

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
НАВЧАЛЬНО-НАУКОВИЙ ІНСТИТУТ ФЕМ ІМЕНІ ОЛЕГА БАЛАЦЬКОГО

П. М. Рубанов, М. Ю. Абрамчук, Л. Л. Гриценко, С. В. Похилько

**ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ
СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ**

Конспект лекцій

Суми
Сумський державний університет
2016

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
НАВЧАЛЬНО-НАУКОВИЙ ІНСТИТУТ ФЕМ ІМЕНІ ОЛЕГА БАЛАЦЬКОГО

ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

Конспект лекцій

для студентів спеціальності
6.030508 «Фінанси і кредит»
усіх форм навчання

Затверджено
на засіданні кафедри
фінансів як конспект
лекцій із дисципліни
«Фінансова діяльність
суб'єктів господарювання».
Протокол № 11 від 23.06.2016 р.



Суми
Сумський державний університет
2016

Фінансова діяльність суб'єктів господарювання :
конспект лекцій / укладачі: П. М. Рубанов, М. Ю. Абрамчук,
Л. Л. Гриценко, С. В. Похилько. – Суми : Сумський державний
університет, 2016. – 152 с.

Кафедра фінансів і кредиту ННІ ФЕМ імені Олега
Балацького

ЗМІСТ

С.

1 ОСНОВИ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ.....	5
1.1 Види суб'єктів господарювання	5
1.2 Визначення фінансової діяльності.....	6
1.3 Формулювання цілей і конфлікти інтересів учасників	7
1.4 Основні теорії, що описують цілі ФДСГ	9
1.5 Система цілей ФДСГ.....	13
1.6 Характеристики, що впливають на цілі ФДСГ	13
2 ФОРМУВАННЯ ТА ЗМІНА ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ АТ	17
2.1 Структура власного капіталу АТ та його функції	17
2.2 Цілі та порядок збільшення статутного капіталу АТ	20
2.3 Основні проблеми додаткової емісії акцій.....	20
2.4 Ризик «роздвоєння» капіталу і переважне право підписки	22
2.5 Ризики «роздвоєння» прибутку і влади при додатковій емісії акцій.....	24
2.6 Роль банків при додатковій емісії акцій.....	25
2.7 Первинне публічне розміщення акцій.....	26
2.8 Залучення капіталу з використанням депозитарних розписок....	29
2.9 Зменшення акціонерного капіталу та зворотний викуп акцій	33
3 ЛІЗИНГОВА ДІЯЛЬНІСТЬ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ.....	35
3.1 Відмінність лізингу від оренди та історія його розвитку	35
3.2 Учасники лізингу і його етапи	36
3.3 Види лізингу.....	37
3.4 Розрахунок лізингового платежу	40
3.5 Переваги і недоліки лізингу	41
3.6 Порівняння фінансового лізингу і покупки в кредит.....	43
4 ДОВГОСТРОКОВЕ БОРГОВЕ ФІНАНСУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ	45
4.1 Форми та джерела залучення позичкового капіталу.....	45
4.2 Облігаційне фінансування СГ	48
4.3 Фінансування на основі форфейтингу.....	61
5 УПРАВЛІННЯ КОРОТКОСТРОКОВИМ БОРГОВИМ ФІНАНСУВАННЯМ	64
5.1 Комерційний кредит та вексельне кредитування	64
5.2 Короткострокове фінансування з використанням факторингу ...	69
5.3 Фінансування на основі РЕПО	74
6 САМОФІНАНСУВАННЯ ТА УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ.....	80

6.1 Основні джерела внутрішнього фінансування	80
6.2 Управління грошовим потоком.....	86
6.3 Моделі оптимізації залишку грошових коштів	95
7 ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ФІНАНСУВАННЯ СУБ'ЄКТІВ	
ГОСПОДАРЮВАННЯ.....	100
7.1 Ставка дисконтування, явна та прихована вартості фінансування	100
7.2 Вартість акціонерного фінансування.....	102
7.3 Вартість самофінансування	104
7.4 Оцінювання вартості фінансування за теорією портфелів	105
8 ПОЛІТИКА УПРАВЛІННЯ ДЖЕРЕЛАМИ ФІНАНСУВАННЯ....	114
8.1 Управління джерелами фінансування оборотного капіталу	114
8.2 Правила фінансування підприємств	118
8.3 Ефект фінансового левериджу	122
8.4 Оптимізація структури фінансування на основі граничного НРЕІ	124
9 ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА....	126
9.1 Теоретичні засади взаємозв'язку дивідендної політики і структури капіталу	126
9.2 Типи дивідендних політик.....	127
9.3 Узгодження дивідендної політики та інвестиційних можливостей фірми	130
9.4 Регулювання дивідендних виплат.....	131
9.5 Особливості дивідендної політики вітчизняних підприємств ..	133
10 ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛІНГ І БЮДЖЕТУВАННЯ НА ПІДПРИЄМСТВІ.....	135
10.1 Сутність, необхідність та основні завдання фінансового контролінгу	135
10.2 Стратегічний контролінг і його методи.....	137
10.3 Оперативний контролінг і його методи.....	139
10.4 Основи бюджетування	143
10.5 Види бюджетів і способи бюджетування.....	145
10.6 Формування системи бюджетування.....	147
10.7 Система бюджетів на підприємстві	148
СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ	150

1 ОСНОВИ ФІНАНСОВОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

1.1 Види суб'єктів господарювання

Суб'єктами господарювання (СГ) є: підприємства (близько 70 %), банки (20 %), страхові компанії, біржі, інвестиційні фонди та інші фінансові структури. СГ також є фізичні особи, що діють без створення юридичної особи.

Перевага юридичної особи (як правило обмежена відповідальність) компенсується подвійним оподаткуванням (спочатку підприємства, а потім доходів власників).

У світовій практиці прийняті три основні форми організації підприємства: 1) одноосібне володіння (sole proprietorship), коли власник має необмежену відповідальність; 2) партнерство (partnership), компанія, товариство з повною (додатковою) відповідальністю або з обмеженою відповідальністю); 3) корпорація (corporation), з обмеженою відповідальністю акціонерів.

Поняття «підприємство» і «фірма» тісно пов'язані, але не є тотожними.

Підприємство – це самостійний господарюючий суб'єкт, створений для виробництва продукції (товарів і послуг) з метою задоволення суспільних потреб і отримання прибутку. Без балансу цих двох складових діяльність і розвиток підприємства неможливі.

Фірма – це організація, що володіє і управляє одним або кількома підприємствами і переслідує у своїй діяльності комерційні цілі. Фірма представляє підприємство в економічному, інформаційному і правовому середовищах за допомогою назви (під якою вона зазначається в держреєстрі), товарних знаків, реклами. Тобто «фірма» – це назва (атрибут) для реального економічного і правового середовища, а «підприємство» – це виробник продукції. Якщо немає необхідності розмежовувати ці аспекти, поняття «фірма» і «підприємство» ототожнюються.

Підприємства можуть об'єднуватися в *асоціації* (договірне об'єднання з постійною координацією господарської діяльності, але без втручання у виробничу і комерційну діяльність учасників), *корпорації* (договірне об'єднання на основі поєднання виробничих, наукових та комерційних інтересів та централізованим регулюванням окремих делегованих повноважень учасників), *консорціум* (тимчасове статутне об'єднання промислового і банківського капіталу для досягнення спільної мети), *концерн* (статутне об'єднання підприємств

промисловості, транспорту, торгівлі, наукових організацій, банків тощо на основі повної фінансової залежності від одного або групи підприємств), *промислово-фінансові групи* (об'єднання, куди можуть входити юридичні особи з різних галузей економіки та усіх форм власності, що мають на меті отримання прибутку).

1.2 Визначення фінансової діяльності

Фінансова діяльність (ФД) у широкому розумінні – це будь-яка сфера діяльності СГ, де виникають фінансові відносини (тобто економічні відносини щодо створення, розподілу і використання фінансових ресурсів): взаємодія з партнерами з бізнесу, бюджетами всіх рівнів, власниками капіталу, з іншими суб'єктами ринку і т. д.

Фінансова діяльність СГ містить:

1) формування джерел, форм і напрямів фінансування;
 2) оптимізацію структури капіталу;
 3) здійснення розрахунків з постачальниками ресурсів (матеріально-технічних, фінансових, інформаційних, інтелектуальних і т. д.);

4) розрахунки з покупцями продукції;

5) взаємодію з державними органами (податки);

6) розрахунки з персоналом підприємства та ін.

Фінансова діяльність у вузькому розумінні – це діяльність на фінансовому ринку (фондовому і кредитному).

Відповідно до *бухгалтерського підходу* діяльність СГ буває 3 видів (згідно з ф. № 3 «Звіт про рух грошових коштів»):

1) *операційна* (основний вид), що вміщує: надходження грошових коштів від покупців продукції і користувачів активами, розрахунки з постачальниками і працівниками;

2) *інвестиційна* діяльність, вміщує придбання і продаж необоротних активів і ЦП, видачу позичок і надходження за ними;

3) *фінансова* діяльність – діяльність, що приводить до змін розміру і складу власного і позикового капіталу СГ: виплати акціонерам, виплати за позикою і фінансовим лізингом, надходження від емісії акцій і від збільшення власного капіталу, утворення коротко- і довгострокових зобов'язань, непов'язаних із операційною діяльністю, викуп акцій, погашення облігацій.

