставку беруть ставку доходу за практично безризикованими цінними паперами);

K_m – середня дохідність ринку.

β – ступінь систематичного ринкового ризику.

Якщо коефіцієнт акцій компанії $\beta = 1$, це означає, що їх курс коливається так само, як і середньо ринковий. Значення $\beta > 1$ означає, що ризик акцій вищий від середньо ринкового, і навпаки.

Відомі рейтингові агентства у США розраховують і публікують коефіцієнти β для тисяч компаній, що являють собою коваріацію* акцій відносно ринку.

Знаючи коефіцієнт цінних паперів β , можна формувати портфель цінних паперів за певним критерієм або доходності, або ризикованості, або збалансованості ризику і доходу. Так,

* Алгебраїчний вираз, що при певному перетворенні величин, з якими він пов'язаний, змінюється за чітко визначеним, здебільшого за лінійним, законом.

для зниження ризику до портфеля слід додавати акції з низьким коефіцієнтом β , і навпаки, для підвищення доходності – з високим значенням β .

$$K_s = 0,07 + 1,2 (0,14 - 0,07) = 0,154, \text{ або } 15,4 \%$$

Отже, необхідна ставка перевищує очікувану, тобто акція переоцінена, за 50 дол. її купувати не варто.

Зауважимо, що прибуток, на який розраховує інвестор-власник акції (облігації), тобто вартість певного активу, є вартістю цінного папера (вартістю капіталу, залученого за його допомогою) для емітента.

Отже, якщо інвестору потрібна ставка доходу 15,4%, то це необхідна норма прибутку з капіталовкладень, яку повинна мати корпорація, щоб розрахуватися за отриманий капітал, оскільки для неї 15,4% – це вартість капіталу. Фірма матиме чистий дохід тільки тоді, коли прибутковість інвестування перевищить 15,4%.

Таким чином, моделі й формули вартості капіталу як процентної ставки, яку компанія має сплачувати інвесторам і кредиторам за використання капіталу, такі самі, як і ті, що визначають необхідну ставку доходу на різні цінні папери. Норма прибутку на цінний папір, який отримує інвестор, така сама, як і вартість капіталу для фірми-емітента. Тому однако-ві моделі застосовують і інвестори, й емітенти.

Важливим для компанії є поняття **середньозваженої вартості капіталу (Weighted Average Cost of Capital – WACC)**. Це вартість капіталу фірми загалом, що визначає загальну необхідну норму прибутку фірми. Оскільки корпорації зазвичай залучають капітал у різних формах, що мають різну вартість, середньозважена вартість розраховується за формулою:

$$WACC = d_a K_a + d_{пр.а} K_{пр.а} + d_b K_b, \quad (5.16)$$

де d_a , $d_{пр.а}$, d_b – питома вага, відповідно, акціонерного капіталу, привілейованих акцій і боргових зобов'язань у загальній сумі капіталу;

K_a , $K_{пр.а}$, K_b – вартість, відповідно, акціонерного капіталу, привілейованих акцій та боргових зобов'язань.

Вартість акціонерного капіталу, який складається з простих акцій та нерозподіленого прибутку, залежатиме від того, чи буде компанія здійснювати додаткову емісію акцій. У разі

фінансування за рахунок випуску нових акцій до вартості капіталу від раніше розміщених простих акцій (або вартості нерозподіленого прибутку, адже вони однакові) потрібно додати витрати на випуск і розміщення нових акцій. Те саме слід зробити, якщо випускаються нові привілейовані акції або облігації. До речі, ці витрати суттєві. За даними американських досліджень, у разі емісій простих акцій на суму понад 50 млн. дол. витрати становлять приблизно 4% суми емісії, а в разі невеликих (менше 1 млн. дол.) емісій – приблизно 21%. Отже, для невеликих компаній додатковий випуск цінних паперів може бути надто дорогим джерелом фінансування, і це, звичайно, слід ураховувати при плануванні структури капіталу.

Визначаючи вартість боргових зобов'язань (облігації, банківські кредити), необхідно зважати на податкову економію, оскільки виплата відсотків належить до витрат на виробництво і не обкладається податком на прибуток (на відміну від дивідендів, що виплачуються з чистого прибутку).

Для розрахунку питомої ваги кожного виду капіталу можна скористатися балансовою (книжковою) вартістю, тобто даними пасиву балансу, але для більш точного розрахунку за базу слід брати ринкову вартість акцій та облігацій.

Показник WACC найчастіше застосовують як дисконтну ставку у процесі оцінки доцільності реалізації інвестиційних проектів (при складанні бюджету капіталовкладень). За даними американських досліджень, 93% компаній розраховують і використовують WACC для оцінки доцільності капіталовкладень.

Складаючи бюджет капіталовкладень, використовують також показник **граничної вартості капіталу** (ГВК). Це середньозважена вартість кожної грошової одиниці додаткового нового капіталу, який отримує фірма. Гранична вартість капіталу може зростати в разі необхідності залучення певної суми додаткового фінансування за рахунок зовнішніх джерел.

Приклад. Компанія має структуру капіталу, яка складається із 40% довгострокового боргу, 2% привілейованих акцій та 58% акціонерного капіталу (нерозподілений прибуток плюс прості акції) і продовжує утримувати таке співвідношення, тобто $d_a = 0,58$; $d_{пр.а} = 0,02$; $d_b = 0,40$; $K_a = 13,4\%$; $K_{пр.а} = 10,3\%$; $K_b = 10\%$. Податок на прибуток становив 25%.

Розв'язання

Якщо компанія не змінює структуру капіталу, то кожна нова грошова одиниця, що залучена як джерело фінансування, складатиметься з 58 коп. акціонерного капіталу, 2 коп. приві-

лейованих акцій та 40 коп. боргу, а отже, кожна нова (гранична) 1 грн. капіталу матиме середньозважену вартість 10,78%.

З'ясуємо, чи зможе компанія залучати дедалі більше додаткового капіталу і зберігати **WACC = 10,78 %**. Це можливо до певного часу, а потім гранична вартість капіталу почне підвищуватися. Такий час може настати, наприклад, тоді, коли компанія розширить свою діяльність так, що їй не вистачить суми нерозподіленого прибутку. Вона буде змушена випустити нові прості акції. Витрати на їх випуск і розміщення збільшать вартість акціонерного капіталу, відповідно збільшиться і WACC. І тоді кожна додаткова гривня капіталу коштуватиме дорожче.

5.4. Методи визначення вартості (ціни) компанії

На практиці часто виникає необхідність оцінки активів корпорацій, які здійснюють різні комерційні угоди з рухомим і нерухомим майном.

Оцінка вартості будь-якої фірми (об'єкта) являє собою цілеспрямований процес визначення у грошовому вираженні її вартості з урахуванням потенційного і реального доходу, який вона приносить кожен момент часу.

Оцінку вартості майна корпорації здійснюють на основі трьох підходів: дохідного, витратного і ринкового (порівняльного).

Дохідний підхід – це визначення поточної вартості майбутніх доходів, які виникнуть у результаті використання майна і можливостей його подальшого продажу.

На практиці використовують також витратний і ринковий підходи, які часто є більш точними і ефективними. У багатьох випадках кожен з підходів може бути використаний для перевірки правильності оцінки вартості майна, одержаної за допомогою інших підходів.

Витратний підхід більш застосовують для оцінки об'єктів спеціального призначення, нового будівництва, для визначення кращого варіанту використання землі, а також у цілях страхування.

Витратний підхід заснований на принципах заміни, найбільш ефективного використання, збалансованості і економічного розподілу.

Ринковому (порівняльному підходу) надають перевагу у

випадку існування ринку порівняних об'єктів. Точність оцінки залежить від якості даних про недавній продаж аналогічних об'єктів. Ці дані включають:

- фізичні характеристики;
- час і умови продажу;
- місцезнаходження;
- умови фінансування угоди.

Для порівняння вибирають об'єкти-аналоги. Між об'єктом, що оцінюється, і аналогом існують відмінності. Тому необхідно проводити відповідне коригування основних параметрів об'єкта оцінки. В основу внесення коригувань покладено принцип вкладання. Всі три підходи тісно взаємопов'язані. Кожен із них передбачає використання різних видів інформації, яку одержують на ринку нерухомості. Наприклад, дохідний підхід потребує використання коефіцієнтів капіталізації, які розраховують за даними ринку.

При виборі підходу перед оцінником відкриваються різні перспективи одержання кінцевого результату оцінки. Хоча ці підходи базуються на даних регіонального ринку, кожен із них має справу з його різними аспектами. На ідеальному ринку всі три підходи мають привести до однієї й тієї ж вартості об'єкта.

Однак більшість ринків є недосконалими, оскільки попит і пропозиція не врівноважені.

Кожен із розглянутих підходів передбачає використання при оцінці майна ряду методів (табл. 5.1).

Таблиця 5.1

Методи оцінки окремих об'єктів (фірм)

Підходи	Методи оцінки
1. Дохідний	1. Метод капіталізації 2. Метод дисконтування грошових потоків
2. Витратний	1. Метод чистих активів 2. Метод ліквідаційної вартості
3. Ринковий (порівняльний)	1. Метод ринку капіталу 2. Метод угод 3. Метод галузевих коефіцієнтів

Згідно з *методом капіталізації* вартість об'єкта оцінки

визначають за формулою:

$$C_o = \frac{\text{Прибуток (дохід)}}{\text{Коефіцієнт капіталізації}}, \quad (5.17)$$

де C_o – вартість об'єкта оцінки.

Метод дисконтування грошових потоків заснований на прогнозуванні цих потоків від даного підприємства (об'єкта). Майбутні грошові потоки перераховують за дисконтною ставкою у теперішню вартість. Дисконтна ставка має відповідати нормі дохідності, яку потребує інвестор.

Ринкову вартість об'єкта **методом чистих активів** визначають за формулою:

$$\text{ЧА} = \text{А} - \text{З}, \quad (5.18)$$

де **ЧА** – чисті активи корпорації;

А – ринкова вартість активів;

З – зобов'язання корпорації (поточні і довгострокові).

Ліквідаційна вартість фірми являє собою різницю між сумарною вартістю всіх активів і витратами на її ліквідацію.

Метод ринку капіталу заснований на ринкових цінах акцій аналогічних компаній. Інвестор діє за принципом заміни (альтернативних інвестицій). Тому може вкласти грошові кошти у ці компанії або в компанію, що оцінюється. У результаті дані про компанію, акції якої знаходяться у вільному продажі, при використанні відповідних коригувань мають слугувати орієнтиром для визначення вартості компанії, що оцінюється.

Метод угод заснований на аналізі цін придбання контрольних пакетів акцій ідентичних компаній. Його застосування потребує багато відкритої інформації, що формується на фондовому ринку.

Метод галузевих коефіцієнтів дозволяє визначити приблизну вартість корпорації за формулами, виведеними на основі галузевої статистики.

5.5. Методи розрахунку оптимальної вартості капіталу

Оптимізація структури є однією з найскладніших процедур у процесі управління корпоративними фінансами. Вона виражає таке співвідношення використання власного і позикового капіталу, при якому забезпечується найбільш ефективний взаємозв'язок між коефіцієнтами рентабельності власно-

го капіталу і заборгованості, в результаті чого, ринкова вартість (ціна) корпорації максимізується.

Процес оптимізації структури капіталу здійснюється у такій послідовності:

1. Аналіз складу капіталу за ряд періодів (кварталів, років), а також тенденцій зміни його структури (співвідношення між власними і залученими джерелами). У процесі аналізу розглядають такі параметри, як коефіцієнти фінансової незалежності, заборгованості, напруженості, співвідношення між короткостроковими і довгостроковими зобов'язаннями. Далі вивчають показники оборотності і прибутковості активів і власного капіталу.

2. Оцінка ключових факторів, що визначають структуру капіталу. До них належать:

- галузеві особливості господарської діяльності корпорації (характер готового продукту, тривалість виробничого й фінансового циклів, форми розрахунків з постачальниками і покупцями тощо);

- кон'юнктура товарного і фінансового ринків;

- рівень прибутковості поточної діяльності;

- податкове навантаження на корпорацію (частка сплачених прямих і непрямих податків у виручці від продажу – бруто);

- ступінь концентрації акціонерного капіталу (прагнення капіталовласників зберегти контрольний пакет акцій);

- стадія життєвого циклу корпорації (молоді компанії з життєздатною продукцією і новими технологіями можуть застосовувати для свого розвитку більше позикового капіталу, а зрілі – використовують переважно власні кошти).

З урахуванням перелічених факторів управління структурою капіталу передбачає вирішення двох ключових завдань:

- встановлення прийнятних пропорцій використання власного і залученого капіталу;

- забезпечення в разі необхідності залучення додаткового внутрішнього і зовнішнього капіталу.

Застосування багатоваріантних розрахунків з використанням указаних показників дозволяє встановити оптимальну структуру капіталу, яка призводить до максимізації приросту рентабельності власного капіталу.

3. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості (ціни) базується на попередній оцінці власного і позиченого капіталів за умов їх залучення і варіантів розрахунку WACC.

4. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації фінансового ризику пов'язана з вибором більш дешевих дже-

рел фінансування активів корпорації.

З цією метою всі активи класифікують на три групи: необоротні (капітальні) активи; стабільна частина оборотних активів; змінна частина оборотних активів.

На практиці використовують три різних підходи до фінансування різних груп активів за рахунок пасивів балансу корпорації: консервативний, помірний і агресивний.

При консервативному підході приблизно 50% змінної частини оборотних активів формують за рахунок короткострокових зобов'язань. Останні 50% змінної частини, стабільна сума оборотних активів і необоротні активи покривають власним капіталом і довгостроковими зобов'язаннями.

При помірному підході 100% змінної частини оборотних активів формують за рахунок короткострокових зобов'язань, а 100% стабільної (постійної) частини – за рахунок власних коштів. Необоротні активи відшкодовують за рахунок власного капіталу і довгострокових зобов'язань.

При агресивному підході 100% змінної частини і 50% стабільної частини оборотних активів покривають за рахунок короткострокових зобов'язань. Останні 50% постійної частини оборотних активів і необоротні активи – за рахунок власного капіталу і довгострокових зобов'язань.

Виходячи зі свого ставлення до ризику власники і фінансові менеджери корпорації обирають один із розглянутих варіантів фінансування активів.

Питання для самоконтролю

1. Як визначається вартість капіталу і вартість активів з урахуванням фактору часу?
2. Що собою являє вартість капіталу?
3. Як визначається теперішня (теоретична) ціна акцій та облігацій?
4. Як визначається період окупності інвестицій?
5. У чому полягає економічна сутність ануїтету?
6. Чим відрізняються звичайний та безстроковий ануїтети?
7. Як визначають теперішню вартість ануїтету?
8. У чому полягає ключова мета формування капіталу корпорації?
9. У чому полягають основні принципи формування капіталу?
10. Які позитивні і негативні сторони має використання власного і залученого капіталу?
11. Які позитивні і негативні аспекти має використання позиченого капіталу?

12. Як використовується показник вартості капіталу в процесі реального інвестування?
13. Які фінансові і організаційно-правові чинники впливають на вибір джерел фінансування?
14. Що собою являє середньозважена вартість капіталу?
15. Як визначається гранична вартість капіталу?
16. Чим відрізняється «арбітражна» модель оцінки капітальних активів (АРМ) від моделі CAPM?
17. Як застосовуються показники середньозваженої вартості капіталу і граничної вартості капіталу?
18. Що характеризує структуру капіталу корпорації?
19. Які основні фактори визначають структуру капіталу?
20. Які основні фактори впливають на оцінку майна?

Тести для самоконтролю знань

1. Критерієм ефективності діяльності корпорацій є:

- а) примноження капіталу;
- б) своєчасність розрахунків з дебіторами;
- в) підвищення ліквідності активів.

2. Інвестиційні рішення ґрунтуються на: за даними цінними паперами;

б) основі зіставлення прогнозованої суми прибутку та можливого одержаного збитку;

в) визначенні вартості активів і капіталу, що залучаються з різних джерел для фінансування активів.

3. Вартість капіталу – це:

- а) розмір прибутку, що отримує корпорація;
- б) ціна, яку корпорація має платити за залучення коштів інвесторів і кредиторів як джерел фінансування;
- в) обсяг статутного фонду.

4. Корпорація, яка використовує тільки власний капітал, має:

- а) максимальну фінансову стійкість;
- б) високий рівень ліквідності й платоспроможності;
- в) мінімальну фінансову стійкість.

5. Корпорація, яка залучає кошти у формі банківського кредиту, має:

- а) низький фінансовий потенціал для свого економічного зростання;

- б) більш високий фінансовий потенціал для свого економічного зростання;
- в) високий рівень ліквідності й платоспроможності.

6. Гранична вартість капіталу – це:

- а) середньозважена вартість кожної грошової одиниці додаткового нового капіталу, який отримує фірма;
- б) найвірогідніша ціна, за яку об'єкт може бути проданий на відкритому конкурентному ринку;
- в) вартість, за якою об'єкт оцінки може бути реалізований на відкритому ринку в обумовлений термін.

7. Ринкова вартість капіталу – це:

- а) вартість, за якою об'єкт оцінки може бути реалізований на відкритому ринку в обумовлений термін;
- б) найвірогідніша ціна, за яку об'єкт може бути проданий на відкритому конкурентному ринку;
- в) вартість активів корпорації, відображена в її бухгалтерському балансі.

8. Принцип корисності полягає в тому, що:

- а) визначається поточна величина доходу, який може бути отриманий в майбутньому;
- б) чим більше корпорація здатна задовольнити потреби власника, тим більша її вартість;
- в) максимальна вартість корпорації визначається найменшою ціною, за якою може бути придбаний інший об'єкт з аналогічною корисністю.

9. Принцип очікування полягає в тому, що:

- а) визначається поточна величина доходу, який може бути отриманий у майбутньому;
- б) чим більше корпорація здатна задовольнити потреби власника, тим більша її вартість;
- в) максимальна вартість корпорації визначається найменшою ціною, за якою може бути придбаний інший об'єкт з аналогічною корисністю.

10. Оцінку вартості майна корпорації здійснюють за допомогою таких підходів:

- а) дохідного, коефіцієнтного і ринкового (порівняльного);
- б) дохідного, витратного і ринкового (порівняльного);
- в) витратного, нормативного і ринкового (порівняльного).

ТЕМА 6. УПРАВЛІННЯ ВЛАСНИМ КАПІТАЛОМ

Програмна анотація

- 6.1. Політика формування власного капіталу.
- 6.2. Оцінка окремих елементів власного капіталу.
- 6.3. Емісійна та дивідендна політика.

Основні терміни і поняття

Політика формування власного капіталу; коефіцієнт маневреності власного капіталу; внутрішні джерела формування власного капіталу; зовнішні джерела формування власного капіталу; етапи розробки політики формування власних фінансових ресурсів корпорацій; коефіцієнт сталого економічного зростання; оцінка окремих елементів власного капіталу; вартість (ціна) власного капіталу; емісійна політика; дивідендна політика; теорії виплати дивідендів; показники ефективності дивідендної політики; форми виплати дивідендів.

6.1. Політика формування власного капіталу

Політика формування власних фінансових ресурсів (ВФР) спрямована на забезпечення самофінансування корпорації. Вона включає в себе такі основні етапи:

- 1) аналіз формування й використання ВФР у базисному періоді;
- 2) визначення загальної потреби у ВФР на майбутній (прогнозований) період (квартал, рік);
- 3) оцінка вартості залучення власного капіталу з різних джерел;
- 4) використання максимального обсягу залучення ВФР за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел;
- 5) оптимізація співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування ВФР.

Розкриємо більш детально зміст кожного етапу.

Перший етап. Метою аналізу формування ВФР у базовому періоді є визначення фінансового потенціалу для майбутнього розвитку корпорації. *На першій стадії аналізу вивчають:* відповідність темпів приросту прибутку і власного капіталу темпам приросту активів (майна) і обсягу продажу; динаміку питомої

ваги власних джерел у загальному обсязі фінансових ресурсів. Доцільно порівняти ці параметри за ряд періодів. Оптимальне співвідношення між ними складає:

$$\mathbf{T_{П}} > \mathbf{T_{ВП}} > \mathbf{T_{ВК}} > \mathbf{T_{А}} > \mathbf{100\%}, \quad (6.1)$$

де $\mathbf{T_{П}}$ – темп росту прибутку, %;

$\mathbf{T_{ВП}}$ – темп росту виручки (нето) від продажу товарів, %;

$\mathbf{T_{ВК}}$ – темп росту власного капіталу, %;

$\mathbf{T_{А}}$ – темп росту активів, %.

На другій стадії аналізу досліджують співвідношення між внутрішніми і зовнішніми джерелами формування ВФР, а також вартість (ціну) залучення власного капіталу за рахунок різних джерел.