При цьому, результати ФД відображаються в розділах пасиву балансу (звіту про фінансовий стан): 1П – «Власний капітал», 2П – «Забезпечення наступних витрат і платежів», 3П – «Довгострокові

зобов'язання», 4П – «Поточні зобов'язання».

1.3 Формулювання цілей і конфлікти інтересів учасників

Відповідно до часового підходу цілі ФДСГ бувають: тактичні (до 1 року), стратегічні (до 1–3, до 5 або 10 років) і генеральні (загальні).

Генеральну мету створення і функціонування СГ у світовій практиці прийнято називати бізнес-місією. *Місія* СГ формулюється коротко (від однієї фрази до 1–2 сторінок тексту) і тому неконкретно, щоб охоплювати відразу всі аспекти діяльності СГ).

Вимоги до цілей ФДСГ:

1) конкретність і вимірюваність (для оцінювання ефективності фінансово-економічної діяльності СГ (економічний, фінансовий, інвестиційний аналіз) і оптимізації результатів);

2) прив'язаність у часі, тобто повинні встановлюватися на конкретні інтервали часу. Довгострокові цілі встановлюються на 5 років (іноді 7–10 років), короткострокові – до 1 року;

3) досяжність, щоб сприяти: а) раціональному витрачання фінансових ресурсів; б) формуванню ефективної структури управління; в) підвищенню мотивації у працівників;

4) несуперечність і односпрямованість множинних цілей, їхній єдиний вектор розвитку. Інакше виникають конфлікти цілей між різними підрозділами СГ.

Склад цілей ФДСГ визначається поняттям «*філософія фірми*», що характеризує питання сенсу існування СГ, його місця в зовнішньому середовищі, сприйняття фактів господарського життя, інших суб'єктів та ін.

Залежно від рівня взаємодії розрізняють також галузеву, регіональну, загальнонаціональну і міжнародну сфери (або середовища) діяльності СГ.

Причини виникнення конфлікту між адміністрацією та акціонерами:

1) керівники схильні до нарощування своєї частки в доході підприємства (престижні витрати, завищені зарплати і т. п.), що не відповідає інтересам акціонерів;

2) керівники пов'язують з підприємством долю, вкладають у нього свій людський капітал і таким чином стають більш чутливими до зміни доходів підприємства, ніж акціонери, яким легше диверсифікувати свої капіталовкладення. Тому адміністрація звичайно тяжіє до вибору менш ризикованих, а отже, і менш рентабельних

проектів, що не виправдовує очікування акціонерів одержувати підвищений дивіденд;

3) оскільки часовий горизонт керівників обмежений періодом їхньої роботи у фірмі, вони часто віддають перевагу короткостроковим проектам на шкоду довгостроковій стратегії підприємства.

Механізми пом'якшення протиріч між акціонерами та адміністрацією:

I. Внутрішні механізми:

1) система бухгалтерського обліку, звітності та аудиту, що полегшує акціонерам контроль за управлінням підприємством;

2) стимулювання керівників шляхом залучення їх до власності (право придбання акцій та опціонів, тантьєма і ін.). Тантьєма – одна із форм додаткової винагороди керівному персоналу акціонерних товариств за підсумками одержуваного прибутку (відсоток від чистого прибутку);

3) можливість акціонерів відхиляти небажані рішення адміністрації голосуванням на загальних зборах акціонерів.

II. Зовнішні (ринкові) механізми: наявність фінансового і товарного ринку, ринку праці, що обмежує відхилення адміністрації від оптимального управління підприємством.

Зокрема, заборгованість (у вигляді позикових коштів) пом'якшує конфлікт між адміністрацією та акціонерами (викликаний неоднаковим відношенням до власності), що зменшує акціонерний ризик, але загострює конфлікт між акціонерами і кредиторами.

Причини конфліктів між акціонерами і кредиторами:

1) Збільшення дивідендів при зменшенні нерозподіленого прибутку, залучення нових кредитів і випуск привілейованих акцій веде до зниження співвідношення власних і позикових коштів підприємства, що збільшує кредитний ризик банку.

2) При високому рівні заборгованості у підприємства виникає підвищений ризик банкрутства. У такій ситуації акціонери схильні вибирати найбільш прибуткові, але і найбільш ризикові проекти, що не влаштовує кредиторів. При тяжінні адміністрації підприємства до найменш ризикованих проектів вони виявляються не на боці акціонерів, а на боці кредиторів.

3) Якщо при емісії облігацій нові позикові кошти залучаються на більш вигідних для інвесторів умовах, ніж попередні, то відбувається падіння курсу за раніше випущеними облігаціями.

Механізми пом'якшення цих протиріч:

1) випуск фінансових активів, що дозволяють власникам облігацій

стати акціонерами, тобто співвласниками підприємства (облігації, конвертовані в акції, облігації з передплатними купонами та ін.).

2) підприємство може проводити політику постійного послідовного залучення короткострокових позикових коштів для цілей довгострокового фінансування.

1.4 Основні теорії, що описують цілі ФДСГ

Існує декілька теорій, пов'язаних із цілями СГ, що розрізняються не лише змістом, але і способом їхнього досягнення.

1 Неокласична економічна теорія

Неокласична економічна теорія розглядає СГ здебільшого як інструмент, а не об'єкт аналізу. Неокласична теорія зосередила увагу не так на прибутку, як на доході акціонерів, обумовленим біржовою капіталізацією (сукупною вартістю всіх акцій компанії на біржі). Тобто, метою ФД є одночасна максимізація біржової капіталізації і прибутку СГ.

2 Теорія управління

Відповідно до теорії управління СГ складається з груп індивідів, що мають дуже різні, часто суперечливі цілі. Тому розглядаються цілі не абстрактного СГ, а цілі керівників. Стверджується, що головна мета – це не прибуток, а корисна діяльність. При цьому максимізація корисної діяльності викликає необхідність мінімізації прибутку.

Відповідно до моделі Вільямсона (O. E. Williamson), що ілюструє цю теорію, керівники намагаються максимізувати корисну діяльність за допомогою таких показників:

- 1) величина заробітної плати;
- 2) кількість персоналу (яка залежить від з/п);
- 3) обсяг інвестиційних ресурсів, що знаходяться в управлінні керівників;
- 4) сума витрат для підтримки достатньої ліквідності.

Крім того, ця модель враховує також мотивацію влади, престижу і безпеки керівництва СГ.

Модель дозволяє проводити аналіз економічного зростання і фінансової рівноваги. Таким чином, модель Вільямсона формулює пріоритетність економічного зростання і фінансової рівноваги СГ, найчастіше приносячи в жертву рентабельність.

3 Поведінкова (біхевіористична) теорія

Поведінкова теорія більше цікавиться не самими цілями, а їхнім походженням (генезисом) усередині СГ. Найвідоміша версія

розроблена американцями Саертом і Маршем (Cuert, March) (1965), що розглядали систему цілей СГ як результат домовленостей між окремими особами і групами, що складають СГ (зі своїми власними цілями). Домовленості стосуються таких аспектів діяльності СГ: 1) виробництво; 2) запаси; 3) продажі; 4) частка на ринку; 5) прибуток. Уводиться поняття «organization slack» (slack – слабина), що характеризує надлишок доходів, фактично одержаних різними групами осіб більше від суми, що вони передбачають залишити СГ. Дане поняття означає своєрідну ренту, яка відіграє роль стабілізатора для управління цілями ФДСГ. Так, передбачається, що акціонери зацікавлені брати участь в управлінні АТ і володіти його акціями доти, поки одержують прибуток від «slack дивідендів». Керівники ж будуть шукати «slack» ліквідних коштів більше від суми, що вони вважають необхідною для своєї безпеки.

4 Теорія інформації і теорія агентів

Більшість фінансових проблем розглядається в контексті конфлікту цілей, що існує між адміністрацією, акціонерами і кредиторами. Крім цих конфліктів розглядається також загальна мета – максимізація прибутку.

Теорія інформації (сигналів) припускає, що керівники, зовнішні партнери, акціонери і кредитори мають різні цілі, отже, керівники повинні видавати іншим учасникам інформацію (сигнали) про рівень заборгованості, розмір дивідендів та ін., щоб переконати їх у своєму професійному управлінні СГ.

Теорія агентів (або мандата) припускає існування конфлікту цілей між керівництвом АТ і акціонерами, і розглядає керівників як агентів, найнятих акціонерами. Інакше кажучи, керівники одержують від акціонерів мандат, щоб діяти від їхнього імені, за їхній рахунок і в їхніх інтересах. Мандатна залежність припускає розгляд витрат акціонерів на контроль і нагляд та витрат керівництва на зміцнення свого становища. При цьому основна мета – організувати управління мандатною залежністю з найменшими витратами.

Діючі економічні суб'єкти вважаються агентами, а суб'єкти, досягнення цілей яких безпосередньо залежать від указаної діяльності, — принципалами (від лат. *principalis* — перший, головний). Капіталодавця можна розглядати як принципала, який доручає агенту (менеджеру) управляти своїм капіталом. Досягнення економічних цілей принципала (інвестора, кредитора) безпосередньо залежить від ефективності діяльності агентів (менеджера, позичальника тощо). Головна мета неінституційної теорії — узгодити фінансові відносини

та умови відповідних договорів таким чином, щоб забезпечити баланс інтересів принципала та агента.

Теорія агентських відносин досліджує принципал-агент-конфлікт між капіталодавцем (інвестором, кредитором) та капітало-одержувачем (об'єктом інвестицій, боржником, менеджерами), який може виникнути в результаті асиметрії в інформаційному забезпеченні. Наслідком інформаційної асиметрії і зумовленої нею проблеми відносин принципала та агента є виникнення так званих агентських витрат, до яких належать:

- витрати на моніторинг і контроль за діяльністю агента з боку капіталодавця (діяльність ревізійної комісії, супроводження кредитних договорів, призначення тимчасової адміністрації тощо);
- гарантійні витрати агента, що виникають у процесі переконання принципала в доцільності вкладення коштів у підприємство та доведення принципалу, що агент свою діяльність підпорядкуватиме інтересам принципала (витрати на санаційний аудит, оцінювання кредитоспроможності та кредитного забезпечення тощо);
- часткові збитки принципала, зумовлені відхиленням результатів діяльності агента від парето-оптимальних (які поліпшуються не за всім набором характеристик). Парето-оптимальність (паритетність) – варіант використання ресурсів, при якому вже неможливо поліпшити положення одного суб'єкта шляхом перерозподілу ресурсів без погіршення положення іншого. Передбачається нескінченна кількість непорівняних між собою оптимумів. Зона порівняності розширюється завдяки введенню поняття компенсаційного платежу. Зміна, що дає вигоду одним людям, але приносить збиток іншим, тепер може вважатися приростом загального добробуту, якщо ті, що виграли можуть компенсувати збиток тим, що програли так, що останні добровільно приймуть цю зміну; після того, як зроблені компенсаційні платежі, тим що виграли стає краще, а тим що програли не стає гірше.

Розрізняють *три типи інформаційної асиметрії*: невизначеність в якісних характеристиках агента; моральний ризик (Moral Hazard Problem) та можливі зловживання агента (Hold up).

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

- оцінювання кредитоспроможності та санаційний аудит;
- призначення представників кредиторів у виконавчі органи підприємства;

- постійний моніторинг діяльності об'єкта інвестування;
- надійне кредитне забезпечення;
- спеціальні фінансові застереження (Financial Covenants) у кредитних договорах.

Останні дають додаткові можливості для виявлення загрози фінансової неспроможності та обмежують фінансову діяльність боржника у разі загрози фінансової кризи.

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

Неокласичний підхід (теорема іррелевантності Франко Модільяні та Мертона Міллера (М-М); теорія оптимізації портфеля інвестицій Гарри Морковіца; модель оцінювання капітальних активів Capital Asset Pricing Model, CAPM; теорія арбітражного ціноутворення Стефана Росса, Arbitrage Pricing Theory, АРТ) має певні недоліки.

У цілому результати теоретичних досліджень неокласиків для вітчизняних підприємств мають переважно теоретичне значення. Це зумовлено тим, що їхні концепції побудовані на досить обмежених припущеннях: наявності досконалого ринку капіталів; відсутності асиметричної інформації та абстрагування від впливу податків, а також, однакового доступу до всієї інформації щодо об'єктів інвестування (фінансування) для усіх учасників ринку. Суттєвим недоліком неокласичної теорії є те, що вона не передбачає наявності різних інституцій, зокрема фінансових посередників, різних форм фінансування, різних форм організації бізнесу.

Позитивні моменти розглянутих теорій: більш глибокий і різнобічний аналіз цілей СГ (порівняно з класичним підходом). Недолік – такий аналіз сильно спрощує реальну ситуацію, оскільки кількість сторін, що бажають вплинути на діяльність СГ істотно більша, і для досягнення своїх цілей вони використовують найрізноманітніші засоби.

Крім теорії агентських відносин до концепцій неінституційної теорії відносять *теорію фінансового посередництва*. На відміну від неокласичної теорії, яка розглядає процеси фінансування за умови існування досконалого ринку капіталів, концепція фінансового посередництва вивчає можливості зменшення операційних витрат, фінансових та інвестиційних ризиків, дефіцитів у інформаційному забезпеченні учасників недосконалого ринку капіталів шляхом

активізації діяльності фінансових посередників (банківських установ, інвестиційних фондів, торговців цінними паперами та ін.).

1.5 Система цілей ФДСГ

Розглянуті теорії дозволяють визначити *найбільш важливі цілі у фінансовій діяльності СГ* (див. рис. 1.1):

- 1) фінансова рівновага (виживання);
- 2) рентабельність (з неокласичної та ін. теорій, крім управлінської);
- 3) економічне зростання (з управлінської і поведінкової теорій);
- 4) гнучкість (маневреність) (може не використовуватися, оскільки поєднує три попередні цілі).



Рисунок 1.1 – Цілі фінансової діяльності суб'єкта господарювання

Види маневреності (гнучкості): 1) оборонна, тобто здатність СГ пристосуватися до несприятливих економічних умов; 2) наступальна, тобто здатність одержання прибутку і подальшого економічного зростання.

1.6 Характеристики, що впливають на цілі ФДСГ

Основні характеристики, що впливають на систему цілей СГ:

- 1) соціально-юридичний статус СГ, що визначає відмінність цілей індивідуальних (або сімейних) і акціонерних підприємств; 2) стадія розвитку (зрілості) СГ; 3) розмір СГ.

Соціально-юридичний статус СГ часто більше впливає на його фінансову діяльність, ніж його розмір, оскільки структура фінансових цілей визначається структурою влади.

У системі цілей індивідуального або сімейного СГ (як правило, це малі або середні підприємства) незалежно від його юридичної форми (може бути АТ), домінуюче місце звичайно займає автономія (самостійність).

Основні фінансові цілі індивідуального або сімейного СГ:

1) Необхідність умілого управління фінансовою рівновагою, оскільки припинення платежів звичайно рівнозначне ліквідації СГ. Керівник часто повинен вибирати між втратою свого бізнесу і відмовою від повного контролю за ним на користь кредиторів.

2) Прагнення самофінансувати свій економічний розвиток, через що СГ звичайно знаходиться у нейтральних відносинах із банківською системою.

3) Пошук шляхів збільшення рентабельності, інакше недостатність власних коштів у власника, змушує СГ обмежувати економічне зростання.

Акціонерні підприємства. Відмінність цілей управління фінансовою діяльністю АТ обумовлене великою різноманітністю АТ, умовами їхньої діяльності й типом відносин між адміністрацією та акціонерами. На великих підприємствах, навіть якщо керівники самі є акціонерами і жорстко контролюються основними акціонерами, прибуток і рентабельність не завжди є основною метою адміністрації. У таких ситуаціях можливе застосування управлінської і поведінкової теорій.

Цикл розвитку СГ визначається послідовністю у часі й комбінацією на сучасний момент циклів життя різних продуктів його діяльності. Цей цикл можна (як і для циклу життя товару) розділити на періоди, що характеризують зміну обороту і прибутку СГ (див. рис. 1.2).

За темпами зміни цих показників можна судити про стадію життєвого циклу СГ. Найбільш високі темпи приросту показників характерні для 2-ї стадії («юність» і «рання зрілість»); стабілізація більшості перерахованих показників характерна для стадії «остаточна зрілість», а зниження – для стадії «старіння».

У період виникнення СГ зіштовхується головним чином із проблемами виживання. Виникають труднощі з коштами, що необхідні не лише для покриття господарських витрат, але і для інвестування майбутнього розвитку. *Фінансова мета СГ на 1-му етапі* – пошук короткострокових коштів фінансування та формування кредитної історії.

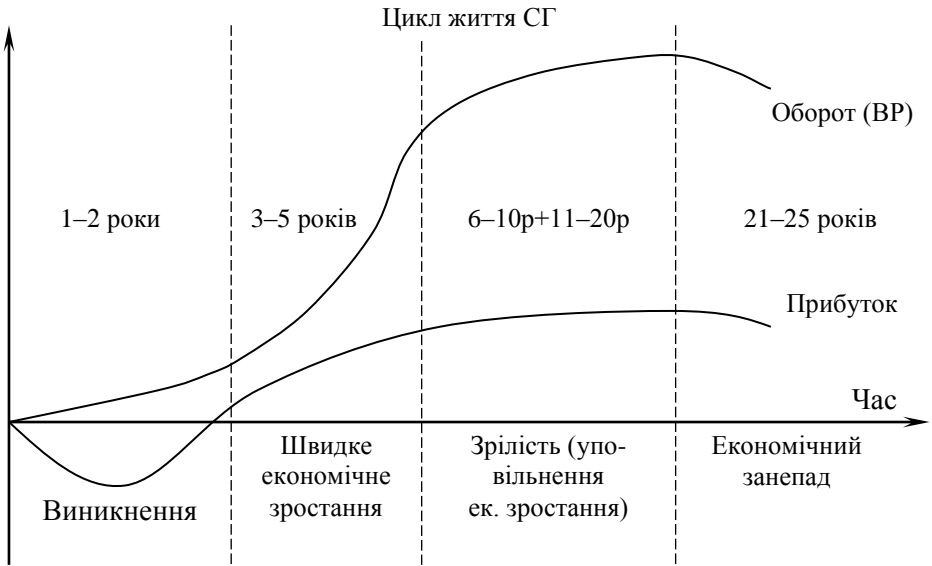


Рисунок 1.2 – Фази життєвого циклу суб'єкта господарювання

У період швидкого економічного зростання прибуток забезпечує достатність коштів, що викликає зміщення цілі з рентабельності на (1) економічне зростання. *Фінансова мета на 2-му етапі* – (2) пошук середньострокових і довгострокових джерел інвестування, щоб підтримати економічне зростання.