На третій стадії аналізу оцінюють достатність ВФР, сформованих у базисному періоді. Критерієм такої оцінки виступає коефіцієнт самофінансування ($\mathbf{K_{сф}}$) розвитку корпорації:

$$\mathbf{K_{сф}} = \frac{\mathbf{ВФР}}{\mathbf{\Delta M(A)}}, \quad (6.2)$$

де $\mathbf{ВФР}$ – власні фінансові ресурси, сформовані в базисному періоді;

$\mathbf{\Delta M(A)}$ - приріст майна (активів) у прогнозованому періоді порівняно з базисним (звітним).

Другий етап: визначення загальної потреби у власних фінансових ресурсах у майбутньому періоді. Її визначають за формулою:

$$\mathbf{П_{зФР}} = \frac{\mathbf{П_{К}} \times \mathbf{П_{ВК}}}{\mathbf{100}} - \mathbf{ВК_{пп}} + \mathbf{ЧП_{п}}, \quad (6.3)$$

де $\mathbf{П_{зФР}}$ - загальна потреба у власних фінансових ресурсах у майбутньому періоді;

$\mathbf{П_{К}}$ – загальна потреба в капіталі на кінець прогнозованого періоду;

$\mathbf{П_{ВК}}$ – питома вага власного капіталу у його загальній сумі на кінець прогнозованого періоду;

$\mathbf{ВК_{пп}}$ – сума власного капіталу на початок періоду;

$\mathbf{ЧП_{п}}$ – сума чистого прибутку, що спрямовується на потреби в прогнозованому періоді.

Розрахункова величина включає необхідну суму ВФР, що формуються за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел.

Третій етап: оцінку залучення капіталу з різних джерел здійснюють в розрізі його окремих елементів (акціонерного капіталу, нерозподіленого прибутку тощо) Результати такої оцінки служать базою для прийняття управлінських рішень щодо вибору альтернативних джерел формування ВФР, які забезпечують приріст власного капіталу.

Четвертий етап: забезпечення максимального обсягу залучення ВФР за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел потребує визначення певного переліку таких джерел і їх абсолютного обсягу.

Основними внутрішніми джерелами є чистий прибуток і амортизаційні відрахування. На окремих етапах життєвого циклу виникає потреба у максимізації як амортизаційних відрахувань, так і чистого прибутку.

$$\mathbf{AB} + \mathbf{ЧП} \rightarrow \sum \mathbf{ВФР}_{\max}, \quad (6.4)$$

де **AB** і **ЧП** – прогнозовані обсяги амортизаційних відрахувань і чистого прибутку;

$\sum \mathbf{ВФР}_{\max}$ – максимальна сума **ВФР**, що формується за рахунок власних джерел.

Обсяг залучення ВФР і зовнішніх джерел (**ВФР_{зовн}**) призначений покрити дефіцит тієї їхньої частини, яку не вдалося сформуванати за рахунок внутрішніх джерел. Розрахунок здійснюється за формулою:

$$\Delta \mathbf{ВВФ}_{\text{зовн}} = \mathbf{ЗП}_{\text{ВФР}} - \Delta \mathbf{ВВФ}_{\text{внутр}}, \quad (6.5)$$

де **ВФР_{зовн}** – потреба у залученні власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел;

ЗП_{ВФР} – загальна потреба у джерелах фінансування в прогнозованому періоді;

$\Delta \mathbf{ВВФ}_{\text{внутр}}$ – обсяг власних фінансових ресурсів, які планують залучити за рахунок внутрішніх джерел.

До зовнішніх фінансових джерел належать: залучення додаткового пайового капіталу учасників (засновників) господарського товариства або товариства з обмеженою відповідальністю; повторна емісія акцій тощо.

П'ятий етап: процес оптимізації співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування **ВФР** базується на таких критеріях:

1) мінімізація вартості (ціни) мобілізації **ВФР**. Якщо вартість **ВФР** за рахунок зовнішніх джерел значно перевищує прогнозовану величину залучення позикових коштів (облігаційних позик і банківських кредитів), то слід відмовитися від такого їх формування;

2) збереження управління корпорацією її першими засновниками (власниками), якщо воно є достатньо ефективним. Збільшення додаткового пайового капіталу або акціонерного капіталу за рахунок сторонніх інвесторів може призвести до втрати такого управління.

Ефективність розробленої політики формування **ВФР** можна оцінити за допомогою коефіцієнта стійкого економічного зростання ($K_{\text{СЕР}}$):

$$K_{\text{СЕР}} = \frac{\text{ЧП} - \sum \text{Д}}{\text{ВК}} \times 100\%, \quad (6.6)$$

де $\sum \text{Д}$ - сума дивідендів, сплачуваних акціонерам;

ВК – середня вартість власного капіталу;

ЧП – $\sum \text{Д}$ - реінвестований чистий прибуток.

Показник характеризує стійкість і перспективи розвитку корпорації, тобто такими темпами в середньому збільшується її економічний потенціал (при порівнянні даного коефіцієнту в динаміці за ряд періодів).

6.2. Оцінка окремих елементів власного капіталу

Поелементна оцінка вартості власного капіталу сприяє зміцненню фінансової стійкості корпорації на основі вибору найбільш недорогих джерел його залучення.

Механізм поелементної оцінки власного капіталу корпорації-емітента має такі складові:

по-перше, розрахунок вартості власного капіталу, використовуваного у звітному періоді. Його визначають за формулою:

$$\mathbf{BK}_{\text{вз}} = \frac{\mathbf{ЧП}_3 \times 100}{\mathbf{BK}} \quad (6.7)$$

де $\mathbf{BK}_{\text{вз}}$ – вартість використовуваного власного капіталу у звітному періоді, %;

$\mathbf{ЧП}_3$ – сума чистого прибутку, виплаченого акціонерам у процесі його використання;

$\overline{\mathbf{BK}}$ – середня величина власного капіталу у звітному періоді.

Процес управління вартістю даного елемента власного капіталу здійснюється перш за все у поточній (звичайній) діяльності. Відповідно вартість використовуваного капіталу у майбутньому (прогнозованому) періоді може бути встановлена за формулою:

$$\mathbf{BK}_{\text{вп}} = \mathbf{BK}_{\text{вз}} \times \mathbf{I}, \quad (6.8)$$

де $\mathbf{BK}_{\text{вп}}$ – вартість використовуваного власного капіталу в майбутньому періоді, %;

\mathbf{I} – прогнозований індекс зростання виплат з чистого прибутку по корпорації в цілому, долі одиниці.

Як вже зазначалося, вартість нерозподіленого прибутку прирівнюють до ціни використовуваного власного капіталу у майбутньому періоді:

$$\mathbf{В}_{\text{нп}} = \mathbf{BK}_{\text{вп}} \quad (6.9)$$

де $\mathbf{В}_{\text{нп}}$ – вартість нерозподіленого прибутку, %.

Якщо вартість використовуваного власного капіталу в майбутньому періоді і вартість нерозподіленого прибутку в тому ж періоді ідентичні, то при оцінці середньозваженої вартості капіталу (WACC) у плановому періоді дані елементи капіталу можна розглядати як єдиний елемент, тобто включати до оцінки із загальною сумованою питоною вагою.

По-друге, вартість додатково залученого акціонерного капіталу розраховується в процесі оцінки окремо – за звичайними і привілейованими акціями, оскільки норма дивіденду, що передбачається за ними, неоднакова.

Вартість залучення додаткового капіталу за рахунок емісії звичайних акцій потребує наявності таких показників:

- 1) суми довгострокової емісії звичайних акцій;

2) суми дивіденду, виплаченого у звітному періоді на одну звичайну акцію;

3) планового індексу зростання виплат чистого прибутку акціонерам у формі дивідендів;

4) прогнозованих витрат за емісією звичайних акцій.

У процесі залучення даного виду власного капіталу слід ураховувати, що за вартістю він є більш дорогим, оскільки витрати на його обслуговування не знижують оподатковуваний прибуток, а фінансовий ризик найбільш високий, оскільки ця частина акціонерного капіталу при банкрутстві акціонерного товариства захищена найменше.

Розрахунок вартості додаткового капіталу, який залучають за рахунок емісії звичайних акцій ($\mathbf{BK}_{\text{ЗА}}$), рекомендують здійснювати за формулою:

$$\mathbf{BK}_{\text{ЗА}} = \frac{\mathbf{K}_{\text{ЗА}} \times \mathbf{D}_{\text{ЗА}} \times \mathbf{I} \times 100}{\sum \mathbf{BK}_{\text{ЗА}} \times \mathbf{V}_{\text{Е}}}, \quad (6.10)$$

де $\mathbf{BK}_{\text{ЗА}}$ – вартість власного капіталу, що залучають за рахунок випуску звичайних акцій, шт.;

$\mathbf{K}_{\text{ЗА}}$ – кількість додатково випущених звичайних акцій, шт.;

$\mathbf{D}_{\text{ЗА}}$ – сума дивіденду, що припадає на одну звичайну акцію у звітному періоді, грн.;

\mathbf{I} – плановий індекс зростання дивідендів з чистого прибутку акціонерам;

$\sum \mathbf{BK}_{\text{ЗА}}$ – сума власного (акціонерного) капіталу, що залучають за рахунок випуску звичайних акцій;

$\mathbf{V}_{\text{Е}}$ – витрати з емісії звичайних акцій щодо загальної суми емісії акції, долі одиниці.

Приклад. $\mathbf{K}_{\text{ЗА}} = 1,2$ млн. шт.; $\mathbf{D}_{\text{ЗА}} = 18$ грн.; $\mathbf{I} = 1,05$; $\sum \mathbf{BK}_{\text{ЗА}} = 72$ млн. грн.; $\mathbf{V}_{\text{Е}} = 0,03$ (3%).

Розв'язання

$$\mathbf{BK}_{\text{ЗА}} = \frac{1,2 \text{ млн.шт.} \times 18 \text{ грн.} \times 1,05 \times 100}{72 \text{ млн.грн.} \times (1 - 0,03)} = 32,5\% .$$

Вартість залучення додаткового капіталу за допомогою

емісії привілейованих акцій визначають з урахуванням фіксованого розміру дивідендів, що встановлюються загальними зборами акціонерів або Радою директорів акціонерного товариства. Саме в цьому і полягає схожість даної частини акціонерного капіталу із залученням позикових коштів. Різниця між ними полягає в тому, що витрати на обслуговування боргу у процентах відносять на витрати товариства, які обліковуються у податковому обліку окремо від витрат на виробництво і збут продукції. Дивідендні виплати за привілейованими акціями здійснюють за рахунок чистого прибутку. Поряд з виплатою дивідендів до витрат товариства відносять емісійні витрати з випуску акцій.

Виходячи з цих особливостей, вартість додатково залученого капіталу за рахунок емісії привілейованих акцій визначають за формулою:

$$\mathbf{BK}_{\text{ПА}} = \frac{\mathbf{D}_{\text{ПА}} \times 100\%}{\sum \mathbf{BK}_{\text{ПА}} \times (1 - \mathbf{V}_{\text{Е}})}, \quad (6.11)$$

де $\mathbf{BK}_{\text{ПА}}$ – вартість власного капіталу, що залучають за допомогою привілейованих акцій, %;

$\mathbf{D}_{\text{ПА}}$ – сума дивідендів, передбачених до виплати відповідно до контрактних зобов'язань акціонерного товариства;

$\sum \mathbf{BK}_{\text{ПА}}$ – вартість власного капіталу, що залучають за допомогою привілейованих акцій;

$\mathbf{V}_{\text{Е}}$ – емісійні витрати, виражені в частках одиниці щодо до загальної суми емісії.

Приклад. $\mathbf{D}_{\text{ПА}} = 2,88$ млн. грн. (360 тис. акцій x 8 грн.);
 $\sum \mathbf{BK}_{\text{ПА}} = 18$ млн. грн. (360 тис. акцій x 50 грн.); $\mathbf{V}_{\text{Е}} = 0,02$ (2%).

Розв'язання

$$\mathbf{BK}_{\text{ПА}} = \frac{2,88 \text{ млн.грн.} \times 100}{18 \text{ млн.грн.} \times (1 - 0,02)} = 16,33\%.$$

Процес управління вартістю залучення власного капіталу за рахунок емісії акцій пов'язаний з великими труднощами і високим ризиком для емітента. Це потребує високої кваліфі-

кації фінансового директора (головного фінансового менеджера), який відповідає за цей процес.

Управління ціною (вартістю) власного капіталу потребує від корпорації розробки й реалізації зваженої емісійної і дивідендної політики.

6.3. Емісійна та дивідендна політика

Емісійна політика корпорації включає широкий спектр організаційно-технічних, інформаційних, консультаційних і інших процедур, що входять до сфери діяльності фінансового директора. Дана політика обмежена тільки випуском акцій як основного джерела формування статутного (акціонерного) капіталу корпорації на фондовому ринку. Емісія корпоративних облігацій належить до управління залученим капіталом.

Розробка ефективної емісійної політики включає ряд етапів.

Перший етап: вивчення можливостей ефективного розміщення емісії акції, що передбачається (якщо акціонерне товариство потребує додаткового притоку власного капіталу); можна здійснювати на основі попереднього аналізу кон'юнктури фондового ринку і оцінки інвестиційної привабливості своїх акцій.

Другий етап: визначення мети емісії. Виходячи з високої вартості власного капіталу, одержаного з зовнішніх джерел, цілі емісії мають бути достатньо обґрунтованими з позицій майбутнього розвитку емітента і можливостей вагомого підвищення курсової вартості його цінних паперів.

Третій етап: визначення обсягу емісії. При встановленні обсягу емісії доцільно виходити з раніше розрахованої потреби у власних фінансових ресурсах за рахунок зовнішніх джерел.

Четвертий етап: встановлення номіналу, видів і кількості емітованих акцій. Кількість і номінальна вартість розміщених акціонерами акцій фіксується у статуті корпорації.

П'ятий етап: оцінка вартості залученого акціонерного капіталу. Таку оцінку здійснюють за двома параметрами:

- прогнозованим рівнем дивідендів, виходячи з обраного типу дивідендної політики;
- витратами з випуску і розміщення акцій.

Розраховану вартість залученого акціонерного капіталу

порівнюють з його фактичною середньозваженою вартістю (WACC) і середнім рівнем процентної ставки на ринку позикового капіталу. Лише після цього приймають остаточне рішення про емісію акцій.

Шостий етап: вивчення ефективних форм гарантованого розміщення цінних паперів (underwriting – «андерайтинг»). Відкрите розміщення акцій, як правило, здійснюють за допомогою фінансового посередника (дилера), який організує первинну реалізацію цінних паперів емітента на фондовому ринку. У ролі дилерів виступають комерційні й інвестиційні банки, інвестиційні фонди та компанії.

Емісійна політика корпорації спрямована на швидке й максимально вигідне залучення додаткового акціонерного капіталу з метою її розвитку й закріплення позицій на товарному і фінансовому ринках.

Дивідендна політика пов'язана з використанням прибутку в акціонерних компаніях. **Ключовою метою дивідендної політики** є встановлення оптимальних пропорцій між поточним споживанням прибутку власниками і її майбутнім зростанням, що максимізує ринкову ціну компанії і забезпечує її стратегічний розвиток.

Формуванню оптимальної дивідендної політики в індустріально розвинутих країнах Заходу присвячені численні теоретичні дослідження. Найбільш поширеною є **теорія нарахування дивідендів за остаточним принципом**. Ця теорія була розроблена Ф. Модільяні та М. Міллером і одержала назву ММ теорії. Її послідовники вважають, що величина дивідендів не впливає на зміну сукупного доходу акціонерів. Тому оптимальна стратегія дивідендної політики полягає в тому, що дивіденди нараховують після того, як вивчені всі можливості капіталізації (реінвестування) прибутку. Отже, дивіденди виплачують лише в тому випадку, якщо за рахунок чистого прибутку профінансовано всі прийнятні інвестиційні проекти.

Теорія надання переваги дивідендам була розроблена М. Гордоном і Д. Літнером. Її автори стверджують, що дивідендна політика безпосередньо впливає на сукупне багатство акціонерів. Основний аргумент полягає в тому, що інвестори (виходячи з принципу мінімізації ризику) завжди надають перевагу поточним дивідендам перед можливими майбутніми доходами від приросту курсової вартості акцій.

Теорія мінімізації дивідендів (або теорія податкових

переваг) полягає в тому, що ефективність дивідендної політики визначається критерієм мінімізації податкових виплат за поточними і майбутніми доходами акціонерів.

Сигнальна теорія дивідендів (теорія сигналів) базується на тому, що основні моделі оцінки поточної ринкової вартості акцій як вихідний елемент використовують розмір сплачуваних за ними дивідендів.

Розроблено також ряд інших теорій, які визначають дивідендну політику корпорації («теорія клієнтури», «арбітражна теорія» С. Росса тощо).

Практичне застосування вказаних теорій дозволило сформулювати **три підходи до вибору дивідендної політики** корпорації: «агресивний», «помірний» і «консервативний». Кожному з цих підходів відповідає певний тип дивідендної політики (табл. 6.1).

Таблиця 6.1

Ключові підходи до вибору дивідендної політики

Найменування підходу	Типи дивідендної політики
1. Агресивний	Дотримання постійної виплати дивідендів протягом тривалого періоду незалежно від динаміки курсу акцій
2. Помірний	Методика постійного процентного розподілу чистого прибутку на виплату дивідендів і розвиток виробництва
3. Консервативний	Методика гарантованого «мінімуму» і «екстра» –дивідендів. Видача акцій замість грошових виплат.

Обраний акціонерним товариством тип дивідендної політики характеризується динамікою показників, що розраховуються за формулами:

$$K_{ВД} = \frac{D_{ЗА}}{ЧП_{ЗА}}; \quad (6.12)$$

$$K_{ДП} = \frac{ЧП_{ЗА}}{D_{ЗА}} \quad (6.13)$$

де $K_{вд}$ – коефіцієнт виплати дивідендів (частка дивідендних виплат у чистому прибутку, що припадає на одну звичайну акцію);

$D_{за}$ – дивіденд, що припадає на одну звичайну акцію;

$ЧП_{за}$ – чистий прибуток, що припадає на одну звичайну акцію;

$K_{дп}$ – коефіцієнт дивідендного покриття характеризує, скільки разів протягом року дивіденд потенційно може бути виплачений з чистого прибутку, що припадає на одну звичайну акцію.

Завершальним етапом формування й реалізації дивідендної політики служить вибір **форми виплати дивідендів**. Основними з цих форм є такі:

1. Виплата дивідендів готівкою.
2. Виплата дивідендів акціями.
3. Автоматичне реінвестування.
4. Викуп акціонерним товариством власних акцій.

Теорії дивідендної політики тим чи іншим чином торкаються проблеми залежності між сумою сплачених дивідендів та сумою прибутку, що може бути реінвестований.

При цьому інвестори можуть змінювати дивідендну політику компанії на іншу шляхом власної купівлі або продажу. В результаті інвестори можуть створювати саморобні дивіденди. Це означає, що незадоволені дивідендною політикою компанії акціонери можуть змінювати останню на свій розсуд. У наслідок цього, зникають будь-які переваги тієї чи іншої дивідендної політики, яку обере компанія.

Багато корпорацій надає допомогу своїм акціонерам у розробці саморобних дивідендних політик, пропонуючи акціонерам плани по автоматичному реінвестуванню дивідендів. Шляхом придбання подібних планів акціонери мають можливість автоматично реінвестувати власні дивіденди у формі готівки в акції. В деяких випадках вони одержують знижку при купівлі акцій, від чого план реінвестування стає більш привабливим для акціонерів.

Питання для самоконтролю

1. Які цілі переслідує політика формування власного капіталу?
2. Як розраховується коефіцієнт маневреності власного капіталу?
3. Які джерела власного капіталу належать до внутрішніх?

4. Які джерела власного капіталу належать до зовнішніх?
5. Назвіть основні етапи розробки політики формування власних фінансових ресурсів корпорації.
6. Як розраховують загальну потребу у власних фінансових ресурсах на прогнозований період?
7. Як розраховують коефіцієнт стійкого економічного зростання?
8. У чому полягають особливості оцінки власного капіталу?
9. Який існує порядок розрахунку вартості власного капіталу?
10. У чому полягають особливості розрахунку ціни власного капіталу, що залучається за допомогою емісії звичайних і привілейованих акцій?
11. Яка мета й завдання емісійної політики?
12. Які етапи передбачає стандартна процедура емісії акцій?
13. У якому порядку здійснюється розміщення акцій?
14. У чому різниця між розміщенням акцій ЗАТ і ВАТ?
15. Що являє собою емісійна політика?
16. Назвіть етапи розробки ефективної емісійної політики.
17. Які аспекти фондового ринку розглядаються при фундаментальному аналізі?
18. Розкрийте ключову мету дивідендної політики.
19. Який орган приймає рішення про виплату дивідендів в акціонерному товаристві?
20. За допомогою яких показників аналізують ефективність обраної дивідендної політики?

Тести для самоконтролю знань

1. Чистий оборотний капітал – це:

- а) перевищення власного капіталу над величиною позаоборотних активів і довгострокових зобов'язань;
- б) перевищення власного капіталу над залученим;
- в) перевищення залученого капіталу над власним.