У період зрілості здатність до самофінансування досить значна. *Цілі СГ у період зрілості:* 1) отримання максимального прибутку з тих можливостей, які дають накопичені потенціали: виробничий (обсяг виробництва), технічний, технологічний (високі технології) і комерційний (розвинена мережа збуту продукції); 2) з огляду на старіння вироблених товарів, мета адміністрації полягає в дослідженні нових напрямів інвестування (шляхом прямого промислового інвестування власного розвитку або непрямого (портфельного) інвестування з поступовим перетворенням у фінансове підприємство (холдинг).

Холдинг – вид підприємництва, що полягає у придбанні контрольних пакетів акцій різних компаній із метою встановлення контролю за їхньою діяльністю й одержання доходів у вигляді дивідендів.

Холдингова компанія – різновид акціонерної компанії або корпорації, що є основною (батьківською) компанією і володіє

частиною цінних паперів дочірніх компаній, що входять у холдинг.

Основна фінансова мета холдингу – формування максимально дохідного і безризикового портфеля ЦП і збільшення його ринкової вартості.

Виробничо-господарська мета холдингу – одержання можливості контролювати діяльність своїх дочірніх компаній для сприяння кооперації підприємств-суміжників і здійснення ними погодженої цінової, маркетингової, технологічної та інвестиційної політики.

Фінансова холдинг-компанія – холдингова компанія, більше 50 % капіталу якої складають ЦП інших емітентів та інші фінансові активи. *Мета фінансової холдингової компанії* – інвестиційна діяльність із метою одержання доходу.

Інвестиційно-привабливими вважаються СГ, що знаходяться у процесі росту, тобто на перших стадіях свого розвитку. На стадії «остаточної зрілості» інвестування доцільне лише у випадку, якщо продукція СГ має досить високі маркетингові перспективи, а обсяг інвестицій у технічне переозброєння відносно невеликий і вкладені кошти можуть окупитися у найкоротший термін. На стадії «старіння» інвестування, як правило, недоцільне, за винятком тих випадків, коли намічається велика диверсифікація продукції, що випускається, (товарів, послуг), тобто певне репрофілювання СГ (у цьому випадку можлива певна економія інвестиційних ресурсів порівняно з новим будівництвом).

Обсяг виробництва (потужність СГ) найменше впливає на формування цілей ФДСГ. Крім того, цей фактор нерозривно пов'язаний з іншими факторами, зокрема із соціально-юридичним статусом СГ.

Особливість великих СГ – наявність соціальних (суспільних), політичних, етичних і екологічних цілей, що формуються під тиском із боку держави, асоціацій споживачів, ін. організацій, що часто суперечить економічним цілям основних акціонерів.

2 ФОРМУВАННЯ ТА ЗМІНА ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ АТ

2.1 Структура власного капіталу АТ та його функції

Власний капітал підприємства — це підсумок першого розділу пасиву балансу, тобто перевищення балансової вартості активів підприємства над його зобов'язаннями. Основними складовими власного капіталу є статутний капітал, додатковий і резервний капітал, нерозподілений прибуток.

Категорії власного капіталу за його формами поділяються на:

- 1) інвестований (вкладений або сплачений капітал);
- 2) нерозподілений прибуток, що залишається після вирахування його зобов'язань.

Статутний (номінальний) капітал — сума вкладів власників підприємства в його активи за номінальною вартістю згідно із засновницькими документами. Він є основним елементом власного капіталу для більшості підприємств.

Пайовий капітал є складовою власного капіталу окремих підприємств. Ця стаття передбачена для кредитних спілок, споживчих товариств, колективних сільськогосподарських підприємств, житлово-будівельних кооперативів, в яких статутний капітал формується за рахунок пайових внесків. Пайовий капітал — це сукупність коштів фізичних і юридичних осіб, добровільно розміщених у товаристві відповідно до установчих документів для здійснення його господарсько-фінансової діяльності.

Важливими складовими власного капіталу є резерви, які можуть бути сформовані у формі додаткового (капітальні резерви) та резервного капіталу (резерви, створені за рахунок чистого прибутку).

Додатковий капітал — це капітал, який залучається від власників та інших осіб поверх статутного фонду. Додатковий капітал охоплює декілька частин: емісійний дохід, дооцінку (уцінку) необоротних активів, вартість безкоштовно отриманих необоротних активів та ін.

Емісійний дохід або *ажіо* — це дохід, отриманий акціонерним товариством за рахунок продажу акцій поверх номіналу.

До складу вартості *безкоштовно отриманих необоротних активів* включається вартість необоротних активів, безкоштовно одержаних підприємством від інших осіб.

До *іншого додаткового капіталу* належить інший вкладений засновниками підприємств (крім акціонерних товариств) капітал, що перевищує статутний капітал, раніше внесений такими засновниками без прийняття рішення про зміну розміру статутного капіталу.

Основні цілі використання додаткового вкладеного капіталу та іншого додаткового капіталу:

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

Резервний капітал у широкому розумінні — це капітал, який створюється підприємством із метою фінансування можливих збитків. Підприємство може створювати декілька фондів. Вони формуються за рахунок чистого прибутку підприємства. Резервні фонди формуються у розмірах, встановлених установчими документами акціонерного товариства.

За обов'язковістю створення виокремлюють обов'язкові та необов'язкові резерви. До *обов'язкових резервів* належать резерв сумнівних боргів і резервний капітал. *Необов'язкові резерви* формуються з ініціативи менеджменту підприємства та його власників (наприклад, резерв дивідендів, резерв виконання гарантійних зобов'язань).

Резерв сумнівних боргів формується із метою покриття можливих збитків підприємства в результаті непогашення боржником сумнівної чи безнадійної дебіторської заборгованості.

Резервний капітал у вузькому розумінні — це капітал, який формується за рахунок відрахувань з чистого прибутку і відображається за статтею балансу «Резервний капітал». Відповідно до вимог законодавства України на підприємстві в обов'язковому порядку створюється резервний (страховий) капітал. Його розмір повинен бути не менше 25 % величини статутного капіталу. Для акціонерних товариств мінімальна величина резервного капіталу повинна становити 15 % акціонерного капіталу. Резервний капітал формується шляхом щорічних відрахувань у цей фонд не менше 5 % чистого прибутку підприємства.

Основні цілі використання резервного капіталу:

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

До формування мінімально необхідного розміру резервів їх можна

використовувати лише для покриття збитків.

Неоплачений капітал відображає суму заборгованості власників за внесками до статутного капіталу підприємства.

Нерозподілений прибуток – це прибуток підприємства, який залишається після виплати податків, процентів і дивідендів кредиторам і акціонерам. Нерозподілений прибуток використовується з метою формування фондів погашення запозиченого капіталу, придбання основних засобів, поповнення оборотних активів, оплати рахунків дебіторів, проведення інвестиційної діяльності, формування фондів економічного стимулювання та ін.

Вилучений капітал відображає фактичну собівартість акцій власної емісії, або часток, викуплених товариством у його учасників.

Сума власного капіталу — це абстрактна вартість майна, яка не є його поточною чи реалізаційною вартістю, а тому не відображає поточну вартість прав власників фірми. На суму власного капіталу суттєво впливають усі умовності бухгалтерського обліку, що були застосовані при оцінюванні активів і кредиторської заборгованості.

Функції власного капіталу АТ:

- 1) заснування та введення в дію АТ;
- 2) відповідальності та гарантії, оскільки статутний капітал є кредитним забезпеченням для кредиторів підприємства;
- 3) захисна, яка показує, як власники захищені власним капіталом;
- 4) дострокового фінансування та фінансування ризику;

Власний капітал використовується для фінансування ризикованих інвестицій, на які можуть не погодитися кредитори.

5) забезпечення ліквідності, оскільки наявність власних коштів підвищує ліквідність балансу підприємства;

6) компенсації завданих збитків, оскільки тимчасові збитки мають погашатися за рахунок власного капіталу;

7) розподілу доходів і активів, оскільки власний капітал є базою для нарахування дивідендів і розподілу майна при ліквідації підприємства;

8) управління та контролю (самостійності і влади), оскільки статутний капітал забезпечує право на управління виробничими факторами та майном підприємства;

9) рекламна (репрезентативна), оскільки значний статутний капітал підприємства створює підґрунтя для довіри до нього не лише з боку інвесторів, а й з боку постачальників факторів виробництва і споживачів готової продукції.