2. Чистий оборотний капітал характеризує:

- а) суму оборотного капіталу підприємства, зменшену на суму його кредиторської заборгованості;
- б) суму вільних грошових коштів, якими корпорація може маневрувати в звітному періоді;
- в) суму оборотного капіталу, що фінансується за рахунок залучених засобів.

3. Відносини між емітентом і андеррайтером регулюються:

- а) чинним законодавством;
- б) статутними документами фондової біржі;
- в) договором про випуск і розміщення цінних паперів.

4. Ключовою метою дивідендної політики є:

- а) задоволення потреби власників у споживанні максимальної частки прибутку;
- б) встановлення оптимальних пропорцій між поточним використанням прибутку і його майбутнім зростанням;
- в) максимізація прибутку на одну акцію.

5. Інвестиційні можливості фірми – це:

- а) комплекс інвестиційних проектів, які потенційно можуть бути прийняті до фінансування наступного року;
- б) обсяг коштів, які підприємство може спрямувати на придбання основних засобів;
- в) частина готівки, за яку можна буде придбати цінні папери інших корпорацій наступного року.

6. Базова структура капіталу – це:

- а) незмінне співвідношення між позиковим і власним капіталом;
- б) співвідношення між позиковим і власним капіталом, з яким компанія планує нарощувати капітал;
- в) вихідне співвідношення між позиковим і власним капіталом.

7. Періодичність виплати дивідендів регулюється:

- а) рішенням власників акцій;
- б) рішенням правління корпорації;
- в) законодавством конкретної країни.

8. Згідно з теорією переваги дивідендів:

- а) максимізація дивідендних виплат переважає над капіталізацією прибутку;
- б) капіталізація прибутку переважає над максимізацією дивідендних виплат;
- в) виплата дивідендів здійснюється лише у випадку, коли власні кошти складають 50% капіталу підприємства.

9. Згідно з теорією нарахування дивідендів за залишковим принципом:

- а) виплата дивідендів здійснюється лише у випадку, коли власні кошти складають 50% капіталу підприємства;
- б) максимізація дивідендних виплат переважає над капіталізацією прибутку;
- в) розмір дивідендів не впливає на структуру багатства акціонерів, тобто дивідендна політика не потрібна.

10. Згідно з теорією мінімізації дивідендів:

- а) акціонери одержують дивіденди за залишковим принципом;
- б) ефективність дивідендної політики визначається критерієм мінімізації податкових виплат за поточними і майбутніми доходами акціонерів;
- в) капіталізація прибутку переважає над максимізацією дивідендних виплат.

ТЕМА 7. УПРАВЛІННЯ ПОЗИКОВИМ КАПІТАЛОМ

Програмна анотація

7.1. Склад позикового капіталу та оцінка вартості його залучення.

7.2. Формування позикового капіталу у формі облігаційних позик.

7.3. Ефект фінансового важеля та його використання в управлінні залученим капіталом.

7.4. Показники ефективності використання позикового капіталу.

Основні терміни і поняття

Позиковий капітал; оцінка вартості залучення позикового капіталу; короткострокові кредити; короткострокові позики; довгострокові кредити; довгострокові позики; кредиторська заборгованість; облігаційні позики; типи облігацій; ефект фінансового важеля; показники ефективності використання позикового капіталу; коефіцієнт фінансової напруженості; коефіцієнт співвідношення довгострокового і короткострокового позикового капіталу; коефіцієнт залучення коштів в частині покриття запасів; узагальнений коефіцієнт фінансової стійкості; коефіцієнт капіталізації; коефіцієнт співвідношення боргу і обсягу продажу; середній строк надання кредиту.

7.1. Склад позикового капіталу та оцінка вартості його залучення

До складу позикового капіталу корпорації включають:

- 1) короткострокові кредити та позики;
- 2) довгострокові кредити й позики;
- 3) кредиторську заборгованість (виступає у формі залучених коштів).

Короткострокові кредити і позики є джерелом покриття оборотних активів. Короткостроковою вважається заборгованість за одержаними кредитами й позиками, строк погашення якої згідно з умовами договору не перевищує 12 місяців.

Довгостроковий позиковий капітал (у формі кредитів і по-

зик) спрямовується на фінансування необоротних (капітальних) і частини оборотних активів. Довгострокові кредити і позики показують у бухгалтерському балансі як довгострокові зобов'язання зі строком погашення більше 12 місяців після звітної дати.

Порівняно з фінансуванням через позики, що залучають з фондового ринку (емісія корпоративних облігацій), **використання довгострокових кредитів забезпечує позичальнику такі переваги:**

1) відпадають витрати на друкування документарних емісійних цінних паперів, їх розміщення, оплату послуг фінансових посередників;

2) правові відносини між позичальником і кредитором відомі небагатьом особам;

3) умови надання кредиту визначаються партнерами по кожній кредитній угоді;

4) зменшується строк між поданням заяви і одержанням кредиту від банку порівняно з надходженням коштів з фондового ринку.

Різноманітність джерел і умов надання позикового капіталу у формі банківських кредитів передбачає необхідність порівняльної оцінки ефективності формування позикових коштів.

Вартість банківського кредиту визначають на основі процентної ставки («ціни кредиту»), яка формує основні видатки позичальника з обслуговування боргу.

Ця ставка в процесі оцінки потребує ряд уточнень. Вона має бути:

- збільшена на розмір інших витрат позичальника, зумовлених кредитною угодою (наприклад страхування кредиту за рахунок позичальника);

- знижена на ставку податку на прибуток з метою відображення реальних витрат позичальника з залучення кредиту.

З урахуванням цих положень **вартість позикового капіталу у формі банківського кредиту** визначають за формулою:

$$PK_{BK} = \frac{C_{\Pi} \times (1 - \Pi_{\Pi})}{1 - PB_{BK}}, \quad (7.1)$$

де PK_{BK} – вартість позиченого капіталу, який залучають у формі банківського кредиту;

Сп – ставка процента за банківський кредит, %;

Пп – ставка податку на прибуток, долі одиниці;

РВ_{БК} – рівень витрат позичальника з залучення банківського кредиту в його сумі, долі одиниці.

Приклад. **Сп = 27,5%; Пп = 0,25; РВ_{БК} = 0,02.**

Розв'язання

$$\text{ПК}_{\text{БК}} = \frac{27,5 \times (1 - 0,25)}{1 - 0,02} = 21,05\%.$$

Політика залучення банківського кредиту включає такі основні етапи:

1) визначення цілей використання банківського кредиту;
 2) оцінка співвідношення між короткостроковим і довгостроковим кредитом (з урахуванням альтернативних форм залучення позикового капіталу: комерційного кредиту, небанківських позик);

3) вивчення й оцінка комерційних банків – потенційних кредиторів позичальника (таку оцінку проводять за привабливістю кредитної політики банку для позичальника);

4) зіставлення умов можливого залучення окремих видів кредитів у різних банках.

Для вирішення питання про вибір банку-кредитора необхідно враховувати такі фактори:

- загальну характеристику банку: склад засновників, організаційно-правову форму, цілі й політику банку на ринку позикового капіталу, контингент його клієнтів тощо;

- результати діяльності банку за останній рік: розмір власного капіталу, позиції на фінансовому ринку, фінансову стійкість і ін.);

- якість і різноманітність послуг, які надає банк та тощо.

Для позичальника важливе значення мають такі параметри:

- швидкість здійснення розрахункових операцій;

- можливість одержання недорогих кредитів;

- мінімізація витрат на відкриття розрахункових, валютних і спеціальних рахунків і якість їх обслуговування;

- можливість вигідного вкладання свого капіталу тощо.

7.2. Формування позикового капіталу у формі облігаційних позик

Однією з форм залучення довгострокового позикового капіталу є розміщення облігаційних позик.

Облігація засвідчує право власника потребувати її погашення (виплати номінальної вартості і процентів або номінальної вартості по дисконтованій облігації) у встановлений строк.

У рішенні про емісію облігацій мають бути визначені форми, строки й інші умови їх розміщення. Номінальна вартість усіх випущених облігацій має не перевищувати розмір статутного капіталу товариства або величину забезпечення, наданого товариству третіми особами з метою їх розміщення. Товариство може випускати облігації з одночасним строком погашення або облігації зі строком погашення по серіях у певні строки. Погашення облігацій здійснюється у грошовій формі або іншим майном у відповідності до рішення про їх розміщення.

Вартість позикового капіталу, що залучають за рахунок емісії корпоративних облігацій, оцінюють на основі ставки купонного процента, що формується за рахунок періодичних купонних виплат. Якщо облігацію продають за інших умов, то базою оцінки виступає сума дисконту за нею, що виплачується при погашенні.

У першому випадку оцінку здійснюють за формулою:

$$PK_0 = \frac{C_{КП} \times (1 - П_П)}{1 - P_{ЕВ}}, \quad (7.2)$$

де PK_0 – вартість позикового капіталу, що залучають за рахунок емісії облігацій, %;

$C_{КП}$ – ставка купонного процента за облігацією, %;

$П_П$ – ставка податку на прибуток, долі одиниці;

$P_{ЕВ}$ – рівень емісійних витрат щодо обсягу емісії, долі одиниці.

Приклад. $C_{КП} = 20\%$; $П_П = 0,25$; $P_{ЕВ} = 0,03$.

Розв'язання

$$PK_0 = \frac{20 \times (1 - 0,25)}{1 - 0,03} = 15,46\%.$$

У другому випадку розрахунок вартості позики здійснюють за формулою:

$$PK_o^1 = \frac{\bar{D} \times 100}{(N_o - \bar{D}) \times (1 - P_{EB})}, \quad (7.3)$$

де PK_o^1 – вартість позикового капіталу, що залучають за рахунок емісії облігацій, %;

N_o – номінал облігації;

\bar{D} – середня сума дисконту (процента) за облігацією, грн.;

P_{EB} – рівень емісійних витрат щодо суми залучених за рахунок емісії грошових коштів, долі одиниці.

Приклад. $\bar{D}=20$ грн., $N_o = 200$ грн., $P_{EB} = 0,03$.

Розв'язання

$$PK_o^1 = \frac{20 \times 100}{(200 - 20) \times (1 - 0,03)} = 11,5\%$$

Залучення позикового капіталу у формі випуску облігацій забезпечує акціонерному товариству такі переваги:

1) емісія облігацій не призводить до втрати контролю над управлінням товариством (як у разі випуску акцій);

2) облігації можуть бути емітовані при відносно невисоких фінансових зобов'язаннях за процентами (порівняно зі ставками процента за банківський кредит або дивідендами за акціями), оскільки вони забезпечуються майном товариства і мають пріоритет у виплаті процентів (за рахунок прибутку до оподаткування);

3) облігації мають більшу можливість розповсюдження, ніж акції, внаслідок меншого рівня ризику для інвесторів, оскільки вони забезпечені майном товариства.

У той же час **емісія має такі негативні наслідки для товариства:**

1) облігації не можуть бути емітовані для формування статутного капіталу і покриття тимчасової нестачі грошових коштів. Його зручніше покривати за рахунок залучення короткострокового банківського або комерційного кредиту;

2) емісія облігацій пов'язана зі значними додатковими витратами емітента і потребує тривалого строку залучення коштів; розміщення облігацій на більшу суму можуть собі дозволити лише відомі акціонерні компанії (корпорації);

3) рівень фінансової відповідальності товариства за своєчасну виплату процентів і основної суми боргу при погашенні облігацій дуже високий, оскільки стягнення цих сум при тривалому простроченні платежів здійснюється через процедуру банкрутства;

4) після випуску облігацій внаслідок зміни кон'юнктури на фінансовому ринку середня ставка позикового відсотку може стати значно нижчою, ніж установлений процент виплати за облігаційною позикою. Це ставить емітента у не вигідні фінансові умови порівняно з одержувачем банківського кредиту.

7.3. Ефект фінансового важеля та його використання в управлінні залученим капіталом

Для будь-якої акціонерної компанії принципове значення має правило, за яким як власні, так і позичені кошти забезпечують віддачу у формі прибутку (доходу). Якщо корпорація у виробничо-торговельній діяльності використовує як власний, так і позиковий капітал, то дохідність (рентабельність) власного капіталу може бути підвищена за рахунок залучення банківських кредитів. У теорії фінансового менеджменту таке підвищення рентабельності власного капіталу називають ефектом фінансового левериджу.

Загальна формула для розрахунку фінансового левериджу має вигляд:

$$\mathbf{ЕФЛ} = (1 - \mathbf{С}_{\text{пп}}) \times (\mathbf{P}_A - \overline{\mathbf{СП}}) \times \frac{\mathbf{ПК}}{\mathbf{ВК}}, \quad (7.4)$$

де **ЕФЛ** – ефект фінансового левериджу;

С_{пп} – ставка податку на прибуток, долі одиниці;

P_A – рентабельність активів;

СП – середня розрахункова ставка процента за кредит;

ПК – позиковий капітал, грн.;

ВК – власний капітал, грн.;

(1 - С_{пп}) – податковий коректор (щит);

(P_A - СП) – диференціал фінансового важеля;

$\frac{ПК}{ВК}$ – коефіцієнт заборгованості.

Приклад. Розрахувати ефект фінансового левериджу на основі таких даних.

Показники	Величини
1. Бухгалтерський прибуток, млн. грн.	10,8
2. Фінансові витрати за заборгованістю, млн. грн.	4,05
3. Поточний фінансовий результат (ряд. 1 – ряд. 2), млн. грн.	6,75
4. Сума податку на прибуток за ставкою 25%, тис. грн.	1,69
5. Чистий прибуток (ряд. 3 – ряд. 4), млн. грн.	5,06
6(а) Сума власного капіталу, млн. грн.	27,0
6(б) Сума позикового капіталу, млн. грн.	27,0
7. Рентабельність власного капіталу, %	$5,06 : 27,0 \times 100 = 18,74$
8. Рентабельність активів, %	20
9. Процентна ставка за кредит, %	15

Ефект фінансового левериджу буде розрахований таким чином:

$$ЕФЛ = (1 - 0,25) \times (20 - 15) \times \frac{27,0}{27,0} = 3,75\%$$

При цьому розрахункова **процентна ставка за кредит** ($\overline{СП}$) визначається за формулою:

$$\overline{СП} = \frac{\Phi В_k}{\sum ПК} \times 100, \quad (7.5)$$

де $\Phi В_k$ – фінансові витрати за всіма одержаними кредитами за розрахунковий період (сума сплачених процентів);

$\sum ПК$ – загальна сума позичених коштів, залучених у розрахунковому періоді.

Податковий коректор показує ступінь прояву **ЕФЛ** у зв'язку з різним рівнем оподаткування. Він не залежить від акціонерної компанії, оскільки ставка податку на прибуток

затверджується законодавчо.

Друга складова ефекту – диференціал – є ключовим фактором, що формує додатний **ЕФЛ**.

$$\text{Умова: } P_A > \overline{СП} \quad (7.6)$$

За вищого додатного значення диференціалу за інших рівних умов значення **ЕФЛ** буде вагомішим.

Третя складова ефекту – коефіцієнт заборгованості – характеризує силу впливу фінансового важеля.

Коефіцієнт заборгованості є мультиплікатором, який змінює додатне або від'ємне значення диференціала. При додатному значенні останнього будь-який приріст коефіцієнту заборгованості буде спричинювати ще більше зростання рентабельності власного капіталу. За від'ємного значення диференціала приріст даного коефіцієнта призводитиме до ще більшого зниження рентабельності власного капіталу.

Розрахунок за формулою (7.4) дозволяє корпорації визначити безпечний обсяг позичених коштів, тобто припустимих умов кредитування. Він широко застосовується в континентальних країнах Європи (Франції, Німеччини та ін.).

Щодо розрахунку левериджу можна зробити такі висновки:

1) якщо нова позика приносить корпорації зростання рівня **ЕФЛ**, то вона є вигідною;

2) при цьому слід слідкувати за станом диференціала: при збільшенні коефіцієнта заборгованості банк змушений компенсувати зростання кредитного ризику підвищенням «ціни», позикових коштів;

3) ризик кредитора виражається величиною диференціала: за вищого диференціала ризик у банку менший, і навпаки.

Слід зазначити, що розрахунок ЕФЛ не дає відповіді на питання, якою має бути гранична ставка відсотка за кредит ($K_{Гс}$), вище за яку корпорації не вигідно укладати кредитну угоду з банком. Дотримання даної ставки у кредитній угоді дозволяє корпорації зберегти досягнутий рівень рентабельності власного капіталу. Величину граничної ставки рекомендують визначати за формулою:

$$K_{Гс} = K_{ос} + \frac{\left[\text{ЧП} = \frac{(ДВ \times \text{ЧП}_0)}{Д} \right] \times 100}{ДП}, \quad (7.7)$$

де $K_{гс}$ – гранична кредитна ставка, %;

$K_{ос}$ – нормативна (облікова) ставка, встановлюється Центральним банком, %;

$ДВ$ – джерела власних коштів (власний капітал);

$Д$ – загальна сума джерел (пасивів балансу);

$ДП$ – джерела позичених коштів;

$ЧП_о$ – чистий прибуток корпорації в базисних умовах, коли вона ще не використовувала кредит;

$ЧП$ – чистий прибуток у розрахунковому періоді (за період залучення кредиту).

Для кожної конкретної кредитної угоди можна розрахувати гранично припустиму **ставку банківського процента** ($K_{гп}$):

$$K_{гп} = K_{ср} + \left(\frac{ЧП}{ДП} \times 100\% \right), \quad (7.8)$$

де $K_{гп}$ – ставка рефінансування (нормативна);

$ЧП$ – чистий прибуток за конкретною комерційною угодою;

$ДП$ – джерела позичених коштів у формі кредиту.

7.4. Показники ефективності використання позикового капіталу

Для оцінки ефективності позичених коштів застосовують систему аналітичних показників. Найголовнішими з них є такі.

1. Коефіцієнт фінансової напруженості ($K_{фн}$):

$$K_{фн} = \frac{\text{Позикові кошти}}{\text{Вартість майна}}, \quad (7.9)$$

Показує частку позикових коштів у валюті балансу позичальника. Рекомендоване значення показника не більше 0,5.

2. Коефіцієнт співвідношення між довгостроковим і короткостроковим позиковим капіталом (K_c):

$$K_c = \frac{ДПК}{КПК}, \quad (7.10)$$

де $ДПК$ – довгостроковий позичений капітал за бухгалтерським балансом на останню звітну дату;

КПК – короткостроковий позичений капітал за бухгалтерським балансом на останню звітну дату.

Даний показник індивідуальний для кожного позичальника й аналізується за ряд періодів.

3. Коефіцієнт залучення коштів (**К_{зк}**):

$$K_{зк} = \frac{КПК}{ОА}, \quad (7.11)$$

де **КПК** – короткострокові позичені кошти зі строком погашення до 12 місяців за бухгалтерським балансом клієнта на останню звітну дату;

ОА – оборотні активи за бухгалтерським балансом позичальника на останню звітну дату.

Цей показник характеризує ступінь фінансової незалежності позикоодержувача від позикових коштів. Чим нижчий рівень даного коефіцієнта, тим вища кредитоспроможність позичальника.

Рекомендоване значення показника не більше 0,7 (70%).

4. Розраховують також коефіцієнт залучення коштів у частині покриття запасів (**К_{зк}**):

$$K_{зк} = \frac{ЗК}{Запаси}, \quad (7.12)$$

де **ЗК** – залучені кошти за балансом на останню звітну дату.

Частка власних оборотних коштів у покритті запасів має складати не менше 50%, останні 50% відшкодовують короткостроковими позиками банку і кредиторською заборгованістю за товарними операціями. Власні обороні кошти виражають різниці між оборотними активами і короткостроковими зобов'язаннями за пасивом балансу.

5. Узагальнений коефіцієнт фінансової стійкості **УК_{фс}** визначають за формулою:

$$УК_{фс} = \frac{ВК + ДЗ}{Активи}, \quad (7.13)$$

де **ВК** – власний капітал за балансом позичальника;

ДЗ – довгострокові зобов'язання за балансом позичальника.

Даний коефіцієнт відображає ту частину активу балансу, яку покривають за рахунок найбільш стійких джерел. Рекомендоване значення коефіцієнта – 0,7 (70%).

6. Коефіцієнт капіталізації (K_k):

$$K_k = \frac{\text{Довгострокові зобов'язання}}{\text{Довгострокові зобов'язання} + \text{власний капітал (аакціонерий капітал)}}. \quad (7.14)$$

Даний показник концентрує увагу на використанні клієнтом постійних джерел фінансування. Він характеризує ступінь залежності корпорації від її довгострокових кредитів і позик у постійних (фіксованих) пасивах.

Цей показник індивідуальний для кожної окремої взятої корпорації.

7. Коефіцієнт співвідношення боргу і обсягу продажу ($K_{сво}$):

$$K_{сво} = \frac{\text{Сукупні зобов'язання}}{\text{Чистий обсяг продажу (без непрямих податків)}}. \quad (7.15)$$

До складу сукупних зобов'язань включають довгострокові і короткострокові позичені кошти. Взаємозв'язок між сукупним боргом і обсягом продажу полягає в тому, що від останнього параметру у кінцевому підсумку залежить обсяг грошових коштів, необхідних для погашення боргових зобов'язань. Якщо зобов'язання корпорації збільшуються пропорційно обсягу продажу, то фінансовим менеджерам потрібно буде компенсувати видатки на збільшення боргу або шляхом пошуку більш дешевих джерел кредиту, або шляхом зниження умовно постійних витрат, щоб більша частина доходів від продажу трансформувалася у прибуток.