Згідно з «Законом про АТ» (2008 р.) замість розподілу АТ на закриті і відкриті введена їх класифікація на публічні і приватні АТ

(залежно від способу розміщення акцій).

2.2 Цілі та порядок збільшення статутного капіталу АТ

Акціонерне товариство має право збільшувати статутний капітал, якщо всі раніше випущені акції повністю сплачені за вартістю не нижче номінальної.

Цілі збільшення статутного капіталу АТ:

1) підвищення кредитоспроможності суб'єкта господарювання та його фінансової незалежності через збільшення частки капіталу, в межах якої власники підприємства відповідають за його зобов'язаннями перед кредиторами;

2) мобілізація фінансових ресурсів для реалізації інвестиційних проєктів, планів санації, модернізації існуючих потужностей, переобладнання чи розширення виробництва;

3) поліпшення ліквідності та платоспроможності підприємства, оскільки збільшення статутного капіталу пов'язане, як правило, із залученням додаткових грошових ресурсів;

4) акумуляція фінансового капіталу для придбання корпоративних прав інших підприємств;

5) зменшення ринкової ціни акцій, оскільки високий курс перешкоджає широкій диверсифікації акцій;

6) збільшення бази для нарахування дивідендів з метою проведення політики стабільних дивідендів з одночасним збільшенням абсолютної суми дивідендних виплат.

Джерела збільшення статутного капіталу АТ:

1) додаткові внески учасників і засновників;

2) індексація основних засобів;

3) реінвестування прибутку;

4) нараховані дивіденди (у випадку, коли прийняте рішення про виплату дивідендів акціями);

5) резерви (якщо вони сформовані на належному рівні).

Форми випуску акцій: документарна (використовувалася до 2008–2010 років) або бездокументарна (використовується зараз).

2.3 Основні проблеми додаткової емісії акцій

Емісійна вартість – це ціна продажу знову випущених акцій.
Емісійна надбавка (премію) – це різниця між емісійною і номінальною вартістю акції.

Способи збільшення капіталу АТ:

- 1) збільшення номіналу кожної акції, що передбачає одержання згоди кожного акціонера на додаткове вкладення коштів;
- 2) шляхом обміну облігацій на акції;
- 3) додаткова емісія акцій із продажем їх старим і новим акціонерам.

Проблеми, що виникають при додатковій емісії акцій:

- а) визначення емісійної вартості акцій; б) урахування зміни положення для старих акціонерів; в) повне розміщення нових акцій.

Емісійну вартість акцій АТ, як правило, встановлює разом із банком-партнером.

Для успішної емісії емісійна вартість повинна бути досить низькою для того, щоб не перевищити курс акції, що склався на день випуску. На практиці АТ випускають акції, емісійна вартість яких істотно нижча за курс акцій.

Причини, із яких емісійна вартість вибирається в інтервалі між номінальною вартістю випущених акцій і курсом старих акцій:

- 1) емісійна вартість нижче номіналу не вигідна емітенту;
- 2) передбачувана прибутковість нових акцій, як правило, менша, ніж за старими акціями;
- 3) нові емітовані акції менш ліквідні (тому що до завершення підписки вони не можуть бути продані, за ними не можна одержати дивіденди і брати участь в управлінні АТ);
- 4) негативні очікування інвесторів, оскільки сам факт додаткової емісії може свідчити про нестійкий фінансовий стан АТ і підвищений ризик вкладень.

Основні фактори, що впливають на величину емісійної вартості акцій:

- 1) мінливість курсу акцій АТ;
- 2) емісійна вартість акції інших АТ у недавніх емісіях;
- 3) середня норма доходу на акцію;
- 4) темп зростання дивідендів АТ;
- 5) обсяг емісії;
- 6) темпи економічного зростання і загальна тенденція на ринку.

Потенційні ризики для старих акціонерів, що виникають при додатковій емісії акцій:

- 1) «роздвоєння» («розмивання») власності;
- 2) «роздвоєння» («розмивання») доходу на акцію;
- 3) «роздвоєння» («розмивання») влади.

2.4 Ризик «роздвоєння» капіталу і переважне право підписки

Припустимо, що до початку емісії курс старих акцій підтримується на постійному рівні P . Відразу після емісії біржова капіталізація (K) теоретично дорівнює

$$K_{\Sigma} = K + K' = N * P + N' * E, \quad (2.1)$$

де K і K' – вартість старих і нових акцій; N і N' – кількість старих і нових акцій; E – емісійна вартість акції.

За відсутності компенсаційного механізму старі акціонери при додатковій емісії акцій теоретично втрачають на кожній акції:

$$\Delta S = N' * (P - E) / (N + N'), \quad (2.2)$$

де P – курс старих акцій до емісії;

E – емісійна вартість акції;

N і N' – кількість старих і нових акцій.

Тобто їхня власність «роздвоюється». Для компенсації втрат старим акціонерам потрібно надавати переважні права підписки на нові акції, вартість яких теоретично дорівнює ΔS .

Право підписки дозволяє старому акціонеру придбати нові акції за їх емісійною вартістю в кількості, пропорційній паю цього акціонера в капіталі АТ до емісії.

Право підписки ΔS – це лінійна спадна функція емісійної вартості E на інтервалі між номінальною вартістю акції N (де ціна права максимальна) і курсом P старої акції, де ціна права дорівнює нулю (див. рис. 2.1).

Можливості для старого акціонера: 1) продати свої права, якщо новий випуск його не цікавить або він не має вільних коштів, щоб оплатити емісійну вартість; 2) здійснити свої права, якщо його цікавить емісія або він хоче зберегти свій вплив на рішення компанії.

Із початком підписки право відокремлюється від акції і продається на окремому ринку прав упродовж періоду підписки.

Відділення права супроводжується падінням курсу старих акцій (див. рис. 2.2).

Можливості для інвестора: 1) купити старі акції (без використання переважних прав); 2) придбати права, щоб потім підписатися на нові акції за їх емісійною вартістю. Через недосконалість фінансових ринків ці два рішення часто нееквівалентні.

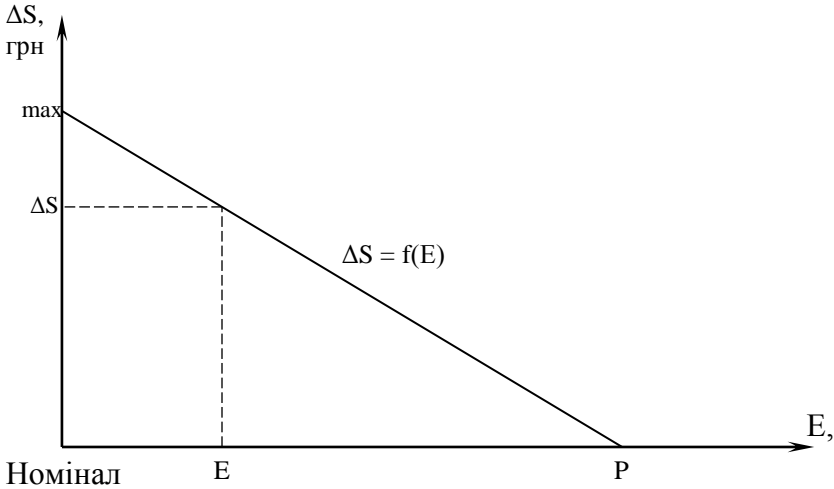


Рисунок 2.1 – Графік залежності вартості права підписки від емісійної вартості

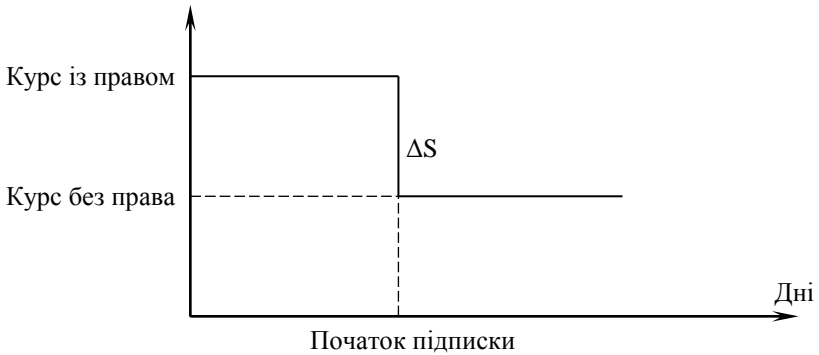


Рисунок 2.2 – Вплив початку підписки на курс старих акцій

Основні види підписки: 1) що не підлягає скороченню; 2) що підлягає скороченню.

Підписка, що не підлягає скороченню, здійснюється на основі переважних прав на підписку.

Підписка, що підлягає скороченню, здійснюється для акцій, що не були поширені за підпискою, що не підлягає скороченню. Такі акції поширюються після закінчення періоду цієї підписки, але вже без

переважних прав. Коли попит на акції при підписці, що підлягає скороченню, досягає кількості вільних ЦП, що буває досить рідко, можливі такі рішення:

- 1) підписка зупиняється, і обслуговуються лише перші заявки на покупку;
- 2) ЦП розподіляються пропорційно наявним правам на підписку (для акціонерів) або пропорційно заявкам (для третіх осіб).