8. На рівень ліквідності балансу позичальника має значний вплив строк надання позики. Середній період надання кредиту може бути встановлений за формулою:

$$\text{Період надання кредиту (дні)} = \frac{\text{Середній залишок позикової заборгованості за період}}{\text{Середньоденна виручка від продажу товарів (нетто)}} \quad (7.16)$$

Тривалість періоду: рік – 360 днів, півріччя – 180 днів, квартал – 90 днів.

Розглянуті показники аналізують за декілька періодів (кварталів, років) і роблять висновки про поточну і потенційну кредитоспроможність позичальника.

Питання для самоконтролю

1. Яким є склад залученого капіталу?
2. Які переваги має довгостроковий банківський кредит порівняно з фінансуванням через позики, що залучаються з фондового ринку?
3. У чому полягають особливості оцінки позикового капіталу?
4. Яку політику проводить корпорація щодо залучення позикового капіталу?
5. Які фактори слід враховувати при виборі банку для обслуговування розрахунково-кредитних операцій?
6. Якими є умови розміщення облігацій?
7. Які існують види облігацій?
8. У якому порядку відображаються облігаційні позики у бухгалтерській звітності?
9. Яким є порядок оцінки вартості облігацій?
10. У чому полягають переваги й недоліки розміщення облігаційної позики?
11. У чому полягає економічна сутність ефекту фінансового важеля?
12. Які елементи входять до складу ефекту фінансового важеля?
13. У якому порядку здійснюють розрахунок середньої процентної ставки за кредит?
14. Що характеризує заборгованість корпорації банку?
15. Які існують способи розрахунку ефекту фінансового важеля?
16. Які показники використовуються для оцінки ефективності використання позикових коштів?
17. Яка економічна сутність коефіцієнта фінансової напруженості?
18. Що показує коефіцієнт співвідношення довгострокового і короткострокового залученого капіталу?
19. Як розраховується узагальнений коефіцієнт фінансової стійкості?
20. Як розраховується середній строк надання кредиту?

Тести для самоконтролю знань

1. Строковою вважається заборгованість:

- а) строк погашення якої не перевищує 12 місяців;
- б) строк погашення якої перевищує 12 місяців;
- в) строк погашення якої за умовами договору не настав або продовжений.

2. Акціонерне товариство може розміщувати облігації:

- а) за рішенням ради директорів;
- б) за рішення місцевих органів влади;
- в) за вибором більшості голосів.

3. Номінальна вартість усіх випущених облігацій:

- а) повинна перевищувати розмір статутного капіталу товариства;
- б) не повинна перевищувати розмір статутного капіталу товариства;
- в) має дорівнювати розміру статутного капіталу товариства.

4. Розміщення облігацій без забезпечення:

- а) дозволяється не раніше п'ятого року діяльності товариства за умов відповідного затвердження до цього часу чотирьох річних балансів;
- б) не дозволяється;
- в) дозволяється не раніше третього року діяльності товариства за умов відповідного затвердження до цього часу двох річних балансів.

5. Нарахування належного доходу (відсотків або дисконту) за розміщеними облігаціями емітент відображає:

- а) у складі витрат від інвестиційної діяльності у тих звітних періодах, до яких належать дані відрахування;
- б) у складі операційних витрат у тих звітних періодах, до яких належать дані відрахування;
- в) у складі витрат від фінансової діяльності у тих звітних періодах, до яких належать дані відрахування.

6. Вартість позиченого капіталу, що залучається за рахунок емісії корпоративних облігацій, оцінюють на основі:

- а) ставки купонного процента, що формує суму періодичних купонних виплат;
- б) суми дисконту, що виплачується при погашенні;
- в) загальної суми емісії корпоративних облігацій.

7. Ключове завдання роботи фінансиста полягає в тому, щоб:

- а) виключити всі ризики;
- б) прийняти розумні, наперед прораховані ризики в межах позитивного потенціалу;
- в) виключити заборгованість корпорації банку.

8. Коефіцієнт фінансової напруженості показує:

- а) частину позичених коштів у валюті балансу позичальника;
- б) ступінь фінансової незалежності позичальника від позичених коштів;
- в) ступінь залежності корпорації від довгострокових кредитів і акціонерів.

9. Коефіцієнт залучення коштів показує:

- а) відношення між кредиторською і дебіторською заборгованістю корпорації;
- б) ступінь фінансової незалежності позичальника від позичених коштів;
- в) ступінь залежності корпорації від позик місцевих органів влади.

10. Коефіцієнт капіталізації показує:

- а) відношення прибутку до суми власного капіталу підприємства;
- б) ступінь фінансової незалежності позичальника від позичених коштів;
- в) ступінь залежності корпорації від її довгострокових кредитів і акціонерів.

ТЕМА 8. ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙ В ОСНОВНИЙ КАПІТАЛ

Програмна анотація

- 8.1. Інвестиційна політика підприємства.
- 8.2. Джерела фінансування капітальних вкладень.
- 8.3. Методи вартісної оцінки ефективності інвестиційних проектів.
- 8.4. Оцінка ефективності фондового портфеля.

Основні терміни і поняття

Інвестиційна політика корпорації; принципи інвестиційної політики; фактори впливу на розробку інвестиційної політики; бізнес-план інвестиційного проекту; комерційна ефективність проекту; бюджетна ефективність проекту; джерела фінансування капітальних вкладень; амортизаційні відрахування; методи вартісної оцінки ефективності інвестиційних проектів; ставка дисконтування; чиста поточна вартість проекту; внутрішня норма дохідності; життєвий цикл товару на ринку; методи оцінки інвестиційних якостей цінних паперів; дохідність фондового портфеля.

8.1. Інвестиційна політика підприємства

Інвестиційна політика підприємства є частиною обраної ним інвестиційної стратегії.

Стратегія інвестування виражає систему довгострокових цілей інвестиційної діяльності підприємства, які визначаються загальними завданнями його розвитку, а також систему найбільш ефективних шляхів їх досягнення.

Для уточнення строків здійснення заходів у рамках інвестиційної політики й забезпечення їх фінансовими ресурсами складають бізнес-плани капітальних вкладень і ризику.

Бізнес-план інвестиційного проекту містить такі основні розділи:

- вступ (резюме);
- огляд стану галузі (виробництва), до якої належить підприємство;

- виробничий план реалізації проекту;
- організаційний план реалізації проекту, включаючи менеджмент;
- план маркетингу і збуту продукції;
- фінансовий план реалізації проекту;
- оцінка економічної ефективності капітальних вкладень, здійснюваних у ході реалізації проекту (за показниками строку окупності, дохідності інвестицій та іншими параметрами).

Для підприємства, яке здійснює інвестиційну діяльність, економічний ефект від реалізації проекту виражається сумою річних величин загального сальдо за розрахунковий період. Зіставлення різночасових платежів і надходжень у період реалізації проекту досягається через їх приведення до першого року (дисконтування).

Дисконтування грошових потоків платежів і надходжень та визначення їх сальдо у формі чистого дисконтованого доходу (**ЧДД**) необхідне для більш точної оцінки майбутнього ефекту реалізації проекту.

Умови фінансової реалізованості і показники ефективності визначаються на базі грошового потоку (**ГП_m**), конкретні складові якого залежать від виду об'єкта, який оцінюють.

На різних стадіях розрахунку, виходячи з їх цілей і фінансової реалізованості, інвестиційні проекти оцінюють у поточних і прогнозованих цінах.

Чистим доходом (**ЧД – Net Value – NV**) вважають накопичений ефект (сальдо грошового потоку) за розрахунковий період:

$$\text{ЧД} = \sum_m \text{ГП}_m, \quad (8.1)$$

де сумування поширюється на всі етапи розрахункового періоду.

Найбільше практичне поширення має показник чистого дисконтованого доходу (**ЧДД – Net Present Value – NPV**), тобто накопиченого дисконтованого ефекту за визначений період часу.

ЧДД встановлюється за формулою:

$$\text{ЧДД} = \sum_m \text{ГП}_m \times \mathbf{a}_m, \quad (8.2)$$

де **a_m** – коефіцієнт дисконтування, долі одиниці.

Коефіцієнт дисконтування (**a_m**) розраховується за формулою:

$$a_m = \frac{1}{(1 + \Gamma)^{t_m - t_0}}, \quad (8.3)$$

де t_m – момент закінчення етапу m ;

Γ – норма дисконту, долі одиниці на рік;

$t_m - t_0$ – період часу, років;

t_0 – початковий етап розрахунку.

Після цього визначають абсолютний дисконт проекту (**АДП**):

$$\text{АДП} = \text{ЧД} - \text{ЧДД}, \quad (8.4)$$

Для визнання проекту ефективним з точки зору інвестора, необхідно, щоб **ЧДД** був додатним числом (**ЧДД > 0**).

При порівнянні альтернативних проектів перевага надається тому з них, який має найбільш високе додатне значення **ЧДД** (за виконання умови його додатності).

У разі залучення різних джерел фінансування проектів, здійснюваних в рамках інвестиційної політики підприємства, поряд із зниженням строків їх реалізації, враховують прийнятний для усіх учасників розподіл платежів протягом періоду життя проекту. Якщо залучають позикові кошти, доцільно забезпечити мінімальні процентні платежі і максимальні строки їх погашення.

8.2. Джерела фінансування капітальних вкладень

Класичною формою самофінансування інвестицій в основний капітал у країнах з розвинутою ринковою економікою є власні кошти у формі чистого прибутку (за відрахуванням дивідендних виплат акціонерам) і амортизаційні відрахування, які доповнюються певною часткою емісії (випуску) корпоративних цінних паперів і кредитом, одержаним з ринку позикового капіталу.

В Україні поки що не сформований ринок корпоративних цінних паперів. Джерела фінансування капітальних вкладень на вітчизняних підприємствах представлені на рисунку 8.1.

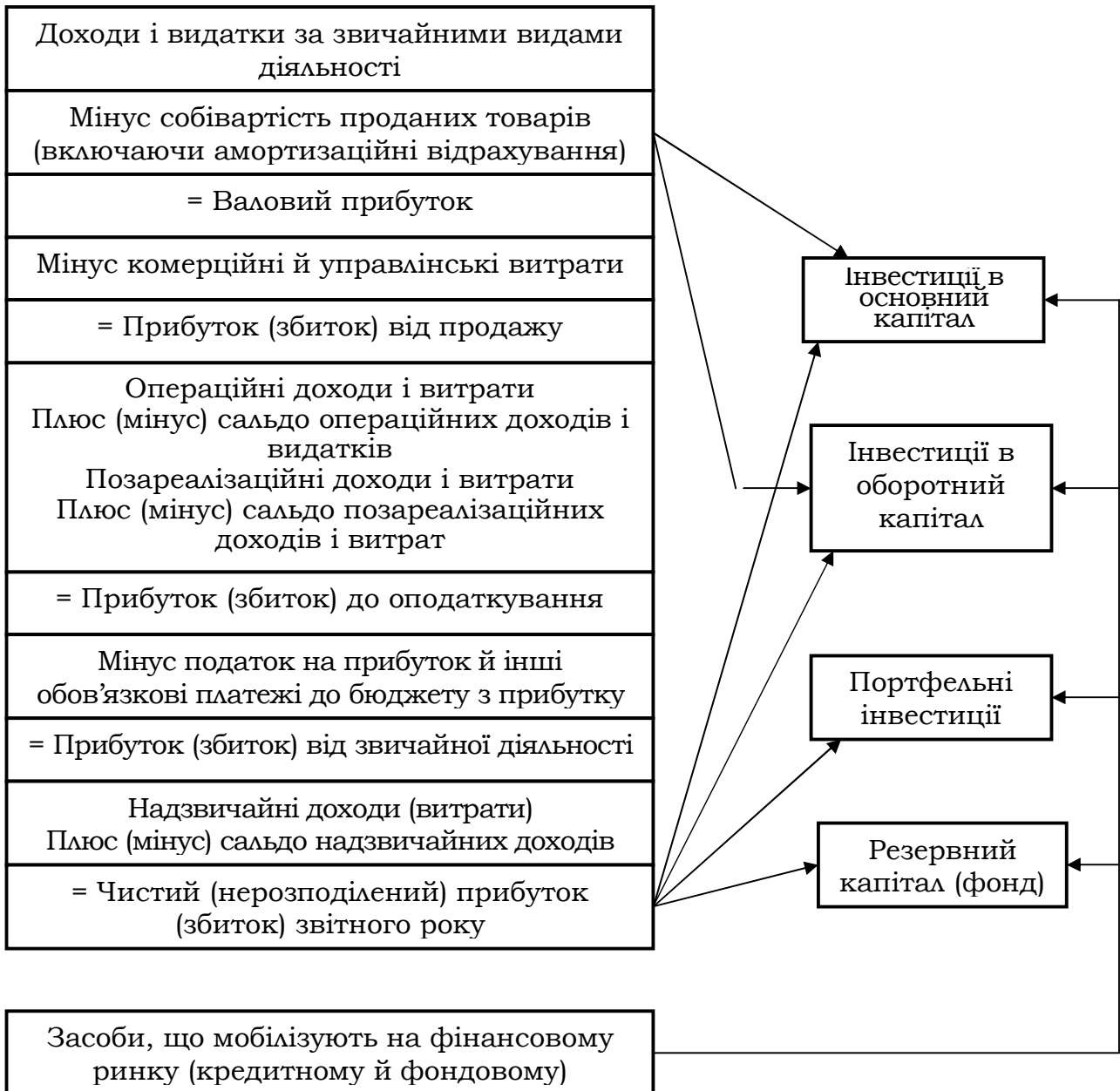


Рис. 8.1. Джерела фінансування інвестицій на підприємствах України

Після сплати податку на прибуток і інших аналогічних обов'язкових платежів в бюджеті підприємств залишається **чистий прибуток**. Його частину вони можуть спрямовувати на капітальні вкладення виробничого й невиробничого призначення.

Другим і найбільш сталим джерелом фінансування капітальних вкладень є **амортизаційні відрахування**. На відміну від прибутку це джерело не залежить від фінансових результатів діяльності корпорації. Величина амортизаційних відра-

хувань залежить від застосовуваних на підприємстві методів розрахунку, скажімо, при лінійному способі – від первісної балансової вартості основних засобів і використовуваних норм амортизації у процентах.

Амортизаційні відрахування є об'єктом фінансового планування і включаються до дохідного розділу річного (квартального) фінансового плану (бюджету доходів і витрат) корпорації. Для визначення планової суми цих відрахувань можна користуватися методом прямого рахунку або аналітичним методом.

При використанні методу прямого рахунку сума амортизаційних відрахувань встановлюється шляхом множення первісної (відтвореної) вартості об'єктів основних коштів на затверджені норми (у %) по кожному з них. Одержані результати сумують і одержують загальну суму цих відрахувань по підприємству в цілому.

При використанні аналітичного методу спочатку розраховують середню вартість основних засобів, що амортизуються, $\overline{B_{оз}}$ на плановий рік за формулою:

$$\overline{B_{оз}} = B_{п} + \frac{B \times K}{12} - \frac{B_1 \times (12 - K)}{12}, \quad (8.5)$$

де $B_{п}$ – первісна (відтворена) вартість основних засобів підприємства на початок періоду;

B – вартість основних засобів, що вводяться в експлуатацію протягом року;

B_1 – вартість основних засобів, що вибувають з експлуатації у плановому році;

K – кількість повних місяців функціонування основних засобів у плановому періоді (у I кварталі його приймають як 10,5 місяців, у II кварталі – 7,5 місяців, у III кварталі – 4,5 місяці, у IV кварталі – 1,5 місяці);

$12 - K$ – кількість місяців, що залишилися до кінця року після вибуття основних засобів.

Середню вартість основних засобів у плановому періоді помножують на середню фактичну норму амортизації ($H_{ф}$), яка склалася за звітним за балансовий рік:

$$\bar{A} = \frac{\overline{B_{03}} \times \overline{H_{\phi}}}{100}, \quad (8.6)$$

Визначену таким чином суму амортизаційних відрахувань (\bar{A}) включають до бюджету доходів і витрат підприємства на наступний рік.

Якщо власних фінансових коштів недостатньо для фінансування капітальних вкладень, залучають довгострокові позики банків, а також засоби, що мобілізуються на фінансовому ринку.

8.3. Методи вартісної оцінки ефективності інвестиційних проектів

Ключовий етап у процесі прийняття інвестиційних рішень – оцінка ефективності реальних інвестицій (капітальних вкладень). Від обґрунтованості такої оцінки залежать строки повернення вкладених коштів і перспективи розвитку корпорації.

У практиці проектного аналізу застосовують **два основні підходи до вирішення проблеми оцінки привабливості проектів**: статистичні (прості моделі) і динамічні моделі, засновані на дисконтуванні грошових потоків.

Статистичні моделі не враховують фактор часу і використовують дані бухгалтерської звітності, на основі якої розраховують просту норму прибутку і період окупності конкретного проекту.

Проста норма прибутку – це співвідношення прибутку згідно з фінансовими звітами компанії до вихідних інвестицій. Для розрахунку простої норми прибутку застосовуються формули:

$$P_{\text{нп}} = \frac{\text{ЧП}}{\text{В}} \times 100; \quad P_{\text{нп}} = \frac{\text{ЧП} + \text{АВ}}{\text{В}} \times 100, \quad (8.7)$$

де $P_{\text{нп}}$ – проста (бухгалтерська) норма прибутку, %;

ЧП – чистий прибуток;

В – вихідні інвестиції у проект;

АВ – амортизаційні відрахування, що генеруються проектом.

Оберненим до простої норми прибутку показником є **період окупності інвестицій** (P_0). Він розраховується за формулами:

$$P_{\text{нп}} = \frac{\text{В}}{\text{ЧП}} \times 100; \quad P_{\text{нп}} = \frac{\text{В}}{\text{ЧП} + \text{АВ}} \times 100, \quad (8.8)$$

Обирають проект з найбільшою простою нормою прибутку і мінімальним періодом окупності інвестицій (у роках).

Перевагою цього методу є його простота й надійність для проектів, що реалізують протягом одного року.

У світовій практиці найбільше поширення одержали такі динамічні моделі:

1) чиста поточна вартість або чистий дисконтований дохід (**Net Present Value, NPV**);

2) індекс дохідності (**PI**);

3) дисконтований період окупності капіталовкладень (**DPP**);

4) внутрішня норма прибутку (прибутковості) проекту або маржинальної ефективності капіталу (**InternalRate of Return, IRR**);

5) модифікований метод маржинальної ефективності капіталу (**MIRR**).

Розглянемо ці методи оцінки інвестиційних проектів більш детально. Метод чистої поточної вартості (**NPV**) орієнтований на досягнення головної мети інвестування – одержання прийняттого для інвестора чистого доходу у формі прибутку. Даний метод дозволяє одержати найбільш узагальнену характеристику результату реалізації проекту, тобто кінцевий ефект в абсолютному вираженні.

Чисту поточну вартість розраховують за формулою 5.5, наведеною у темі 5.

Чиста поточна вартість (**NPV**) виражає різницю між приведеними до поточної вартості (шляхом дисконтування) сумою грошових надходжень за період експлуатації проекту і сумою інвестованих в його реалізацію грошових коштів:

$$\mathbf{NPV = PV - I,} \quad (8.9)$$

де **I** – сума інвестицій, спрямованих на реалізацію даного проекту;

PV – поточна вартість грошових надходжень від проекту після дисконтування.

Застосовувана дисконтна ставка (**r**) для визначення **PV** диференціюється з урахуванням ризику й ліквідності інвестицій.

Приклад. До комерційного банку надійшли до розгляду на предмет кредитування бізнес-плани двох альтернативних проектів з такими параметрами (табл. 8.1).

Таблиця 8.1

Вихідні дані з інвестиційних проектів

Показники	Проекти	
	№ 1	№ 2
1. Обсяг інвестованих коштів, млн. грн.	33,12	31,68
2. Період експлуатації, років	3	4
3. Очікувані грошові надходження (доходи) – всього, млн. грн.	52,8	57,6
У тому числі:		
1-й рік	28,8	14,4
2-й рік	16,8	14,4
3-й рік	7,2	14,4
4-й рік	-	14,4
4. Дисконтна ставка, %	10	12
5. Прогнозований середньорічний темп інфляції, %	9	9

Умови реалізації проектів: капітальні витрати здійснюються одночасно протягом року (наприклад, придбання і встановлення технологічної лінії на діючому підприємстві); строки експлуатації проектів різні, тому дисконтні ставки неоднакові.

Розв'язання

Розрахунок теперішньої вартості грошових надходжень за проектами представлений в таблиці 8.2.

Таблиця 8.2

Розрахунок теперішньої вартості грошових надходжень (PV) за інвестиційними проектами

Рік	Проект № 1			Проект № 2		
	Майбутня вартість грошових надходжень (FV), млн. грн.	Дисконтний множник за ставкою 10%	Поточна вартість грошових надходжень (PV), млн. грн.	Майбутня вартість грошових надходжень (FV), млн. грн.	Дисконтний множник за ставкою 10%	Поточна вартість грошових надходжень (PV), млн. грн.
1	28,8	0,909	26,178	14,4	0,893	12,858
2	16,8	0,826	13,876	14,4	0,797	11,476
3	7,2	0,752	5,414	14,4	0,712	10,252
4	-	-	-	14,4	0,636	9,158
Σ	52,8	-	45,468	57,6	-	43,744

Дисконтний множник (**ДМ**) розраховується за формулою:

$$\text{ДМ} = \frac{1}{(1+r)^t}, \quad (8.10)$$

$$\text{ДМ} = \frac{1}{(1+0,1)} = 0,909.$$

$$\text{ДМ}_2 = \frac{1}{(1+0,1)^2} = 0,826; \quad \text{ДМ}_3 = \frac{1}{(1+0,1)^3} = 0,752;$$

Аналогічні розрахунки здійснюються за проектом №2 .

Виходячи з даних таблиці 8.2, визначимо **NPV** за проектами:

$$\text{NPV}_1 = 45,468 - 33,12 = 12,348 \text{ млн. грн.};$$

$$\text{NPV}_2 = 43,744 - 31,68 = 12,064 \text{ млн. грн.};$$

Відповідно, порівняння **NPV** за проектами підтверджує, що перший з них є кращим за другий. **NPV** за ним на 0,284 млн. грн. (12,348 – 12,064) або 2,3% вища, ніж за другим проектом.

Однак за проектом № 1 сума капітальних вкладень на 1,44 млн. грн. (33,12 – 31,68) або 4,5% більша, а віддача у формі майбутніх грошових надходжень на 4,8 млн. грн. (52,8 – 57,6) нижча, ніж за проектом № 2.

При реалізації проекту № 1 його ініціатору потрібно знайти додаткове фінансування (внутрішнє або зовнішнє) в обсязі 1,44 млн. грн. Тому він має вибрати для себе найбільш прийнятний варіант з урахуванням наявних фінансових можливостей.

Показник індексу доходності (Profitability Index, PI) розраховують за формулою:

$$\text{PI} = \frac{\text{PV}}{\text{I}}, \quad (8.11)$$

де **PV** – теперішня вартість грошових надходжень;

I – сума інвестицій, які спрямовують на реалізацію проекту (при різночасовості сума інвестицій також приводиться до

теперішньої вартості).

Використовуючи дані за двома проектами, визначимо індекс дохідності (рентабельність) за ними:

$$PI_1 = 45,468 : 33,12 = 1,373;$$

$$PI_2 = 43,744 : 31,68 = 1,380.$$

Отже, за даним параметром ефективність проектів є приблизно однаковою.

Дисконтований період окупності вкладених коштів – один з найбільш поширених показників оцінки інвестиційних проектів. Він визначається за формулою:

$$DPB = \frac{I}{\overline{PV}_t}, \quad (8.12)$$

де **DPB** – дисконтований період окупності проекту, років;

I – сума інвестицій, спрямованих на реалізацію проекту;

\overline{PV}_t – середня величина грошових надходжень за період **t**.

Визначимо період окупності капітальних витрат за двома інвестиційними проектами. З цією метою встановимо середньорічну суму грошових надходжень у поточній вартості.

За проектом № 1 вона дорівнює 15,156 млн. грн. (45,468 : 3).

За проектом № 2 – 10,936 млн. грн. (43,744 : 4).

З урахуванням середньорічної величини грошових надходжень дисконтований період окупності складає:

За проектом № 1: 2,2 роки (33,12 : 15,156).

За проектом № 2: 2,9 роки (31,68 : 10,936).

Ці дані свідчать про пріоритетне значення проекту №1 для інвестора. При порівнянні проектів за критеріями чистої поточної вартості (**NPV**) та індексу дохідності **PI** переваги проекту №1 були менш помітними.

Внутрішня норма прибутку або маржинальна ефективність капіталу (IRR) є найбільш складним показником для оцінки ефективності реальних проектів. Даний показник характеризує рівень прибутковості (дохідності) проекту, що виражається дисконтною ставкою, за якою майбутня вартість грошових надходжень (**FV**) приводиться до теперішньої вартості авансованих коштів (**PV**). При одночасному вкладанні капіталу внутрішню норму прибутку (**IRR**) можна розрахувати за формулою:

$$\mathbf{IRR} = \frac{\mathbf{NPV}}{\mathbf{I}} \times 100, \quad (8.13)$$

де **NPV** – чиста поточна вартість грошових надходжень;
I – інвестиції (капіталовкладення) в даний проект.

Економічний зміст **IRR** полягає в тому, що всі доходи й капітальні витрати за проектом приводяться до теперішньої вартості не на основі зовнішньо заданої дисконтної ставки, а на базі внутрішньої дохідності самого проекту.

Модифікований метод внутрішньої норми прибутку (**MIRR**) являє собою вдосконалену модель **IRR**. Він дає більш правильну оцінку ставки дисконтування і знімає проблему множини норми дохідності на різних етапах оцінки проекту.

$$\mathbf{MIRR} = \frac{\mathbf{NPV}}{\mathbf{I}} \times 100, \quad (8.14)$$

Кожен із методів оцінки дозволяє спеціалістам корпорації вивчити характерні особливості проекту і прийняти правильне рішення.

8.4. Оцінка ефективності фондового портфеля

$$\text{Дохідність інвестицій, \%} = \frac{\text{Повний дохід}}{\text{Початковий дохід від інвестицій}} \times 100, \quad (8.15)$$

Інвестор прагне вкласти свої грошові кошти у найбільш дохідні фінансові активи. Однак невизначеність майбутніх доходів потребує обліку можливих відхилень рівня дохідності від бажаного значення, тобто обліку ризику, пов'язаного з вкладеннями у даний фінансовий інструмент.

Фондовий портфель має обмеження за строком життя, а також за мінімальною і максимальною сумами інвестицій. Його дохідність визначають трьома величинами: очікуваною, можливою і середньою.

Очікувана (мінімальна) дохідність – величина, яка буде одержана після закінчення строку життя портфеля за сукупності найменш сприятливих обставин.

Можлива (максимальна) дохідність – величина, одержувана після найбільш сприятливому розвитку подій. Більш висока дохідність пов'язана з підвищенням ризику для інвес-

тора. Тому в процесі інвестування слід враховувати обидва фактори, які порівнюють з середньоринковим рівнем доходності. Базова формула сукупної доходності портфеля при використанні річного періоду має вигляд:

$$\text{Доходність портфеля, \%} = \frac{\text{ОДП} + \text{РКП} + \text{НКП}}{\text{ПІ} + \left[\text{ДК} * \frac{\text{T}_1}{12} \right] - \left[\text{ВК} * \frac{\text{T}_2}{12} \right]}, \quad (8.16)$$

де **ОДП** – одержані дивіденди і проценти;

РКП – реалізований курсовий прибуток;

НКП – нереалізований курсовий прибуток;

ПІ – початкові інвестиції у фондовий портфель;

ДК – додаткові кошти, що вкладають у фондовий портфель;

T₁ – число місяців наявності грошових коштів, вкладених у фінансові інструменти, що знаходяться в портфелі;

ВК – вилучені з фондового портфеля грошові кошти;

T₂ – число місяців відсутності грошових коштів, вкладених у фінансові інструменти, що знаходяться у портфелі.

Дана формула містить як реалізовані (поточні надходження плюс приріст курсової вартості), так і нереалізовані доходи в результаті приросту вартості цінних паперів за рік. Внесені додаткові суми і вилучені з портфеля кошти зважують за кількістю місяців, коли вони були вкладені у портфель і вилучені з нього.

Значення показника «доходності портфеля» може бути використане при аналізі прибутковості, скоригованої з урахуванням ризику і середньоринкових параметрів. Даний спосіб порівняльного дослідження ефективності портфеля зручний для інвестора, оскільки він може показати, наскільки позитивно себе зарекомендував фондовий портфель відносно ринку цінних паперів у цілому.

Питання для самоконтролю

1. У чому полягають основні принципи інвестиційної політики?

2. Які фактори враховують при розробці інвестиційної політики?

3. Який склад має бізнес-план інвестиційного проекту?

4. У чому полягає комерційна і бюджетна ефективність проектів?

5. Якими є основні пріоритети реалізації інвестиційної політики?

6. У чому полягає зміст амортизаційної політики держави?

7. Які основні джерела фінансування капітальних вкладень в Україні?

8. У чому полягає сутність амортизаційних відрахувань як джерела фінансування капіталовкладень від прибутку?

9. Яким є порядок відображення суми дооцінки основних засобів в обліку та звітності підприємства?

10. Які існують методи вартісної оцінки ефективності інвестиційних проектів?

11. Як здійснюється розрахунок рентабельності інвестицій за бухгалтерським балансом?

12. Які переваги й недоліки оцінки проекту на основі простої норми прибутку?

13. Які параметри можна прийняти за ставку дисконтування?

14. Як здійснюється розрахунок чистої поточної вартості проекту?

15. Що є критерієм прийняття інвестиційних рішень?

16. Що розуміють під «життєвим циклом товару на ринку»?

17. Як здійснюється оцінка ефективності фондового портфеля?

18. Які чинники мають найбільший вплив на ризики при реальному інвестуванні?

19. Що розуміють під інвестиційним ризиком?

20. Які існують способи реалізації проектних ризиків?

Тести для самоконтролю знань

1. Фінансовий план реалізації проекту відображає:

а) обсяг грошових потоків – надходжень і платежів за даним проектом;

б) обсяг прибутку, отриманого за даним проектом;

в) ефективність капітальних вкладень, здійснених в ході реалізації проекту.

2. Сальдо надходжень і платежів за поточною діяльністю – це:

- а) різниця між інвестованими власними коштами і обсягом інвестицій;
- б) сума чистого прибутку і амортизаційних відрахувань по роках;
- в) різниця між сумою позичених коштів і сумою коштів, необхідних для погашення боргу, сплати відсотків і дивідендів акціонерам.

3. Сальдо інвестиційної діяльності – це:

- а) різниця між інвестованими власними коштами і обсягом інвестицій;
- б) сума чистого прибутку і амортизаційних відрахувань по роках;
- в) різниця між сумою позичених коштів і сумою коштів, необхідних для погашення боргу, сплати відсотків і дивідендів акціонерам.

4. Сальдо фінансової діяльності – це:

- а) різниця між інвестованими власними коштами і обсягом інвестицій;
- б) сума чистого прибутку і амортизаційних відрахувань по роках;
- в) різниця між сумою позичених коштів і сумою коштів, необхідних для погашення боргу, сплати відсотків і дивідендів акціонерам.

5. Проект є ефективним з точки зору інвестора, якщо:

- а) ЧДД (чистий дисконтований дохід) > 0 ;
- б) ЧДД = 0;
- в) ЧДД < 0 .

6. Критерієм ефективності неприбуткових інвестиційних проектів є:

- а) зменшення строку реалізації проекту;
- б) зниження витрат на досягнення відповідного соціального, науково-технічного або екологічного ефекту реалізації даних проектів;
- в) пропорційний розподіл платежів між усіма учасниками протягом усього періоду життя проекту.

7. Строк корисного використання об'єкту визначається:

- а) законодавством України;
- б) підприємством при його прийнятті до бухгалтерського обліку;
- в) технічним паспортом об'єкту.

8. Чиста поточна вартість – це:

- а) відношення прибутку від реалізації проекту до витрат на його реалізацію;
- б) відношення очікуваної суми надходжень від реалізації проекту до суми витрат на його реалізацію;
- в) прибуток від проекту, приведений до справжньої вартості грошових надходжень.

9. Дохідність фондового портфеля визначається трьома величинами:

- а) очікуваною, можливою і середньою;
- б) максимальною, мінімальною і середньою;
- в) прогнозованою, мінімальною і середньою.

10. Очікувана (мінімальна) дохідність – це:

- а) точка беззбитковості;
- б) сума коштів, яку планують одержати при введенні об'єкта в експлуатацію;
- в) величина, яка буде отримана після закінчення строку життя портфеля.

ТЕМА 9. ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙ В ОБОРОТНИЙ КАПІТАЛ

Програмна анотація

9.1. Загальна характеристика інвестицій в оборотні активи і моделювання поточних фінансових потреб.

9.2. Вибір політики комплексного оперативного управління оборотними активами і короткостроковими зобов'язаннями.

9.3. Оцінка ефективності використання оборотних активів.

Основні терміни і поняття

Інвестиції в оборотні активи; елементи концепції управління оборотними активами корпорацій; виробничий (операційний) цикл оборотних активів; фінансовий цикл оборотних активів; фактори впливу на склад і структуру оборотних активів; управління готівкою; моделювання поточних фінансових потреб; маржинальний дохід; спонтанне фінансування; агресивна модель управління оборотними активами; консервативна модель управління оборотними активами; помірна модель управління оборотними активами; абсолютне вивільнення оборотних активів; відносне вивільнення оборотних активів; фактори впливу на ефективність використання оборотних коштів; коефіцієнти оборотності.

9.1. Загальна характеристика інвестицій в оборотні активи і моделювання поточних фінансових потреб

Ключову роль в реалізації короткострокової стратегії корпорації займають проблеми достатності оборотних активів, механізм їх планування і поповнення, аналіз ефективності використання. Якщо не приділяти уваги короткостроковим операціям, то довгострокові фінансові стратегії не матимуть успіху.

Завдання комплексного оперативного управління оборотними активами і короткостроковими зобов'язаннями є такими:

1) моделювання величини оборотних активів і факторів, що її визначають;

- 2) визначення планової потреби в оборотних активах;
- 3) вибір стратегії їх фінансування;
- 4) визначення політики комплексного оперативного управління оборотними активами і короткостроковими зобов'язаннями;
- 5) пошук шляхів прискорення оборотності оборотних активів і підвищення рівня їх доходності.

Управління оборотними коштами пов'язано з виробничим і фінансовим циклами. Виробничий (операційний) цикл відображає проміжок часу, протягом якого оборотні кошти здійснюють повний оборот:

$$\mathbf{ОЦ} = \mathbf{ВП} + \mathbf{ПО}_{дз} , \quad (9.1)$$

де **ОЦ** – операційний цикл, дні;

ВП – тривалість виробничого процесу, дні;

ПО_{дз} – період оборотності дебіторської заборгованості, дні.

Фінансовий цикл (ФЦ) – це розрив між строком платежу за своїми зобов'язаннями перед постачальниками і одержання коштів від покупців (дебіторів). Іншими словами, він характеризує проміжок часу, протягом якого чистий оборотний капітал (власні оборотні кошти) здійснює повний оборот. У випадку, коли величина **ФЦ** від'ємна:

$$\mathbf{ФЦ} = \mathbf{ОЦ} - \mathbf{ПО}_{кз} , \quad (9.2)$$

де **ПО_{кз}** – період оборотності кредиторської заборгованості.

Як видно з формул (9.1, 9.2), зниження **ОЦ** і **ФЦ** – позитивна тенденція.

Здійснюючи поточну господарську діяльність, підприємство має закупувати сировину й матеріали, оплачувати транспортні й інші послуги, нести витрати по зберіганню матеріальних запасів, надавати відстрочки платежу покупцям. Тому постійно виникає потреба у ліквідних грошових коштах, тобто у **власних оборотних коштах**. Вони являють собою різницю між оборотними активами і короткостроковими пасивами, тобто це вільні оборотні кошти, що постійно перебувають в обороті корпорації. Власні оборотні кошти (**ВОК**) часто називають чистим оборотним капіталом (**ЧОК**) або фінансово-експлуатаційними потребами (**ФЕП**). Їх мінімальна величина

має становити не менше 10% загального обсягу оборотних активів. В іншому випадку корпорація може втратити платоспроможність.

Величину **ЧОК** визначають за бухгалтерським балансом двома способами – «верхнім» і «нижнім»:

$$\begin{array}{l} \text{ЧОК} \begin{array}{l} \diagup \\ \diagdown \end{array} \begin{array}{l} \text{ВК} + \text{ДЗ} - \text{НОА} \\ \text{ОА} - \text{КЗ} \end{array} \end{array} \quad (9.3)$$

де **ВК** – власний капітал;

ДЗ – довгострокові зобов'язання;

НОА – необоротні активи;

ОА – оборотні активи;

КЗ – короткострокові зобов'язання.

За від'ємного значення **ЧОК** потребу корпорації у ліквідних коштах покривають за рахунок кредиторської заборгованості або короткострокових банківських кредитів.

Далі визначимо поняття поточних фінансових потреб (**ПФП**):

$$\text{ПФП} = \text{ОА} - \text{ГК} - \text{КЗ}, \quad (9.4)$$

де **ГК** – грошові кошти;

КЗ – кредиторська заборгованість.

Іншими словами, **ПФП** – різниця між коштами, авансованими в оборотні активи (без грошових коштів) і сумою кредиторської заборгованості за товарними операціями і її загальною величиною. **ПФП** мають безпосередній вплив на фінансовий стан корпорації, оскільки характеризують його потребу у короткостроковому банківському кредиті.

ПФП прийнято визначати:

1) в абсолютному виразі (формула 9.4);

2) у процентах до обороту (обсягу продажу або виручки від реалізації продукції);

3) за часом відносно обороту (в днях або місяцях).

Відносну величину ПФП визначають за формулою:

$$\text{ПФП}_{\text{відн}} = \frac{\text{ПФП у грошовому виразі}}{\text{Середньоденний обсяг продажу}} \quad (9.5)$$

Приклад. ПФП = 0,72 млн. грн. Середньоденний обсяг продажу складає 2,4 млн. грн. Визначити ПФП у відносному виразі.

Розв'язання

$$\text{ПФП}_{\text{відн}} = \frac{0,72}{2,4 \times 100} = 30\%.$$

Якщо результат дорівнює 30%, то дефіцит оборотних коштів корпорації еквівалентний $\approx 1/3$ його річного обсягу продажу. Тому 110 днів ($365 \times 0,3$) у році вона працює тільки для того, щоб покрити свої поточні фінансові потреби.

На величину ПФП впливають такі фактори:

- 1) темпи інфляції;
- 2) тривалість операційного і збутового циклів;
- 3) темпи зростання обсягу виробництва й реалізації продукції;
- 4) сезонність виробництва й реалізації продукції;
- 5) стан ринкової кон'юнктури;
- 6) величина маржинального доходу.

ПФП покривають такими способами:

- комерційний кредит, який часто супроводжується рухом векселів;
- спонтанне фінансування (знижки з ціни товару, які постачальник надає покупцю при скороченні строку розрахунків);
- факторинг (інкасування – продаж своєї дебіторської заборгованості банкам або спеціалізованим факторським компаніям);
- короткостроковий банківський кредит;
- короткострокові позики, які надаються сторонніми юридичними особами.

9.2. Вибір політики комплексного оперативного управління оборотними активами і короткостроковими зобов'язаннями

Наявність у корпорації чистого оборотного капіталу визначає рівень ліквідності його балансу і ефективність викори-

стання оборотних активів.

Політика управління оборотними активами і короткостроковими зобов'язаннями полягає у:

- виборі оптимального рівня і раціональної структури оборотних активів з урахуванням специфіки діяльності кожного підприємства;

- визначенні величини й структури джерел фінансування оборотних активів. Розрізняють три типи політики комплексного оперативного управління оборотними активами: агресивну, консервативну й помірну.

Ознаками агресивної політики є:

1) підприємство не обмежує збільшення обсягу оборотних активів;

2) підприємство накопичує запаси сировини, матеріалів і готової продукції, збільшує дебіторську заборгованість і вільні залишки грошових коштів на рахунках у банках.

У результаті питома вага оборотних активів у загальному обсязі майна висока (більше 50%), а період їх оборотності довгий (більше 90 днів). Агресивна політика здатна знизити ризик технічної неплатоспроможності, але не може забезпечити високу рентабельність активів. Однак у разі настання несприятливих умов на товарному ринку підприємство може втратити фінансову стійкість і платоспроможність.

Характерними ознаками консервативної політики управління оборотними активами є те, що підприємство стримує зростання поточних активів і прагне їх мінімізувати. У результаті питома вага оборотних активів у загальному обсязі майна відносно невелика (менше 40%), а період їх оборотності невеликий. Подібну політику підприємство проводить за умов достатньо визначеної ситуації: або коли обсяг продажу, строки надходження грошових коштів і платежів за зобов'язаннями, необхідний обсяг запасів і строки їх постачання заздалегідь відомі, або за жорсткої економії всіх видів ресурсів. Консервативна політика управління оборотними активами забезпечує високу рентабельність активів, але містить у собі ризик високої технічної неплатоспроможності через непередбачені зміни кон'юнктури на товарному й фінансовому ринках.

Помірна політика управління оборотними активами займає проміжне становище. Для неї характерний середній рівень рентабельності і оборотності активів.