2.5 Ризики «роздвоєння» прибутку і влади при додатковій емісії акцій

Якщо в майбутньому загальний прибуток компанії не збільшиться пропорційно кількості випущених акцій, то відбудеться зниження показника «прибуток на одну акцію» ($EPS = \text{Earnings Per Share}$).

Вважаємо, що загальний прибуток B не збільшується. До емісії він розподіляється між N акціями, тобто прибуток на акцію дорівнює B/N . Після емісії прибуток розподіляється між старими і новими акціями ($N + N'$), тобто прибуток на акцію становитиме $B/(N + N')$. Таким чином, прибуток на акцію у старого акціонера зменшується на суму

$$\Delta EPS = \frac{B}{N} - \frac{B}{N + N'} = \frac{N' \cdot B}{N \cdot (N + N')} = \frac{B}{N} * \frac{Y}{1 + Y}, \quad (2.3)$$

що показує відсоток роздвоєння старого прибутку на акцію:

$N'/(N + N')$ або $Y/(1 + Y)$,

де $Y = N'/N$ – емісійне співвідношення (число нових акцій на 1 стару).

Роздвоєння влади

Влада акціонера «роздвоюється», тобто його вплив на АТ зменшується, якщо через нестачу фінансових коштів акціонер не може придбати нові акції, що йому належать у силу його права на підписку. Цей ризик досить чутливий для акціонерів, що беруть участь в управлінні або володіють хоча б блокуючою меншістю.

Граничні рівні для контрольного пакета акцій (тобто контрольний відсоток голосів на загальних зборах):

- портфель, що містить більше 10 % акцій, дозволяє вимагати внесення питань до порядку денного;
- блокуюча меншість дозволяє протистояти рішенням, прийнятим черговими загальними зборами, що вимагають абсолютної більшості голосів: зміна акціонерного капіталу, злиття, поділ, частковий внесок активів, емісія конвертованих облігацій та ін.;

- проста більшість (50 % голосів + 1 акція) дозволяє призначати членів адміністрації або наглядацької ради і керувати компанією;
- участь акціонерів, що мають більше 60 % голосів, роблять збори акціонерів правомочними;
- абсолютна більшість (3/4 голосів) дає більшість на всіх чергових і позачергових зборах і дозволяє приймати будь-які рішення.

На відміну від наведених юридичних граничних рівнів, реальне становище з контрольним пакетом акцій набагато складніше (включає вплив на менеджмент, узгодженість дій акціонерів тощо).

Згідно з законом «Про акціонерні товариства» (2008 р.) менеджмент АТ може приймати самостійні рішення за операціями до 10 % від ціни активів. Рішення за операціями вартістю до 25 % активів приймаються лише з дозволу наглядової ради. Операції на суму до 50 % активів приймаються через збори акціонерами простою більшістю. При проведенні операцій на суму понад 50 % вартості активів АТ рішення приймається винятково 3/4 голосів на зборах акціонерів (учасників). Для внесення змін у порядок денний зібрання акціонерів достатньо 5 % голосів міноритарних акціонерів.

2.6 Роль банків при додатковій емісії акцій

Роль банків при додатковій емісії акцій

1 Фінансовий радник. На етапі підготовки операції завдяки своєму знанню фінансового ринку банки можуть допомогти компаніям визначити суму емісії, емісійну вартість нових акцій і найбільш прийнятні витрати для проведення емісії.

2 Поширювач акцій. Банки залучаються для поширення ЦП, забезпечуючи розміщення акцій і здійснюючи необхідну рекламу.

3 Гарант (андерайтер). Банки залучаються або для підтримки курсу до початку емісії, коли вони виступають як покупці на фінансовому ринку, або вони гарантують розміщення нових акцій.

Щоб надати гарантію, банки об'єднуються в пули (англ. *pool* – загальний фонд) і синдикати, що діють за двома основними схемами: 1) кожен банк купує лише ті ЦП, що він не зміг поширити; 2) нерозміщені акції розподіляються пропорційно частці кожного банку в синдикаті.

Синдикати – це торгові монополії. *Пул* – це тимчасовий цільовий союз. Пули можуть бути двосторонніми і багатосторонніми. У пули можуть вноситися як усі доходи, так і погоджена їхня частина.

Види комісій із банківських послуг:

- 1) основна комісія – це оплата за послуги банку-менеджера, що організовує і здійснює операцію;
- 2) касова комісія – це оплата за проведення підписки;
- 3) гарантійна комісія – для банків, що гарантують проведення операції.

2.7 Первинне публічне розміщення акцій

Первинна публічна пропозиція (цінних паперів) (або IPO — від англ. Initial Public Offering) — перша та всі наступні пропозиції про продаж емісійних цінних паперів певного емітента, адресовані необмеженому колу осіб і здійснювані в процесі випуску цінних паперів шляхом відкритої підписки (первинне публічне розміщення) або в процесі публічного обігу цінних паперів (первинний публічний обіг) на торгах фондових бірж та інших організаторів торгівлі на ринку цінних паперів (називають також Seasoned Equity Offerings (SEO) або Follow-on Offerings).

IPO – це найбільш цивілізований і ефективний спосіб залучення капіталу. У самій назві IPO позначені вигоди від проведення операції. Offering перекладається як «пропозиція», або продаж. Initial означає «первинне» – випускаються та реалізуються на біржі саме нові акції. У термінах українського законодавства проводиться додаткова емісія, яка потім продається. Public перекладається як «публічне», і означає, що випущені акції пропонуються всім бажаючим. Цим IPO відрізняється від *приватного розміщення*, коли частку в компанії купують заздалегідь відомі інвестори.

Переваги IPO:

1) поліпшення менеджменту і відкритості. Після IPO доводиться обов'язково публікувати звітність, підтримувати високу прозорість компанії, впроваджувати сучасні стандарти управління;

2) можливість залучення максимальних обсягів фінансування. Лише через IPO можна одержати найбільшу ціну за акції своєї компанії, через що компанії йдуть на всі незручності, пов'язані з IPO;

3) поліпшення умов наступних емісій. Проведення IPO поліпшує можливості наступних розміщень акцій. Таким чином, на кожному етапі залучається максимальна кількість грошей.

4) формування ринкової вартості бізнесу. В результаті IPO формується так звана business value – вартість бізнесу, оскільки найвища відкритість інформації дозволяє найбільш об'єктивно

оцінити вартість АТ. Ця вартість розраховується як загальна кількість акцій помножена на ціну, за якою вони торгуються на біржі;

5) залучення безстрокових фінансових ресурсів. Завдяки залученню капіталу через первинне розміщення акцій компанія-емітент одержує умовно нескінченні гроші. Нові акціонери не вимагають від компанії повертати свої вкладення через час, як це буває при кредитуванні або випуску єврооблігацій;

б) підвищення кредитоспроможності АТ. Для української компанії проведення IPO на західному ринку автоматично означає, що банки будуть кредитувати компанію дешевше й на більші суми. Адже вони тепер ураховують не заставну ціну будинків і обладнання, а в цілому вартість бізнесу. На практиці у заставу може братися навіть пакет акцій – є гарантія, що їх можна буде продати.

Етапи IPO, які є необхідними для максимально ефективного продажу пропонованих цінних паперів на ринку.

1 Попередній етап, коли емітент критично аналізує своє фінансово-господарське становище, організаційну структуру та структуру активів, інформаційну (у тому числі фінансову) прозорість, практику корпоративного управління та інші аспекти діяльності й за результатами цього аналізу прагне усунути виявлені недоліки, які можуть перешкодити йому успішно здійснити IPO. Перед IPO компанія проходить через повну реструктуризацію. На ній проводиться комплексний фінансовий і юридичний аудит. ПрАТ і ТОВ перетворюються у ПуАТ. Система управління будується за схемою, зрозумілою західним інвесторам. Компанія переходить на міжнародні стандарти фінансової звітності та налагоджує систему розкриття інформації про себе.

2 Підготовчий етап, під час якого:

– підбирається команда учасників IPO (вибираються торговельний майданчик, партнери (консультанти, брокери, андеррайтери), із якими остаточно узгоджуються план дій і конфігурація IPO. Як правило, первинне розміщення акцій проводиться із залученням інвестиційних банків або інвестиційних компаній як андеррайтерів (організаторів розміщення);

– приймаються формальні рішення органами емітента, дотримуються формальні процедури (наприклад, здійснення акціонерами переважного права), складаються формальні документи (проспект емісії цінних паперів), відбувається публічне оголошення про розміщення;

– запускається рекламна кампанія з метою підвищення інтересу

потенційних інвесторів до пропонованих цінних паперів. IPO, як правило, передусє road-show – серія зустрічей представників компанії з потенційними інвесторами, на яких здійснюється презентація компанії, основних показників її діяльності та характеристик розміщення акцій.

3 Основний етап – під час основного етапу відбувається збір заявок на придбання пропонованих цінних паперів, прайсинг – визначення ціни (якщо вона не була заздалегідь визначена), задоволення заявок (allocation, алокація (розподіл)) – і підведення підсумків публічного розміщення (обігу).

4. Завершальний етап (aftermarket) – початок обігу цінних паперів і остаточна оцінка успішності IPO.