Кожному типу управління оборотними активами має від-

повідати певна політика їх фінансування, тобто управління короткостроковими зобов'язаннями. Ознакою агресивної політики управління короткостроковими пасивами є значна питома вага (більше 50%) короткострокових кредитів і позик у загальній сумі джерел коштів. За такої політики у підприємства може збільшитися ефект фінансового левериджу до 30%-50% рентабельності активів. Однак зростають і постійні витрати через процентні платежі за залученими коштами. У результаті зростає сила впливу виробничого важеля (маржинальний дохід: прибуток), що може свідчити про зростання підприємницького ризику, пов'язаного з даним підприємством.

Ознакою консервативної політики управління короткостроковими зобов'язаннями є відсутність або низька питома вага короткострокових кредитів і позик у валюті балансу. Необоротні і оборотні активи в даному випадку покривають лише власним капіталом і довгостроковими зобов'язаннями.

Ознакою помірної політики є нейтральна питома вага кредитів і позик у валюті балансу. Слід відзначити, що при консервативній політиці управління оборотними активами їй має відповідати помірний або консервативний тип політики управління короткостроковими зобов'язаннями, але не агресивний. Помірній політиці управління оборотними активами може відповідати будь-який тип управління короткостроковими зобов'язаннями. Нарешті, агресивній політиці управління оборотними активами може відповідати агресивний або помірний тип управління короткостроковими зобов'язаннями, але не консервативний.

Отже, вибір відповідних джерел фінансування оборотних активів у кінцевому підсумку визначає співвідношення параметрів ефективності використання оборотного капіталу і рівня ризику, що впливає на фінансову стійкість і платоспроможність підприємства.

9.3. Оцінка ефективності використання оборотних активів

Для підвищення ефективності виробничо-комерційної діяльності корпорацій і зміцнення її фінансового стану важливе значення мають питання раціонального використання оборотних активів.

Ефективність використання оборотних активів характе-

ризується системою економічних показників і, перш за все, їх оборотністю. Серед інших показників слід відзначити дохідність та ліквідність.

Оборотність оборотних активів характеризується рядом взаємозалежних показників:

- 1) кількістю оборотів за певний період – квартал, рік;
- 2) тривалістю одного обороту в днях;
- 3) сумою зайнятих на підприємстві оборотних коштів на одиницю продукції (коефіцієнтом завантаження).

Зазначені показники розраховують за формулами:

$$K_o = \frac{BP}{C_3}, \quad (9.6)$$

$$T_o = \frac{D}{K_o}, \quad (9.7)$$

$$K_3 = \frac{\overline{C_3}}{BP}, \quad (9.8)$$

де K_o – коефіцієнт оборотності оборотних засобів, число обертів за період;

BP – виручка (нетто) від продажу товарів (продукції, робіт, послуг);

C_3 – середній залишок оборотних активів за період;

T_o – тривалість одного обороту, днів;

D – кількість днів у періоді, що розраховується;

K_3 – коефіцієнт завантаження оборотних активів, грн.

Крім указаних параметрів, може застосовуватися коефіцієнт віддачі оборотних коштів ($K_{\text{від}}$), що розраховується за формулою:

$$K_{\text{від}} = \frac{BP}{\overline{C_3}}, \quad (9.9)$$

де BP – бухгалтерський прибуток;

$\overline{C_3}$ – середній залишок оборотних коштів за розрахунковий період.

Зміну оборотності встановлюють шляхом зіставлення звітних показників з базисними (плановими). У результаті порівняння показників виявляють прискорення або уповільнення оборотності оборотних коштів. При прискоренні оборотності оборотних коштів (позитивна тенденція) з обороту вивільняються матеріальні ресурси і джерела їх фінансування, при уповільненні – в оборот залучають додаткові кошти.

Суму коштів, додатково залучених в оборот (вивільнених з обороту) (ΔC_k), визначають за формулою:

$$\Delta C_k = (T_{д(зв)} - T_{д(баз)}) \times \overline{ВР}_\phi, \quad (9.10)$$

де \overline{C}_k - сума коштів, додатково залучених до обороту, якщо $C_3 < 0$, або сума вивільнених з обороту коштів, якщо $C_3 > 0$;

$T_{д(зв)}$ – тривалість одного обороту оборотних активів у звітному періоді, дні;

$T_{д(баз)}$ – тривалість одного обороту оборотних активів у базисному періоді, дні;

$\overline{ВР}_\phi$ – середньоденна фактична виручка (нетто) від реалізації продукції у звітному періоді.

Питання для самоконтролю

1. У чому полягає економічна природа інвестицій в оборотні активи?
2. Які відмінності характерні для оборотних активів?
3. Які елементи входять до концепції управління оборотними активами підприємства?
4. У якому порядку визначають виробничий і фінансовий цикли на підприємстві?
5. Які чинники визначають склад і структуру оборотних коштів?
6. Для чого потрібне управління готівкою на підприємстві?
7. У чому полягає самостійність підприємств при управлінні оборотними коштами?
8. Які завдання вирішуються при комплексному оперативному управлінні оборотними активами?
9. Що розуміють під поточними фінансовими потребами?
10. За допомогою яких параметрів вимірюють поточні фінансові потреби?
11. Які основні чинники впливають на величину поточних фінансових потреб?
12. Яким чином на величину поточних фінансових потреб впливає обсяг маржинального доходу?
13. У чому полягає сутність спонтанного фінансування?
14. Які існують способи покриття поточних фінансових потреб?
15. Який зміст агресивної моделі управління оборотними активами?
16. У чому полягає сутність консервативної моделі управління оборотними активами?

17. Які основні положення помірної моделі управління оборотними активами?

18. У чому полягає сутність вибору політики комплексного оперативного управління оборотними активами і поточними пасивами?

19. У чому полягають відмінності між агресивною і консервативною політикою оперативного управління оборотними активами?

20. За яких умов здійснюється абсолютне і відносне вивільнення оборотних коштів?

Навчальне завдання

1. За даними фінансової звітності умовного акціонерного товариства (дод. А, Б) проаналізувати ефективність управління його оборотним капіталом у звітному році.

Тести для самоконтролю знань

1. Концепція управління оборотними активами – це:

- а) забезпечення підприємства мінімальним обсягом грошових ресурсів для підтримки його постійної платоспроможності (ліквідності);
- б) безперервне забезпечення виробництва запасами;
- в) принципи використання оборотного капіталу підприємства.

2. Повний цикл обороту оборотних активів характеризує:

- а) час отримання коштів від дебіторів;
- б) час руху коштів підприємства;
- в) тривалість перебування коштів у незавершеному виробництві.

3. Виберіть правильне твердження:

- а) чим вищий показник наявності чистого оборотного капіталу, тим більший ступінь сталості фінансового стану підприємства;
- б) чим нижчий показник наявності чистого оборотного капіталу, тим більший ступінь сталості фінансового стану підприємства;
- в) фінансовий стан підприємства не залежить від наявності чистого оборотного капіталу.

4. Фінансовий цикл – це:

- а) проміжок часу, протягом якого здійснюється повний оборот оборотних коштів;
- б) розрив часу між строком платежу за своїми зобов'язаннями перед постачальником і отриманням грошей від покупців (дебіторів);
- в) проміжок часу між вкладанням коштів у цінні папери та отриманням відсотків за ними.

5. Поточні фінансові потреби – це:

- а) різниця між коштами, що авансовані в оборотні активи і сумою дебіторської заборгованості;
- б) потреби в оборотних активах на поточний місяць;
- в) різниця між коштами, що авансовані в оборотні активи, і сумою кредиторської заборгованості за товарними операціями.

6. Дебіторська заборгованість залежить від:

- а) обсягу виробництва і продажу;
- б) від обсягу кредиторської заборгованості;
- в) від валюти балансу.

7. Виберіть правильне твердження:

- а) чим менший обсяг маржинального доходу, тим більшою мірою кредит постачальників може компенсувати дебіторську заборгованість покупців;
- б) чим більший обсяг маржинального доходу, тим більшою мірою кредит постачальників може компенсувати дебіторську заборгованість покупців;
- в) ступінь компенсації дебіторської заборгованості покупців кредитом постачальників не залежить від обсягу маржинального доходу.

8. Наявність зайвих оборотних коштів:

- а) позитивно впливає на рівень їх дохідності;
- б) не впливає на рівень дохідності;
- в) негативно впливає на рівень дохідності.

9. Характерними ознаками консервативної політики управління оборотними активами є те, що підприємство:

- а) стримує зростання поточних активів і прагне їх мінімізувати;
- б) не обмежує зростання обсягу оборотних активів і накопичує запаси сировини, матеріалів і готової продукції;
- в) стимулює зростання поточних активів і прагне їх максимізувати.

10. Характерними ознаками агресивної політики управління оборотними активами є те, що підприємство:

- а) стримує зростання поточних активів і прагне їх мінімізувати;
- б) не обмежує зростання обсягу оборотних активів і накопичує запаси сировини, матеріалів і готової продукції;
- в) стимулює зростання поточних активів і прагне їх максимізувати.

11. Ознакою агресивної політики управління короткостроковими пасивами є:

- а) нейтральна питома вага кредитів і позик у валюті балансу;
- б) відсутність або низька питома вага короткострокових кредитів і позик у валюті балансу;
- в) значна питома вага короткострокових кредитів і позик у загальній сумі джерел фінансування.

12. Ознакою консервативної політики управління пасивами є :

- а) нейтральна питома вага кредитів і позик у валюті балансу;
- б) відсутність або низька питома вага короткострокових кредитів і позик у валюті балансу;
- в) значна питома вага короткострокових кредитів і позик у загальній сумі джерел фінансування.

ТЕМА 10. КОРПОРАТИВНЕ ФІНАНСОВЕ ПЛАНУВАННЯ

План

10.1. Стратегічні напрямки розвитку і об'єкти планування.

10.2. Практика фінансового планування в Україні та за кордоном.

10.3. Бюджетування підприємства.

Основні терміни і поняття

Фінансове планування; довгострокове (стратегічне) фінансове планування; короткострокове (поточне) фінансове планування; стратегія розвитку корпорації; принципи фінансового планування; бізнес-план; оперативні фінансові бюджети; етапи фінансового планування; види фінансових планів; графік беззбитковості; баланс доходів і витрат; інвестиційний план; кредитний план підприємства; бюджетування; основний (консолідований) бюджет; локальний бюджет; види оперативних бюджетів; бюджет структурних підрозділів; наскрізний бюджет; операційний бюджет; фінансовий бюджет; бюджет руху грошових коштів; бюджет за балансовим листом.

10.1. Стратегічні напрями розвитку і об'єкти планування

Фінансове планування полягає у прогнозуванні фінансових показників і складанні форм фінансових планів, що відбивають взаємозв'язок і певні пропорції між цими показниками.

Існує 12 головних напрямів, на яких базується формування стратегії економічного розвитку корпорації. Їх перелік, зміст, а також характеристика з погляду потреби у фінансуванні (обсяг капіталовкладень) та ступеня фінансового ризику наведено в таблиці 10.1.

Базові шляхи розвитку корпорацій

№ за/п	Базовий шлях розвитку корпорації	Характерні ознаки	Характеристика вартості та ризикованості	
			Обсяг капіталовкладень	Ступінь фінансового ризику
1	2	3	4	5
1	Концентрація зусиль на поточному бізнесі	Збільшення обсягів виробництва тієї самої продукції (виконання робіт, надання послуг) і закріплення за собою того самого ринку збуту. Забезпечує повільні темпи розвитку й підвищення рентабельності.	Мінімум додаткових фінансових ресурсів	Мінімальний
2	Розширення ринку	Розширення ринку збуту тієї ж продукції (виконання робіт, надання послуг або з невеликою модифікацією) за рахунок маркетингових заходів (збільшення каналів розподілу, зміна змісту реклами і засобів сприяння продажу). Забезпечує помірні темпи розвитку й підвищення рентабельності.	Помірні інвестиції	Помірний
3	Оновлення продукції	Суттєва модифікація продукції або створення нових моделей. Забезпечує помірні темпи розвитку й підвищення рентабельності.	Те саме	Те саме

Продовж. табл. 10.1

1	2	3	4	5
4	Інновація	Упровадження оригінальних, новітніх ідей, створення продукції з якісно новими характеристиками. Забезпечує значне підвищення рентабельності (можливість отримання надприбутку) у разі успіху або великі збитки (імовірність банкрутства) у випадку провалу.	Значні капіталовкладення, тривалий термін окупності	Високий
5	Горизонтальна інтеграція - стратегія поглинання конкурентів	Зростання фірми за рахунок об'єднання (або придбання) з підприємствами, що випускають таку ж (або подібну) продукцію. Забезпечує високі темпи розвитку, помірне або високе підвищення рентабельності.	Помірні інвестиції	Помірний
6	Вертикальна інтеграція	Встановлення контролю (або придбання) над посередниками: між фірмою та кінцевим споживачем - прогресивна інтеграція; над посередниками (або виробниками), що постачають сировину (матеріали) - регресивна інтеграція. Забезпечує помірні темпи розвитку й підвищення рентабельності.	Те саме	Те саме
7	Спільне підприємство	Об'єднання з іноземним капіталом. На основі спільного права власності не дає змоги залучити на вигідних умовах необхідні ресурси (трудові, матеріальні, фінансові). Забезпечує високі темпи розвитку і підвищення рентабельності.	Залежить від конкретного проекту	Залежить від конкретного проекту

(Продовж. табл. 10.1)

1	2	3	4	5
8	Концентрична диверсифікація	Розширення діяльності за рахунок придбання підприємств, що виробляють іншу продукцію, але з високою сумісністю з поточним бізнесом. Придбання підприємств, продукції, ринків збуту, технології яких подібні до власних, але не ідентичні їм	Великі інвестиції	Зменшення фінансового ризику
9	Конгломератна диверсифікація	Розширення діяльності за рахунок придбання високоприбуткових підприємств незалежно від виду їх діяльності. Синергійний ефект від злиття - суттєве підвищення рентабельності	Великі інвестиції	Суттєве зменшення фінансового ризику
10	Зменшення витрат	Якщо фірма переживає період зниження доходів, використовуються різноманітні заходи щодо зменшення витрат, щоб фірма змогла подолати негативні тенденції та вижити. Спостерігається зниження темпів розвитку та рентабельності	Скорочення (або заморожування) інвестицій	Зменшення ризику банкрутства
11	Частковий розпродаж	Якщо стратегія скорочення витрат не була ефективною, може бути прийняте рішення продати окремі компоненти справи, що мають високу ринкову вартість, і цим поліпшити фінансове становище фірми. Спостерігається зниження темпів розвитку і рентабельності	Часткове повернення попередніх капіталовкладень	Зменшення ризику фінансових втрат

Продовж. табл. 10.1

1	2	3	4	5
12	Ліквідація	Продаж компанії окремими частинами за планом з тим, щоб ліквідувати її з найменшими втратами для акціонерів. Здійснюється тоді, коли передбачається банкрутство компанії. Планова ліквідація може забезпечити вигідний продаж майна. Результат - згорання діяльності	Те саме	Зменшення ризику втрат для акціонерів

Отже, дев'ять із 12 можливих шляхів, наведених у таблиці 10.1, передбачають певні темпи розвитку компанії. Проте всі фірми намагаються розвиватися, і якщо, наприклад, підсумувати всі плани зростання обсягів реалізації компаній однієї галузі, то загальна сума суттєво перевищить реальні потреби ринку. А це означає, що не всі стратегічні плани можна виконати, і тому вибір шляхів розвитку є найвідповідальнішим для менеджерів компаній.

Компанії можуть реалізовувати стратегії розвитку трьома способами:

- використовуючи тільки внутрішні резерви в межах існуючої організаційної структури;
- вступаючи у стратегічні альянси з іншими фірмами;
- здійснюючи злиття і поглинання.

10.2. Практика фінансового планування в Україні та за кордоном

У сучасних умовах не можна просто порівнювати вітчизняний і зарубіжний досвід у розробці фінансових планів. Вітчизняний досвід перебуває на початковій стадії розвитку, тому відсутні статистичні ряди показників для проведення глибоких розробок у цій галузі фінансової науки.

Однак багато українських економістів все ж таки намагаються різними шляхами підійти до проблеми корпоративного фінансового планування. Тому розрив між вітчизняними й зарубіжними авторами буде поступово скорочуватися. Слід

також відзначити, що механічне впровадження зарубіжного досвіду на практику підприємств України неприйнятне.

Основна відмінність зарубіжного досвіду полягає у ширшій інтерпретації терміну «планування». Під ним розуміють напрямок діяльності корпорації, пов'язаний із прогнозуванням і бюджетуванням капіталу, доходів і витрат (складання бюджетів-кошторисів). Причому прогнозування здійснюється на більш тривалий, ніж у нашій країні період – 3-5 років.

Система фінансових планів (бюджетів) західних корпорацій включає:

- 1) прогноз балансу активів і пасивів;
- 2) прогноз звіту про прибутки і збитки;
- 3) прогноз звіту про рух грошових коштів;
- 4) прогноз ключових фінансових показників (обсягу продажу, витрат виробництва і обігу, прибутку, рентабельності активів і власного капіталу, курсу акцій тощо);
- 5) довгостроковий бюджет капітальних вкладень і оцінку інвестиційних проектів;
- 6) довгострокову стратегію фінансування корпорації.

Процес фінансового планування включає ряд етапів, а саме:

- 1) аналіз фінансових показників за попередній період на базі бухгалтерського балансу, звіту про фінансові результати, звіту про рух грошових коштів та ін.;
- 2) довгострокове фінансове планування (на період більше 1 року);
- 3) короткострокове фінансове планування (на період менше 1 року);
- 4) практичне впровадження планів і контроль за їх виконанням.

Найважливішим елементом забезпечення виробничої стійкості корпорації є система фінансового планування, яка складається з:

- 1) системи бюджетного планування структурних підрозділів;
- 2) системи наскрізного (комплексного) бюджетного планування діяльності корпорації в цілому.

Основними перевагами бюджетного планування є те, що:

- 1) щомісячне планування бюджетів структурних підрозділів дає більш реальні показники обсягу й структури доходів та витрат, ніж у нині чинній звітності;
- 2) у рамках затверджених бюджетів структурним підрозділам надається більша самостійність у витрачанні коштів на оплату праці;
- 3) мінімізація числа показників бюджетів дозволяє знизити витрати робочого часу персоналу економічних служб підп-

риємства;

4) бюджетне планування дозволяє зекономити грошові кошти, що є особливо важливим при виході підприємства з боргової кризи.

Для визначення фінансового потенціалу на поточний і довгостроковий періоди корпорації можуть розробляти декілька видів фінансових планів (бюджетів).

Першим етапом розробки фінансового плану (оперативного чи річного) є проведення аналізу фінансових показників, узятих з фінансових звітів корпорації за період, що передує плановому (квартал, півріччя, рік).

Другий етап – складання спеціальних розрахунків і таблиць до фінансового плану (розрахунки бухгалтерського і чистого прибутку та його розподіл за напрямками, джерел фінансування капітальних вкладень, потреби в оборотних коштах тощо). Рекомендують складати кілька варіантів фінансових звітів для вибору оптимального вирішення.

Третій етап: розробка звітів про виконання фінансових планів (бюджетів). Вони використовуються для фінансового аналізу і розробки планів за попередній період.

Розглянемо зміст та призначення окремих фінансових планів.

Складовою частиною бізнес-плану на діючому підприємстві є **графік беззбитковості**. Він необхідний також при створенні нової компанії, розробці інвестиційного проекту та ін. Графік показує вплив на прибуток обсягу виробництва і собівартості продукції (при розподілі на умовно змінні і умовно постійні витрати). За допомогою даного графіка можна визначити точку беззбитковості – такий обсяг виробництва, за якого підприємство може покрити свої постійні витрати, а перевищивши його, почати отримувати прибуток.

Наступним необхідним документом є **баланс доходів і витрат або план притоку й відтоку фінансових ресурсів**. Склад показників балансу визначається джерелами надходження коштів і запланованими витратами на здійснення господарської діяльності. До балансу додають розрахунки кінцевих фінансових показників: прибутку, амортизаційних відрахувань, засобів на споживання і накопичення. Перелік показників балансу дозволяє визначити склад видатків та джерел їх покриття в рамках планового кварталу (року). Так, чистий прибуток, що залишається в розпорядженні підприємства, спрямовується на виплату дивідендів власникам цінних паперів, фінансування капітальних вкладень, поповнення резервного капіталу тощо.

В інвестиційному плані (бюджеті) відображається загальний обсяг реальних інвестицій (капіталовкладень), напрямки

їх витрачання та джерела фінансування.

Кредитний план – це план одержання і погашення позик банків (включаючи сплату відсотків за кредит). До кредитного плану включають такі види позик:

- 1) на виробничі цілі (на формування основних і оборотних засобів);
- 2) інвестиційні кредити (на фінансування нового будівництва або придбання нерухомості);
- 3) кредити на сезонні витрати виробництва;
- 4) сільськогосподарський кредит.

10.3. Бюджетування підприємства

Бюджетування – це процес розробки і формування планових бюджетів, які об'єднують плани керівництва підприємства і в першу чергу виробничий і маркетинговий плани.

Мета бюджетування – забезпечення комерційно-виробничого процесу необхідними, як за обсягами, так і за структурою грошовими ресурсами. Для досягнення головної мети мають бути вирішені такі завдання бюджетування:

- встановлення об'єктів бюджетування;
- розробка системи бюджетів з виділенням операційних і фінансових бюджетів;
- розрахунок відповідних показників бюджетів;
- розрахунок необхідного обсягу грошових ресурсів, що забезпечують фінансову стійкість, платоспроможність і ліквідність балансу підприємства;
- розрахунок величини внутрішнього і зовнішнього фінансування, виявлення резервів їх додаткового залучення;
- прогноз доходів, витрат і капіталу корпорації.

У загальній системі бюджетів виділяють основний (консолідований) і локальні бюджети.

Основний бюджет – це фінансовий, кількісно визначений вираз маркетингових і виробничих планів, необхідних для досягнення поставлених цілей.

Локальні бюджети слугують похідною інформаційною базою для складання основного бюджету.

Головна ідея системи бюджетування полягає в тому, що ключові параметри економічної діяльності підприємства уточнюються на рівні його окремих структурних підрозділів у розрізі видів доходів і витрат. Для цього створюють відповідні центри відповідальності: доходів, витрат, прибутку й інвестицій.

Центр відповідальності – це набір статей бюджету підприємства (об'єднаних за спільною ознакою), за планування і виконання яких несе відповідальність один із менеджерів підприємства або керівник структурного підрозділу.

Система бюджетування на будь-якому підприємстві скла-

дається з двох ключових підсистем:

- бюджетів структурних підрозділів, які складаються за центрами відповідальності (центрами фінансового обліку);
- наскрізного бюджету, який характеризує діяльність підприємства в цілому.

Система бюджетів поділяється також на операційний і фінансовий бюджети.

Операційний бюджет включає складання бюджету доходів і витрат, базою для розробки якого є більш детальні бюджети: продажу продукції, інших витрат; виробництва; витрат на матеріали й енергію; оплати праці; загальновиробничих і загальногосподарських витрат; амортизаційних відрахувань, податковий та ін.

Фінансовий бюджет складається з бюджету руху грошових коштів і прогнозованого балансу активів і пасивів (бюджету за балансовим листом). Складання бюджету доходів і витрат є відправною точкою процесу наскрізного бюджетування на будь-якому підприємстві. Даний бюджет являє собою розрахункову оцінку доходів і витрат, а також їхню структуру на майбутній період.

Питання для самоконтролю

1. Що являє собою фінансове планування?
2. Які є функції стратегічного планування?
3. Що означає термін «довго строковість»?
4. На яких основних напрямках базується формування стратегії економічного розвитку корпорації?
5. Які стратегії розвитку нині домінують у провідних зарубіжних компаніях?
6. Чому обсяг капіталовкладень є ключовим показником довгострокового планування?
7. Для чого менеджери компанії розробляють прогнозовані фінансові звіти?
8. У чому полягає сутність методу фінансового планування?
9. Які зміни сталися за останні роки в галузі фінансового планування в Україні?
10. У чому полягають основні відмінності вітчизняного досвіду фінансового планування від зарубіжного?
11. Який зміст бізнес-плану функціонуючого підприємства?
12. Що собою являють оперативні фінансові бюджети?
13. Які є основні етапи фінансового планування?
14. Які переваги має бюджетне планування?
15. Які основні види фінансових планів?
16. З якою метою будують графік беззбитковості?
17. Який зміст і призначення бюджету доходів і витрат?
18. У чому полягає мета розробки і зміст інвестиційного плану (бюджету)?

19. Яка мета розробки і зміст кредитного плану підприємства?
20. У чому полягає сутність бюджетування?
21. У чому полягає мета і завдання бюджетування?
22. Які підсистеми входять до процесу бюджетування?
23. Яке призначення і зміст бюджету доходів і витрат?
24. Яка послідовність складання бюджету руху грошових коштів?
25. З якою метою розробляється бюджет за балансовим листом?
26. Які інформаційні джерела використовують для складання бюджету за балансовим листом?

Тести для самоконтролю знань

1. Механізм бюджетного планування доходів і витрат упроваджується з метою:

- а) забезпечення економії грошових ресурсів;
- б) збільшення обсягів виробництва;
- в) підвищення стійкості фінансового стану підприємства.

2. Оптимальним вважається такий бюджет, в якому:

- а) розділ доходів перевищує частину витрат;
- б) розділ доходів дорівнює частині витрат;
- в) нестачу коштів покривають за рахунок банківських кредитів.

3. Принцип декомпенсації бюджету полягає в тому, що:

- а) кожен бюджет нижчого рівня є деталізацією бюджету вищого рівня;
- б) кожен бюджет нижчого рівня компенсується з бюджету більш високого рівня;
- в) кожен бюджет вищого рівня декомпенсується за рахунок бюджетів нижчого рівня.

4. Відповідно до методу самофінансування питома вага власних коштів у загальному обсязі капіталовкладень повинна перевищувати:

- а) 40%;
- б) 80%;
- в) 50%.

5. Основна ідея системи бюджетування полягає в тому, що:

- а) ключові параметри економічної діяльності підприємства уточнюються на рівні його окремих структурних підрозділів;
- б) складається баланс доходів і витрат підприємства в цілому;
- в) підприємство одержує кошти з державного бюджету.

6. Фінансовий бюджет складається з бюджету:

- а) продажу продукції і витрат на оплату праці;
- б) руху грошових коштів і прогнозованого балансу активів і пасивів;
- в) загальновиробничих і загальногосподарських витрат.

7. Оптимальне співвідношення грошових потоків досягається у випадку, коли основним джерелом надходжень є:

- а) поточна діяльність підприємства;
- б) кредити банку;
- в) залучені кошти.

8. До системи фінансового планування не включається:

- а) система бюджетного планування структурних підрозділів;
- б) система наскрізного бюджетного планування;
- в) система фінансів корпорації.

9. Процес фінансового планування не передбачає:

- а) аналіз фінансових показників за попередній період;
- б) практичне впровадження планів і контроль за їх виконанням;
- в) звітування з виконання фінансового плану перед органами податкової адміністрації.

10. Точка безбитковості – це:

- а) обсяг виробництва, при якому покриваються адміністративні витрати;
- б) обсяг виробництва, при якому покриваються всі виробничі витрати;
- в) обсяг прибутку, який покриває витрати на заробітну плату.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ТА РЕКОМЕНДОВАНИХ ДЖЕРЕЛ

Основна література

1. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. – Т. 1, 2. – К.: Ника-Центр, 1999. – (Серия «Библиотека финансового менеджера», Вып. 3).
2. Бочаров В.В. Корпоративные финансы. – СПб: Питер, 2001. – 256 с.
3. Бочаров В.В., Леонтьев В.Е. Корпоративные финансы. – СПб.: Питер, 2002.– 544 с.
4. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. - М.: Олимп-бизнес, 1997.
5. Брігхем Є.Ф. Основи фінансового менеджменту: Підручник (Переклад з англійської). – К.: КП «ВАЗАКО». Видавництво «МОЛОДЬ», 1997. – 1000 с.
6. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. – М.: Финансы и статистика, 1997. - 799 с.
7. Господарський кодекс України.
8. Грідчина М.В. Корпоративні фінанси (Зарубіжний досвід і вітчизняна практика): Навчальний посібник. – К.: МАУП, 2002. – 232 с.
9. Грідчина М.В. Финансовый менеджмент: курс лекций. – 2-е изд., перераб. и доп. – К.: МАУП, 2002. – 160 с.
10. Крайник О.П., Клепикова З.З. Фінансовий менеджмент: Навчальний посібник. – Львів: Держуніверситет, Львівська політехніка. – К.: “Дакор”, 2000. – 260 с.
11. Положення (стандарти) бухгалтерського обліку // Все про бух. облік. –2000. – №11. – С. 65-101.
12. Положення про надання регулярної інформації відкритими акціонерними товариствами та підприємствами – емітентами облігацій: Затвердження рішенням Держ. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17.01.2000 № 3 (зі змінами та доповненнями).
13. Положення про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх емісію: Затвердження рішенням Держ. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 09.02.01 № 18 (зі змінами та доповненнями).
14. Порядок продажу пакетів акцій ВАТ, створених у процесі приватизації, що належать державі, у вигляді депозитарних

розписок на міжнародних фондових ринках: Затвердження Постановою Кабінету Міністрів України від 21.07.99 № 1201/167 (зі змінами та доповненнями).

15. Правила здійснення торговцями цінними паперами комерційної та комісійної діяльності по цінних паперах. Затверджено наказом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23 грудня 1996 р. – № 331 (зі змінами та доповненнями).

16. Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом: Закон України від 30.06.1999 N 2343-XII (зі змінами та доповненнями).

17. Про господарські товариства: Закон України від 19.09.1991 № 1576-XII (зі змінами та доповненнями).

18. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18.09.1991 року N 1560-XII (зі змінами та доповненнями).

19. Про обіг векселів в Україні: Закон України від 05.04.2001 № 2374-III (зі змінами та доповненнями).

20. Про оподаткування прибутку підприємств: Закон України від 28.12.1994 № 334/94-ВР (зі змінами та доповненнями).

21. Про управління державними корпоративними правами: Постанова Кабінету Міністрів України від 04.11.98 №1741 (зі змінами та доповненнями).

22. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12.07.2001 № 2664-III (зі змінами та доповненнями).

23. Про цінні папери і фондову біржу: Закон України від 18.06.1991 № 1201-XII (зі змінами та доповненнями).

24. Росс С., Вестерфилд Р., Джордано Б. Основы корпоративных финансов. – М.: “Лаборатория Базовых Знаний, 2000. – 720 с.

25. Савчук В.П. Финансовый менеджмент предприятий: прикладные вопросы с анализом деловых ситуаций. – К.: Издательский дом «Максимум», 2001. – 600 с.

26. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник / Под ред. Е.С. Стояновой. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Изд-во «Перспектива», 2004. – 656 с.

27. Фінанси зарубіжних корпорацій: Навч. посібник / Суторміна В.М. та інш. – За ред. В.М. Федосова. – К.: Либідь, 1993. – 47 с.

28. Фінансовий менеджмент: Навч.-метод. посіб. // А.М. Поддєрьогін та ін. – К.: КНЕУ, 2001. – 294 с.
29. Фінансовий менеджмент: Навчальний посібник /За ред. Г.Г. Кірейцева. – К.: ЦУЛ, 2002. – 496 с.
30. Цивільний кодекс України.
31. Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – XVIII. – 686 с.

Додаткова література

32. Анохин С. Особенности управления корпоративными финансами // Финансы. Бизнес. – 2000. – № 6. – С. 23-28.
33. Анохин С. Управление финансовыми активами // Финансы. Бизнес. – 2000. – №7. – С. 21-28.
34. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация: Пер. с англ. /Научн. ред. перевода чл.-корр. РАН И.И. Елисеева. Гл. редактор серии проф. Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 624 с. (Серия по бухгалтерскому учету и аудиту).
35. Вітлінський В.В., Пернавіський О.В., Баранова А.В. Оцінка кредитоспроможності позичальника та ризику банку // Фінанси України. – 1999. – №12. – с. 91-103.
36. Карбовник О.І. Шляхи фінансування акціонерних підприємств в Україні // Фінанси України. – 1998. – № 5. – С. 82-85.
37. Короленко М. В. Дивідендна політика акціонерного товариства // Фінанси України. – 2000. – № 2. – С. 58-63.
38. Крамаренко Г.О. Фінансовий аналіз і планування. – К.: Центр навчальної літератури, 2003. – 224 с.
39. Кривоносова О. Діяльність АТ: нововведення Цивільного та Господарського кодексів України // Цінні папери. – 2004. – №12 (300).
40. Левченко З. Створення акціонерних товариств (сторінки історії) // Цінні папери. – 2005. – №21 (361).
41. Мозговий О. Фондовий ринок нарощує м'язи // Урядовий кур'єр. – 2000. – № 9. – С. 4.
42. Охріменко О. Сучасна структура ринку корпоративних облігацій // Цінні папери. – 2005. – №21 (361).
43. Ревуцька Н. Механізм злиття та поглинання як спосіб розвитку корпорацій // Цінні папери. – 2004. – №6 (294).

44. Савчук В. П., Скрипник Р. А. Порівняльний аналіз підходів до оцінки вартості акціонерного капіталу та можливості їх застосування // Про приватизацію: Держ. інформ. бюл. – 2000. – № 2. – С. 54-57.

45. Сірош М. В. Перспективи підвищення ефективності корпоративного сектора економіки та корпоративного управління // Про приватизацію: Держ. інформ. бюл. – 2000. – № 2. – С. 73-75.

46. Стеценко Б. Дивідендна політика: випадковості та закономірності // Цінні папери. – 2004. - №26 (314).

47. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. Посібник. – К.: КНЕУ, 2003. – 554 с.

48. Фінансова діяльність підприємства: Підручник /Бандурка О.М., Коробов М.Я., Орлов П.І., Петрова К.Я. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К.: Либідь, 2002. – 384 с.

49. Цал-Цалко Ю.С. Фінансова звітність підприємства та її аналіз: Навч. посібник. – 2-ге вид., перероб. та доп. – Житомир: ЖІТІ, 2001. – 432 с.

50. Черпак А. Особливості нормативно-правового регулювання діяльності акціонерних товариств в Україні // Цінні папери. – 2005. - № 21 (361).

51. Шиян Д.В., Строченко Н.І. Фінансовий аналіз: Навч. посібн. – К.: Видавництво А.С.К., 2003. – 240 с. (Університетська бібліотека)

Додаток А

Річний баланс умовного акціонерного товариства

Актив	Код рядка	Сума, тис. грн.	
		На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду
1	2	3	4
I. Необоротні активи			
Нематеріальні активи			
залишкова вартість	010		5
первісна вартість	011		5
знос	012		
Незавершене будівництво	020	1973	1108
Основні засоби			
залишкова вартість	030	15281	23133
первісна вартість	031	19677	29374
знос	032	4396	6241
Довгострокові фінансові інвестиції:			
які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	040		
інші фінансові інвестиції	045		
Довгострокова дебіторська заборгованість	050	51	41
Відстрочені податкові активи	060		
Інші необоротні активи	070		
Усього за розділом I	080	17305	24287
II. Оборотні активи			
Запаси:			
виробничі запаси	100	5220	7437
тварини на вирощуванні та відгодівлі	110		
незавершене виробництво	120	6	
готова продукція	130	750	980
Товари	140	175	213
Векселі одержані	150	48	
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги:			
чиста реалізаційна вартість	160	2651	2857
первісна вартість	161	2651	3516
резерв сумнівних боргів	162		660
Дебіторська заборгованість за розрахунками:			
з бюджетом	170		
за виданими авансами	180	562	1798
із нарахованих доходів	190	1495	1163
із внутрішніх розрахунків	200		
Інша поточна дебіторська заборгованість	210	277	185
Поточні фінансові інвестиції	220	8	102
Грошові кошти та їх еквіваленти			
в національній валюті	230	117	272
в іноземній валюті	240	241	370
Інші оборотні активи	250	368	316
Усього за розділом II	260	11918	15693
III. Витрати майбутніх періодів	270	2	15
Баланс	280	29225	39995

Продовження додатку А

Пасив	Код рядка	Сума, тис. грн.	
		На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду
1	2	3	4
I. Власний капітал			
Статутний капітал	300	1393	1393
Пайовий капітал	310		
Додатковий вкладений капітал	320		
Інший додатковий капітал	330	16044	16555
Резервний капітал	340	421	1247
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	350	5745	12483
Неоплачений капітал	360		
Вилучений капітал	370		
Усього за розділом I	380	23603	31678
II. Забезпечення наступних витрат і платежів			
Забезпечення витрат персоналу	400		
Інші забезпечення	410		
Цільове фінансування	420		
Усього за розділом II	430		
III. Довгострокові зобов'язання			
Довгострокові кредити банків	440		
Інші довгострокові фінансові зобов'язання	450		
Відстрочені податкові зобов'язання	460		
Інші довгострокові зобов'язання	470		
Усього за розділом III	480		
IV. Поточні зобов'язання			
Короткострокові кредити банків	500	1172	1776
Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями	510		
Векселі видані	520		
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	530	3056	3257
Поточні зобов'язання за розрахунками: - з одержаних авансів;	540	819	1551
- з бюджетом;	550	26	381
- з позабюджетних платежів;	560	25	31
- зі страхування;	570	27	83
- з оплати праці;	580	130	289
- з учасниками;	590	4	4
- із внутрішніх розрахунків	600		
Інші поточні зобов'язання	610	363	945
Усього за розділом IV	620	5622	8317
V. Доходи майбутніх періодів	630		
Баланс	640	29225	39995

Додаток Б

**Річний звіт про фінансові результати умовного
акціонерного товариства
I. Фінансові результати**

Стаття	Код рядка	За звітний період	За поперед- ній період
1	2	3	4
Дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	010	102009	82863
Податок на додану вартість	015	11745	9783
Акцизний збір	020		
	025		
Інші вирахування з доходу	030		
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	035	90264	73080
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	040	70810	54970
Валовий:			
прибуток	050	19454	18110
збиток	055		
Інші операційні доходи	060	21524	9978
Адміністративні витрати	070	2000	1524
Витрати на збут	080	2662	1908
Інші операційні витрати	090	22903	10521
Фінансові результати від операційної діяльності:			
прибуток	100	13413	14135
збиток	105		
Дохід від участі в капіталі	110		
Інші фінансові доходи	120		
Інші доходи	130	25	6
Фінансові витрати	140	286	238
Втрати від участі в капіталі	150		
Інші витрати	160	1	1
Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування:			
прибуток	170	13151	13902
збиток	175		
Податок на прибуток від звичайної діяльності	180	4964	4325
Фінансові результати від звичайної діяльності:			
прибуток	190	8187	9577
збиток	195		
Надзвичайні:			
доходи	200		
витрати	205		
Податки з надзвичайного прибутку	210		
Чистий:			
прибуток	220	8187	9577
збиток	225		

II. Елементи операційних витрат

Стаття	Код рядка	За звітний період	За попередній період
1	2	3	4
Матеріальні затрати	230	54810	44982
Витрати на оплату праці	240	4805	3707
Відрахування на соціальні заходи	250	1579	1212
Амортизація	260	2248	1143
Інші операційні витрати	270	4076	3645
Разом	280	67518	54689

III. Розрахунок показників прибутковості акцій

Стаття	Код рядка	За звітний період	За попередній період
1	2	3	4
Середньорічна кількість простих акцій	300	26357314	27361574
Скоригована середньорічна кількість простих акцій	310	26357314	27361574
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію, грн.	320	0,31	0,31
Скоригований чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію, коп.	330	31	36
Дивіденди на одну просту акцію, коп.	340	-	-

ГЛОСАРІЙ

- Акція** - безстроковий документ, що підтверджує право власника на частину спільного капіталу АТ.
- Акція без-документарна** - це здійснений зберігачем обліковий запис, який є підтвердженням права власності на акцію.
- Акція паперова (документарна)** - паперовий бланк з визначеними реквізитами.
- Варант** - різновид опціону на купівлю, який випускається разом з власними привілейованими акціями чи облігаціями і дає його власникові право на придбання простих акцій цього емітента протягом певного періоду за певною ціною.
- Вартість активів** - розмір прибутку, на який розраховують інвестори.
- Вартість капіталу** - ціна, яку корпорація має сплатити за залучення коштів інвесторів і кредиторів як джерел фінансування.
- Виокремлення** - створення одного або кількох товариств з переданням їм частини прав і обов'язків АТ, що реорганізується, без припинення діяльності останнього. При цьому складається баланс розподілу, визначаються порядок і умови виокремлення.
- Відкличні облігації** - облігації, за якими в емітента залишається право повернути борг раніше дати платежу. Іншими словами, емітент може достроково викупити облігації з виплатою премії - деякої суми понад платіж, який належить виплатити у встановлений термін погашення. Умови відклику визначаються і оголошуються емітентом до початку продажу облігацій.

- Відкрите акціонерне товариство** - товариство, акції якого можуть розповсюджуватися шляхом відкритої підписки та купівлі-продажу на біржі.
- Відновлена вартість** - вартість відтворення об'єкта в ринкових умовах на дату оцінки, який за ознаками може бути адекватною функціональною заміною об'єкта оцінки (без урахування зносу). Визначається для майнових активів, що належать до основних засобів.
- Внутрішні грошові фонди** - фонди, які створюються за рахунок грошових потоків від операційної діяльності, а також продажу частини активів.
- Внутрішня (теоретична або розрахункова) вартість** - це теперішня вартість майбутніх грошових потоків. Визначається методом капіталізації очікуваних доходів від цінних паперів, інших активів, фірми загалом.
- Гранична вартість капіталу** - середньозважена вартість кожної грошової одиниці додаткового нового капіталу, який отримує фірма.
- Гудвіл** - нематеріальний актив, який дорівнює сумі перевищення вартості купівлі над вартістю придбаних активів
- Депозитарна розписка** - це цінний папір, що обертається на ринку і підтверджує право власника на певну кількість цінних паперів, депонованих у депозитарії.
- Дійсна вартість** - це відновлена вартість за вирахуванням зносу.
- Емісійна вартість** - вартість, за якою здійснюється первинне розміщення цінних паперів (якщо вони розміщуються за ціною вище номінальної вартості або якщо акції не мають номінальної вартості).