Підготовка до IPO – це тривалий і дорогий процес як із погляду витрачених коштів, так і з погляду менеджменту. Тому головний ризик у тому, що компанія пройде всі стадії підготовки, а первинне розміщення не відбудеться. Це може відбутися і з незалежних від компанії причин – таких, як зміна умов на біржі, зміна політичної ситуації. Такі ризики складно прогнозувати або мінімізувати.

Усі переваги від IPO поки повною мірою доступні лише за умови проведення IPO за рубежом, тому що в Україні немає ємного ринку з великою кількістю інвесторів, які бажають купити акції за високою ціною.

Теоретично перелік місць для проведення IPO дуже широкий. У Європі це біржі, що входять у мережі Euronext і Deutsche Boerse, майданчики у Варшаві (Варшавська фондова біржа), Москві й Нью-Йорку (NYSE, Nasdaq). Найчастіше ідеальним варіантом для IPO стає Лондонська фондова біржа (ЛФБ), а точніше, її підрозділ – альтернативний ринок (Alternative investment market – AIM). Підготовка розміщення на ЛФБ на 30–40 % дешевша, ніж у Нью-Йорку. AIM знаменитий тим, що має найбільш м'які критерії допуску компаній до проведення IPO.

Основні проблеми IPO:

1) висока вартість підготовки і проведення IPO (підготовка до IPO на AIM середньої української компанії обійдеться приблизно в 1 млн дол.);

2) неадекватність механізму реалізації переважного права на викуп акцій нової емісії вже існуючими акціонерами;

3) тривалий строк реєстрації підсумків випуску акцій.

IPO вітчизняної компанії на Нью-Йоркській фондовій біржі вимагає мінімум 345 днів, а на основному майданчику Лондонської біржі –

235;

4) відтік ринку IPO на іноземні біржові майданчики.

2.8 Залучення капіталу з використанням депозитарних розписок

Депозитарна розписка (depository receipt) — це сертифікат, який випускають депозитарні банки США або Західної Європи. Він засвідчує володіння іноземними цінними паперами, які, своєю чергою, емітовані на внутрішньому ринку відповідної країни у вигляді простих акцій, тобто іноземний інвестор дістає можливість стати власником акцій будь-якої країни, отримавши на них розписки. У загальному розумінні депозитарна розписка (ДР) — це цінний папір, що має вторинний (похідний) характер і випускається авторитетним депозитарним банком у формі сертифіката на акції іноземного емітента.

ДР, як правило, номіновані в доларах США або в Євро, хоча існують приклади випуску акцій у деяких інших країнах, включаючи Гонконг і Японію. Депозитарні розписки можуть бути глобальними (Global Depository Receipt — GDR), європейськими (European Depository Receipts — EDR) та американськими (American Depository Receipt — ADR).

Випуск та обіг ADR регулюються в США законами «Про цінні папери» – 1933р. (Glass-Steagall Act), «Про обмін цінними паперами» – 1934р. та з 1955р. правилами SEC (Комісії по цінним паперам та біржам) Rule 144A. Саме ADR є найпривабливішими для українських емітентів, бо стали універсальним інструментом, що полегшує рух капіталу і його доступ до цінних паперів емітентів, під які ці розписки випущено.

Випуск депозитарних розписок забезпечує переваги як компаніям, що прагнуть вийти на фондовий ринок зарубіжної країни, так і для інвесторів у цій країні.

ADR та ГДР широко використовуються при інвестуванні у ринки, що розвиваються чи виникають, наприклад — України. Великі українські компанії намагаються вийти на західний фондовий ринок, і, передусім, американський. Процедура допуску акцій іноземних компаній на ринок США доволі складна. Тому в багатьох випадках у США обертаються не акції іноземних компаній, а американські депозитарні розписки (ADR).

Перші депозитарні розписки (DR) з'явилися в 1927 р. внаслідок

того, що відповідно до законодавства Великої Британії того часу, англійські цінні папери не могли залишати меж країни, а попит на ці цінні папери з боку американських інвесторів був великий. Саме для розв'язання цієї проблеми був створений новий фондовий інструмент — американські депозитарні розписки (ADR).

Згодом, у зв'язку з обмеженнями інших країн на вивіз акцій національних корпорацій за кордон, з'явилися інші види розписок: Глобальні депозитарні розписки (GDR) — депозитарні розписки, що можуть продаватися як на фондовому ринку США, так і Європи та Європейські депозитарні розписки (EDR) — депозитарні розписки, що перебувають в обігу на фондових ринках Західної Європи (випущені у 1999 році Citibank та Паризькою фондовою біржею, деноміновані у євро).

На практиці американські депозитарні розписки часто називають глобальними, оскільки до цього часу не склалося єдиної думки про чіткий розподіл їх особливостей та випадків використання. За обсягом обороту GDR значно поступаються ADR, оскільки вперше почали активно використовуватися на фондовому ринку лише у 90-х роках.

Останніми роками почали активно застосовувати глобальні та європейські депозитарні розписки. Перші, крім доступу до ринку США, уможливають також вихід на фондові ринки Європи, натомість останні — лише на ринок Європи.

Традиційним лідером серед банків-депозитаріїв є The Bank of New York (81 % усіх АДР). Саме він одним із перших почав обслуговувати випуски ADR компаній із країн Східної Європи. Крім нього, успішно реалізують програми випуску депозитарних розписок Citibank (13 % усіх АДР), JP Morgan Chase, Deutsche Bank та інші.

Залежно від того, хто є ініціатором випуску, вирізняють дві категорії АДР (*спонсоровані та неспонсоровані*), що є суттєвим у разі вибору процедури емісії ADR.

Спонсоровані розписки випускають за згодою між емітентом і депозитарієм. Банк, який випустив ADR, гарантує американському інвестору виплату у доларах США всіх дивідендів компанії. Крім того, він надає інвестору одержані ним від компанії звіти. За свої послуги банк вимагає певну плату, яка покривається за рахунок компанії, якщо ADR є *спонсорованими*. Тому з точки зору американського інвестора депозитарні розписки повинні мати більшу дохідність порівняно з національними цінними паперами, щоб компенсувати зазначені витрати.

Неспонсоровані ADR випускають з ініціативи інвесторів, і згода

емітента цінних паперів, під які випускають розписки, не потрібна. У цьому разі первинними є потреби ринку, а не фірми. За послуги банку платить сам інвестор з отриманих дивідендів. Емітенти інколи навіть не знають, що на їхні акції випущено депозитарні розписки, які обертаються на фондовому ринку.

ADR бувають таких чотирьох видів:

1) *Приватне розміщення (Правило 144)*. У цьому випадку акції зарубіжних компаній не потрапляють на відкритий ринок, а отримуються безпосередньо інвесторами країни поширення розписок. Такими інвесторами, як правило, є кваліфіковані інституційні інвестори (великі приватні інвестиційні фонди). Відповідно до Правил 144 випуск даних розписок не вимагає реєстрації в Комісії з цінних паперів США (SEC), і тим самим компанії, акції яких випускаються у вигляді ДР, мають право не декларувати свою фінансову інформацію за американськими стандартами. Цей вид ДР може використовуватися для додаткового залучення капіталу шляхом емісії нових акцій.

У зв'язку з тим, що розписки не надходять у вільний продаж, вони отримуються із значним дисконтом через свою низьку ліквідність. Більш того, вони несуть у собі значний інформаційний ризик зважаючи на відсутність підтвердженої фінансової документації за стандартами країни поширення. Вартість розміщення АДР-Rule144 – 250–500 тис. дол.

2) *АДР 1-го рівня*. Це найпростіший спосіб виведення акцій на зарубіжні фінансові ринки. ДР першого рівня, як і у випадку з приватним поширенням, не проходять реєстрації в SEC США, і компанії не зобов'язані публікувати свою фінансову інформацію за американськими стандартами. Після конвертації акцій в розписки ДР поступають у вільний обіг на американський ринок. Вони торгуються виключно «за прилавком» і не потрапляють на основні біржі.

У цілому перший рівень ДР дозволяє компаніям користуватися всіма перевагами публічної компанії без будь-яких серйозних витрат на реєстрацію випуску ДР і без зміни своїх стандартів бухгалтерського обліку. Цим і можна пояснити популярність рівня I, що росте, у багатьох компаній по всьому світу. Ці розписки обертаються на позабіржових ринках США (NASDAQ). Інформація, що надається SEC, — мінімальна, вона містить річний звіт і подібна до тієї, що поширюється на внутрішньому ринку емітента. Вартість розміщення АДР-1 – до 25 тис. дол.

3) *АДР 2-го рівня*. Цей рівень, при виконанні всіх вимог по

реєстрації і переведення бухгалтерського обліку на американські стандарти, дозволяє компаніям потрапляти у лістинг великих бірж. Щорічний звіт складається у цілковитій відповідності до загальноприйнятих принципів і правил бухгалтерського обліку в США (GAAP). Реєстрація дає змогу компанії-емітенту котирувати ADR на одній з трьох головних американських фондових бірж: Нью-Йоркській фондовій біржі (NYSE), Американській фондовій біржі (AMEX), де виникли ADR, або на біржі NASDAQ. Емітент у цьому разі стає більш відомим на ринку цінних паперів і, як наслідок, його цінні папери мають більшу привабливість для інвесторів.