- Емісія спеціальних облігацій** - форма об'єднання капіталів, за якої акції компанії, що приєднується, обмінюються на спеціальні облігації.
- Ефект синергізму** - результативність злиття і приєднання, яка полягає в тому, що вартість нової компанії стає вищою від вартості окремих компаній, що злилися.
- Єврооблігації** - це облігації іноземних емітентів, номіновані у валюті країни розміщення і призначені для розповсюдження серед міжнародних інвесторів. Їх можуть купувати інвестори практично кожної країни і передбачати різні умови для задоволення своїх потреб.
- Закрите акціонерне товариство** - товариство, акції якого розподіляються між засновниками і не можуть розповсюджуватися шляхом підписки, а також купуватися і продаватися на біржі.
- Зниження цін розміщення продажу акцій** - у разі первинного публічного розміщення цінні папери компанії продаються за заниженою порівняно з реальною вартістю ціною.
- Злиття** - утворення нового АТ шляхом передання йому всіх прав і обов'язків двох або кількох АТ з припиненням діяльності останніх. Акціонерні товариства, що беруть участь у злитті, укладають відповідну угоду, де визначаються порядок і умови злиття, а також порядок конвертації акцій кожного товариства в акції нового АТ.
- Злиття вороже (поглинання)** - злиття, на яке не погоджується керівництво компанії, яку мають поглинути.
- Злиття дружнє** - злиття, при якому керівництво обох компаній схвалює його і рекомендує погодитись із злиттям.

Зовнішні грошові фонди

- фонди, які залучаються шляхом емісії нових акцій (збільшення нового капіталу), а також у вигляді нових форм позик (емісія облігацій, кредити банків).

Інші прямі витрати емітента (не пов'язані з компенсацією за послуги андеррайтерів)

- витрати на реєстрацію, оплату праці юристів, аудиторів; податкові платежі; публікацію інформації про емісію.

Книжкова (балансова) вартість

- це вартість активів корпорації, відображена в її бухгалтерському балансі.

Книжкова балансова вартість акції

- результат від ділення книжкової вартості власного капіталу на кількість акцій корпорації, що перебувають в обігу.

Книжкова балансова вартість власного капіталу

- сума першого розділу пасиву балансу (або сума чистих активів компанії).

Конвертована облігація

- облігація, яка поряд із звичайним правом на грошову вимогу має також право обміну на акції АТ, яке емітувало ці облігації. Після обміну на акції право на повернення основного капіталу за облігаціями та на отримання доходу у вигляді відсотків анулюється. В інформації про емісію обов'язково необхідно обумовити такі положення: пропозиції обміну (коефіцієнт конвертації); термін конвертації; необхідність, порядок і розмір доплат.

Консолідація (зворотний спліт)

- зменшення кількості акцій в обігу шляхом заміни певної кількості акцій на одну з відповідним підвищенням номінальної вартості акції.

- Корпоративне управління у вузькому розумінні** - спрямування управлінської діяльності менеджерів на забезпечення інтересів власників – акціонерів.
- Корпоративне управління у широкому розумінні** - це система обраних і призначених органів, що управляють діяльністю ВАТ, захищають інтереси власників і спрямовані на забезпечення максимально можливого прибутку від усіх видів діяльності ВАТ у межах чинного законодавства.
- Корпоративні цінні папери** - акції, що емітуються АТ, за якими емітент не несе зобов'язання повернути кошти, внесені в його статутний фонд, але які засвідчують участь у ньому, дають їх власникам право брати участь в управлінні справами АТ й одержувати частину прибутку у вигляді дивідендів та частину майна при ліквідації товариства.
- Ліквідаційна вартість** - вартість, за якою об'єкт оцінки може бути реалізований на відкритому ринку в обумовлений термін. Визначається для активів, утримання яких призводить до заповідання АТ збитків, або для активів, які потрібно реалізувати для виплати боргів кредиторам.
- Ліквідаційна вартість акції** - сума активів, що залишилася для розподілу між акціонерами після розрахунків з кредиторами, поділена на кількість акцій, що перебувають в обігу.
- Ліквідація** - добровільна ліквідація АТ за рішенням загальних зборів акціонерів, а також на підставі рішення суду або господарського суду за поданням органів, що контролюють діяльність АТ, у разі систематичного або грубого порушення ним законодавства і на підставі рішення господарського суду про визнання товариства банкрутом.

Непрямі витрати емітента, пов'язані з продажем акцій

- витрати керівництва компанії на організацію нової емісії.

Номінальна вартість

- встановлена вартість, зазначена на цінному папері або сертифікаті цінних паперів.

Облігації без забезпечення (незабезпечені облігації)

- цінні папери, що засвідчують лише загальне зобов'язання платежу. У разі його невиконання емітентом власник незабезпеченої облігації може поряд з іншими кредиторами в порядку черговості, передбаченому законодавством, звернути стягнення на майно емітента.

Облігації з можливістю дострокового погашення

- облігації, які погашаються достроково за бажанням їх власників. Така можливість обумовлюється при випуску облігацій. При цьому встановлюються вартість погашення й термін, не раніше якого облігації можуть бути пред'явлені для дострокового погашення.

Облігації, забезпечені заставою певного майна А Т

- це забезпечені облігації, що крім зобов'язання платежу, містять додаткову гарантію у вигляді застави майна емітента або третіх осіб. Як правило, це нерухомість, цінні папери, запаси продукції та інше майно.

Облігація

- цінний папір, що засвідчує право її покупця на отримання від особи, яка випустила облігацію, її номінальної вартості і відсотків від неї у визначений термін.

Облігація корпоративна

- це зобов'язання АТ перед власниками облігацій щодо виплати певного доходу і погашення їх номінальної вартості через певний період.

- Опціон** - стандартизований контракт, який дає право його власникові на придбання (опціон на купівлю - call) чи на продаж (опціон на продаж - put) у визначений термін зазначену в опціоні кількість базового активу за зафіксованою при укладенні договору ціною (ціна виконання).
- Основні цінні папери (акції і облигації, що емітовані корпорацією)** - базові активи, на які можуть бути випущені похідні (вторинні) цінні папери, або деривативи.
- Перетворення** - перетворення АТ на ТОВ або юридичну особу іншої організаційно-правової форми. До нової юридичної особи переходять права й обов'язки АТ, що перетворюється; вирішуються питання про порядок і умови перетворення, порядок обміну акцій на вклади або паї.
- Поділ** - припинення діяльності АТ з переданням усіх його прав та обов'язків новоствореним товариствам відповідно до розподільного балансу і з визначенням порядку конвертації акцій АТ, що реорганізується, в акції товариства, що утворюється.
- Подрібнення акцій** - збільшення кількості акцій в обігу шляхом заміни однієї акції на кілька.
- Потенційні прості акції** - цінні папери або контракти, які надають їх власникові право на прості акції в майбутньому.
- Приєднання** - припинення діяльності одного або кількох АТ з переданням прав та обов'язків іншому товариству. Акціонерне товариство, що приєднується, і товариство, до якого це АТ приєднується, укладають відповідну угоду, де визначаються порядок і умови приєднання, а також порядок конвертації акцій товариства, що приєднується, в акції АТ, до якого воно приєднується.

- Рефінансування облігацій** - достроковий викуп випущених облігацій із заміною їх на облігації нового випуску з нижчою процентною ставкою.
- Ринкова вартість** - найвірогідніша ціна, за яку об'єкт може бути проданий на відкритому конкурентному ринку; курс цінних паперів.
- Розрахункова вартість з урахуванням ризику** - це теперішня вартість майбутніх грошових потоків від цінних паперів, що розрахована із застосуванням ставки капіталізації у вигляді необхідної ставки доходу, визначеної за моделями CAPM або APT.
- Середньозважена вартість капіталу** - вартість капіталу фірми загалом, що визначає загальну необхідну норму прибутку фірми.
- Складське свідоцтво (СС)** - товаронаповнений цінний папір, що видається зберігачем (товарним складом) на підтвердження прийняття товарів на зберігання. Складське свідоцтво є неемісійним цінним папером, для випуску якого не потрібні державна реєстрація і реєстрація проспектів емісії.
- Спред** - прямі витрати емітента, тобто різниця між ціною, яку отримує за акції емітент, і ціною, за якою андеррайтери продають акції.
- Утилізаційна вартість** - вартість матеріальних активів, які підлягають утилізації, досягли граничного стану внаслідок повного зносу або надзвичайної події і втратили свою первісну корисність або не мають ринку збуту.
- Холдинг змішаний** - холдинг, який виконує ще й підприємницьку діяльність.
- Холдинг чистий** - холдинг, який створюється спеціально для контролю й управління дочірніми підприємствами і не здійснює виробничо-господарську або торговельну діяльність.

ПРЕДМЕТНИЙ ПОКАЖЧИК**А**

- Абсолютний дисконт проекту (АДП) – с.139
Альтмана модель – с.81, 82
Амортизаційні відрахування – с.140
Аналіз фінансових коефіцієнтів – с.81
Аналіз фінансової звітності – с.74
Аналітичні показники – с.131
~ коефіцієнт фінансової напруженості – с.131
~ коефіцієнт співвідношення між довгостроковими і короткостроковими позиковими коштами – с.131
~ коефіцієнт залучення коштів у частині покриття запасів – с.132
~ коефіцієнт фінансової стійкості – с.132
~ коефіцієнт капіталізації – с.133
~ коефіцієнт співвідношення боргу й обсягу продажу – с.133
~ строк надання позики – с.133
Андеррайтер – с.34
Андеррайтинг – с.35
Ануїтет – с.91-92
Асоціація позабіржової фондової торговельної системи (АПФТС) – с.37
Асоціація учасників фондового ринку України (АУФРУ) – с.43

Б

- Безбитковість – с.169
Бізнес-план інвестиційного проекту – с.137
Бюджетування – с.170

В

- Вартість активів – с.89,91
Вартість акціонерного капіталу – с.89,101
Вартість позикового капіталу – с.124
Вертикальна інтеграція – с.165
Види собівартості продукції – с.49
Види холдингу – с.18,153
Виробничий цикл – с.18,153
Виручка (дохід) організації – с.52
Витратний підхід – с.103
Відкрите акціонерне товариство – с.33
Власний капітал – с.96

Власний капітал:

~ політика формування власного капіталу – с.110

~ оцінка окремих елементів власного капіталу – с.110, 113

Власні оборотні кошти – с.153

Внутрішні фонди капіталу корпорації – с.98

Внутрішня норма прибутку – с.146

Вороже поглинання – с.16

Г

Горизонтальна інтеграція – с.165

Гранична вартість капіталу (ГВК) – с.102

Грошові потоки – с.30, 89, 91, 105

Група холдингова – с.18

Гудвил – с.15

Д

Державне мито – с.13

Державне регулювання ринку – с.42

Державне регулювання корпоративних цінних паперів – с.42

Джерела фінансування – с.99, 139

~ фінансові чинники – с.99

~ організаційно-управлінські чинники – с.99

Дивіденди – с.119

Дивідендна дохідність акції – с.77

Дивідендна політика – с.118

~ підходи до вибору дивідендної політики – с.119

~ типи дивідендної політики – с.119

~ форми виплати дивідендів – с.120

Динамічні моделі – с.143

Дисконт (облікова ставка) – с.90

Дисконтна ставка – с.91

Дисконтований період окупності вкладених коштів – с.146

Дисконтування грошових потоків платежів і надходжень – с.138

Дохідний підхід – с.103

Дохідність портфеля – с.148

Дочірнє підприємство – с.17

Е

Елементи витрат – с.49

Емісійна політика – с.117

Емісія – с.33
 ~ емісія промислова акцій – с.33
 ~ емісія боргових цінних паперів – с.33
 ~ звичайна публічна (відкрита) емісія цінних паперів – с.33
 Емітент – с.99
 Ефект синергізму – с.16
 Ефект фінансового важеля (левериджу) – с.128

І

Інвестор – с.99
 Інновація – с.165

З

Збори загальні – с.18
 Зовнішні грошові фонди – с.99
 Зростання власного капіталу внаслідок реінвестування – с.79

К

Коефіцієнт «q Тобіна» – с.78
 Коефіцієнт «Ринкова-балансова вартість» – с.77
 Коефіцієнт «Ціна-прибуток» – с.77
 Коефіцієнт дисконтування (a_m) – с.90,138
 Комісія ревізійна – с.20
 Компанія - с. 7, 8, 15, 16, 17, 18, 22, 23
 Конгломератна диверсифікація - с. 166
 Консолідація (або зворотний спліт) - с. 37
 Консолідована фінансова звітність - с. 72
 Концентрична диверсифікація - с. 165
 Корпоративне управління - с. 5, 26
 Корпоративне фінансове планування - с. 163
 Корпорація - с. 6, 7, 21, 22, 26, 27, 28, 31, 35, 64, 81, 84, 87, 89, 91, 97, 99, 101, 108, 109, 121, 128, 134, 154

Л

Леверидж – с. 130
 Локальні бюджети – с. 170

М

- Методи оцінки об'єктів: - с. 104
- ~ метод капіталізації – с. 104
- ~ метод дисконтування грошових потоків – с. 105
- ~ метод чистих активів – с. 105
- ~ метод ліквідаційної вартості – с. 105
- ~ метод ринку капіталу – с. 105
- ~ метод угод – с. 105
- ~ метод галузевих коефіцієнтів – с. 105
- Методи планування прибутку: - с. 48
- ~ метод прямого рахунку – с. 60
- ~ аналітичний метод – с. 60
- ~ сумісний (комплексний) метод – с. 60, 61
- ~ нормативний метод – с. 60, 61
- ~ факторний метод – с. 60
- ~ економіко-математичний метод - 62
- Методи розрахунку оптимальної вартості капіталу
- Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку (МСБО) – с. 70
- Місткість фінансового ринку – с. 31
- Модель Альтмана
- Можлива (максимальна) дохідність – с. 147

Н

- Надзвичайні витрати – с. 50
- Національні стандарти бухгалтерського обліку України – с. 70

О

- Облігація – с. 126
- Операційний бюджет – с. 171
- Операційні витрати – с. 50
- Оптимізація структури капіталу – с. 105, 106
- Органи управління корпораційним товариством – с. 19
- Оцінка вартості майна корпорації – с. 103
- Оцінка вартості об'єкту – с. 103
- Оцінка власного капіталу – с. 113
- Оцінка ефективності фондового портфеля – с. 147
- Оцінка окремих елементів власного капіталу – с. 113
- Оцінка об'єктів: підходи
- Оцінка привабливості проектів
- ~ проста норма прибутку – с. 142
- ~ період окупності інвестицій – с. 142

- ~ чиста поточна вартість – с. 143
- ~ дисконтований період окупності вкладених коштів – с. 146
- ~ маржинальна ефективність капіталу (IRR) – с. 146
- Оцінка простих акцій – с. 88, 93
- Очікувана (мінімальна) дохідність – с. 147

П

- Первинний ринок цінних паперів – с. 31
- Період окупності інвестицій – с. 88, 107, 142
- Поглинання – с. 16
- Поглинання вороже – с. 16
- Подрібнення акцій – с. 37
- Позареалізаційні доходи – с. 140
- Позиковий капітал: управління – с. 98
- ~ вартість позикового капіталу – с. 124, 126, 127
- ~ політика залучення банківського кредиту – с. 125
- ~ формування позикового капіталу – с. 126
- Показники доходу – с. 58
- Показник індексу дохідності – с. 144
- Політика залучення банківського кредиту – с. 125
- Політика управління оборотними активами і короткостроковими зобов'язаннями – с. 156
- Потенційні прості акції – с. 68
- Поточні фінансові потреби – с. 154, 155, 159, 161
- Правління – с. 18
- Прибуток – с. 57, 58
- ~ планування прибутку – с. 48, 58, 59, 60, 61, 62
- Принципи формування капіталу – с. 88, 107
- Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД) – с. 43
- Процентна ставка – с. 88, 90

Р

- Рада наглядова – с. 18, 20
- Реінвестування дивідендів – с. 120
- Регулювання державне – с. 42
- Реєстратор – с. 11, 43
- Рейтинг облігацій – с. 36
- Рентабельність власного капіталу (ROE) – с. 77
- Реорганізація акціонерного товариства – с. 13
- ~ злиття – с. 14
- ~ приєднання – с. 14

~ поділ – с. 14
 ~ виокремлення – с. 14
 ~ перетворення – с. 14
 ~ поглинання – с. 16, 17, 24, 78, 79, 165, 167, 176
 ~ ліквідація – с. 15
 Рефінансування облігацій – с. 37
 Ринок вторинний – с. 31
 Ринковий підхід – с. 103
 Ринок корпоративних цінних паперів – с. 38
 Ринок фінансовий – с. 38
 Ринок цінних паперів – с. 32
 Розрахункові ціни – с. 99

С

Саморобні дивіденди – с. 120
 Середньозважена і гранична вартість капіталу – с. 98, 101
 Система управління фінансами корпорацій – с. 18
 Складні відсотки – с. 90
 Спред – с. 36
 Статутний фонд – с. 10, 11, 28
 Стратегія інвестування – с. 137

У

Управління оборотними активами – с. 152

Ф

Фіктивне акціонерне товариство – с. 23
 Фінансова звітність – с. 72
 Фінансове планування – с. 167
 ~ графік беззбитковості – с. 163, 169, 172
 Фінансовий бюджет – с. 171
 Фінансовий леверидж – с. 129
 Фінансовий ринок – с. 29, 30, 32, 44, 65
 Фінансовий цикл - 153
 Фінансування різних груп активів, пасивів балансу корпорації – с. 107
 Фондовий портфель – с. 147
 Фондовий ринок – с. 24, 29, 38, 40, 43, 80, 176
 Формування капіталу – с. 96

Ц

Ціна облігації – с. 95

Ціна простої акції – с. 94

Ціна: с. 15, 53, 54, 55, 57, 58, 63, 76, 77, 82, 86, 88, 91, 93, 94, 95, 99, 100, 105, 106, 107, 108, 109, 138, 182

~ методи розрахунку – с. 88, 105

Цінова політика корпорації: с. 55

~ етапи розробки – с. 48, 110, 121

Цінова стратегія: типи

~ преміальне ціноутворення – с. 56

~ нейтральне ціноутворення – с. 56

~ ціновий прорив – с. 57

Ч

Частка реінвестованого прибутку – с. 79

Чиста теперішня вартість NPV - с. 91, 143

Чистий дисконтований дохід – с. 138

Чистий дохід (ЧД) – с. 138

Чистий прибуток – с. 67, 140

Чистий прибуток на акцію – 15, 16, 67

Чисті активи акціонерного товариства – с. 15

Навчальне видання

Дєєва Надія Миколаївна
Олійник Віктор Якович
Григораш Тетяна Федорівна
Григораш Ганна Вікторівна
Буряк Аліна Вікторівна

УПРАВЛІННЯ КОРПОРАТИВНИМИ ФІНАНСАМИ

Навчальний посібник

Управління корпоративними фінансами / Н.М. Дєєва, В.Я. Олійник, Т.Ф. Григораш та ін.; За наук. редакцією Н.М. Дєєвої: Навчальний посібник. – Дніпропетровськ: ДДФА, 2006. – 198 с.
ISBN 966-8866-05-3

Корпоратизація економіки держави має виступати вирішальним чинником забезпечення конкурентоспроможності вітчизняного виробника в умовах зростання процесів глобалізації. Це зумовлює актуальність підготовки фахівців з фінансового менеджменту в сфері управління корпоративними фінансами.

Навчальний посібник «Управління корпоративними фінансами» розкриває комплекс питань функціонування корпорацій, зокрема управління власним і позиковим капіталом, а також діяльності корпорацій на фінансовому ринку тощо.

Навчальний посібник призначений для студентів магістратури, викладачів та всіх, хто цікавиться питаннями фінансового менеджменту корпоративних підприємств.

ББК 65.290-93
УДК 334.784:336.64

Редактори: *Л.В. Носенко, А.І. Малигіна*
Коректори: *Г.Б.Клименко, В.В. Савельєва*
Технічний редактор: *Т.Г Пунтус*
Дизайн обкладинки: *Т.Г. Пунтус*

Підписано до друку 29.06.2006 Формат 80 x 108^{1/32} Папір крейдяний
Умов. друк. арк. 13,5 Обл.- від. арк. 10,3 Тираж 300 Замовлення _____

РВВ ДДФА Дільниця оперативного друку. Св. Держкомітету інформ. політики, телебачення та радіомовлення сер. ДК 2126 від 17.03.2005 р.

Видавець і виготівник: Дніпропетровська державна фінансова академія,
вул. Аржанова, 12, м. Дніпропетровськ, 49083