ADR I та II рівня мають певні недоліки, адже продаються лише наявні акції без проведення додаткової емісії, тобто залучити новий капітал емітент не може. Ці ADR створюють емітенту позитивний імідж, але реальних грошей не приносять. Вартість розміщення ADR-2 – 200–500 тис. дол., тривалість – 10 тижнів (70 дн.).

4) *ADR 3-го рівня.* Саме ADR III рівня або європейські депозитарні розписки дають можливість залучити капітал шляхом додаткової емісії акцій компанії. Емісію розміщують за вищою ціною, тож емітент може залучити більше коштів. Умови випуску таких ADR є найжорсткішими. По-перше, для реєстрації розписок у SEC подають детальну інформацію про емітента, включно із фінансовими звітами за останні три роки, різні форми бухгалтерської звітності у стандартах GAAP. По-друге, вартість публічного розміщення таких ADR приблизно 500 тис.–2 млн дол., тривалість – 14 тижнів (100 дн.). Тому такі програми мають можливість здійснювати лише компанії зі світовим ім'ям.

ADR-1 обертаються в американських позабіржових торговельних системах та на європейських біржах (наприклад, на Берлінській, Франкфуртській, Віденській), а ADR-2 і ADR-3 — на американських біржах.

EDR, як правило, проходять лістинг на Лондонській фондовій біржі (LSE) або на біржі Люксембургу.

ГДР одночасно обертаються на двох та більше ринках, на Євrorинках (як EDR) та в США. ГДР (як і ADR-Rule 144 та ADR-3) може використовуватися для додаткового залучення капіталу шляхом емісії нових акцій.

Переваги використання ДР для корпорацій-емітентів:

- *доступ до широкого ринку капіталу* (розширення групи потенційно інформованих та зацікавлених інвесторів за рахунок досконалішої інфраструктури та прозорості фондових ринків інших

країн). Розписка на західному ринку коштує більше, ніж пов'язана з нею акція на внутрішньому ринку. Кількісні дослідження показали, що в середньому при інших рівних умовах премія за крос-лістинг становить 37 %. Тобто ціна акцій компаній, які отримують лістинг на фондових біржах США (у т. ч. із використанням АДР) у середньому вище ціни аналогічних компаній, які не пройшли лістингу, на 37 %. Початок продажу розписок автоматично зумовлює зростання цін на відповідні акції;

– *подолання інфраструктурних обмежень місцевих ринків* (кількість інвестиційних компаній, доступність інформації, незалежна оцінка ЦП);

– *формування позитивного іміджу та зростання довіри до компанії-емітента* (серйозний сигнал для стратегічного інвестора);

– *вищий рівень ліквідності депозитарних розписок порівняно з акціями, що обертаються на внутрішньому ринку;*

– *нові ринкові можливості з залучення капіталу*. Випуск ДР і котирування на провідних зарубіжних біржах відкривають компаніям нові можливості: можливість випуску додаткових емісій акцій або боргових зобов'язань. Якщо компанія вже має ДР, які активно торгуються на біржах, і якщо вона своєчасно і акуратно виконує всі вимоги щодо бухгалтерської звітності, потенційні інвестори можуть набагато сприятливіше віднестись до випуску нових цінних паперів.

Етапи випуску АDR українською компанією:

Спершу визначають американський банк — депозитарій. Сьогодні з українськими підприємствами працює The Bank of New York (BNY). BNY надає список призначених ним локальних зберігачів, зареєстрованих в Україні (ING Barings, «Приватбанк», ПУМБ). На їх рахунках депонуються цінні папери, під які в подальшому випускаються АDR. При цьому відношення однієї АDR до кількості цінних паперів чітко фіксується. Далі документи для випуску АDR подають до Комісії з цінних паперів і фондових бірж США (SEC).

2.9 Зменшення акціонерного капіталу та зворотний викуп акцій

При зменшенні статутного капіталу його розмір не може бути меншим за мінімальний розмір статутного капіталу, визначений законодавством (2 500 мінімальних зарплат).

Акціонерному товариству забороняється приймати рішення про зменшення розміру статутного капіталу також у тому разі, якщо попередній випуск акцій не зареєстровано.

Основні цілі зменшення статутного капіталу:

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

Способи зменшення статутного капіталу АТ:

- 1) зменшення номінальної вартості акцій;
- 2) зменшення кількості акцій існуючої номінальної вартості через викуп їх у власників з метою анулювання.

Механізм зворотного викупу акцій (share buyback) припускає покупку власних акцій АТ за ринковою ціною.

Цілі зворотного викупу акцій:

- 1) підтримка ліквідності акцій і їхніх котирувань. Це головна мета і тому основні акціонери можуть не брати участі в цьому процесі. Це рішення свідчить про впевненість менеджменту в зростанні ринкової вартості;
- 2) одержання прибутку на різниці цін викупу та ціни вторинного розміщення в майбутньому при більш сприятливих умовах;
- 3) мінімізація збитків, які будуть через зниження дивідендів у майбутньому;
- 4) можливість для власників збільшити свою управлінську частку без обов'язкової оферти (обов'язкової пропозиції про викуп міноритарним акціонерам).

Оферта – це пропозиція, зроблена з метою укладення договору. Оферта може бути виражена будь-яким способом, у тому числі в електронному вигляді, засобами масової інформації, усно (по телефону або безпосередньо при переговорах між партнерами),

письмово (проект договору, направлений однією стороною іншій стороні, обмін листами, телеграмами). Питання, пов'язані з офертою регулюються ст.ст. 155 і 156 Цивільного кодексу України. Оферент, зв'язаний своєю пропозицією й у випадку необґрунтованої відмови від оферти, зобов'язаний відшкодувати іншій стороні збитки, які вона понесла, діючи в передбаченні укладання договору;

5) можливість погасити (скасувати) викуплені цінні папери для зменшення кількості акцій, що розцінюється як позитивний фактор;

6) залишити акції в казначействі. Цінні папери купує сама компанія і вони стають казначейськими акціями. Акціонери ж могли б викупити цінні папери й з ринку, для цього не потрібно оголошувати buyback;

7) використання викуплених акцій у рамках опціонної програми для менеджменту з метою залучення їх до власності та стимулювання.

Умови використання зворотного викупу:

1) відсоток free float (вільно плаваючі акції) емітента значний. Має сенс викуповувати не менше 3–5 % статутного капіталу, інакше це не матиме ефекту на ринок. Викуп акцій може істотно скоротити їх і без того невелику частку в обігу, що змушує втриматися від викупів;

2) достатня ліквідність АТ і наявність вільних коштів для проведення викупу;

3) відсутність інших більше цікавих альтернативних напрямів використання вільних коштів, наприклад, операції злиття і поглинання (M&A);

4) незначний рівень волатильності фінансового ринку, при якому buyback здатний вплинути на підтримку котирувань.

3 ЛІЗИНГОВА ДІЯЛЬНІСТЬ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

3.1 Відмінність лізингу від оренди та історія його розвитку

Оренда – це майнове наймання, засноване на договорі про надання майна у тимчасове користування за певну плату.

Лізинг (від англ. leasing – оренда) – різновид орендних відносин, основний вид підприємницької діяльності, спрямований на інвестування тимчасово вільних або залучених фінансових коштів у майно, передане за договором оренди юридичним або фізичним особам за певну плату у тимчасове користування.

Лізинг – це не лише довгострокова оренда, але і специфічна система перспективного фінансування, у якій задіяні орендні відносини, елементи кредитного фінансування під заставу, розрахунки за борговими зобов'язаннями та інші фінансові механізми. *Суть лізингу* –

у поєднанні елементів оренди (відношення до права власності) і банківського кредиту (терміновість і зворотність).

Відмінність лізингу від оренди:

1) різна кількість учасників (при лізингу – 3, при оренді – 2);

2) різні цілі здійснення (при оренді здається невикористовуване обладнання з метою одержання доходу; мета лізингу – інвестування вільних коштів у покупку майна з подальшим здаванням його в оренду);

3) історично лізинг з'явився пізніше як більш розвинена форма оренди з елементами інвестування. Перша лізингова фірма офіційно була створена в США у 1957 році («U.S. Leasing» з капіталом 20 тис. дол.);

4) іноді під орендою розуміють оперативну форму лізингу (короткострокова, без викупу), а під лізингом – фінансову форму лізингу (довгострокову, з викупом).

«Конвенція про міжнародний фінансовий лізинг», що установила однакові норми регулювання лізингових угод, була прийнята в 1988 р. в Оттаві (Канада).

3.2 Учасники лізингу і його етапи

Класична схема лізингу передбачає трьох учасників: підприємство (виготовлювач обладнання), орендодавець (лізингова компанія) і орендар (лізингоотримувач).

Завдання лізингової компанії полягає у придбанні виробів, потрібних клієнтам, і здачі їх в оренду на заздалегідь погоджений термін за певну плату. Лізингові фірми у більшості випадків є філіями або дочірніми підприємствами великих транснаціональних, промислових і торгових фірм, банків або страхових компаній.

Інші види лізингових фірм: 1) лізингові посередницькі фірми (де дилери і дистриб'ютори займаються орендою поряд із основними операціями закупівлі і збуту товарів); 2) лізингові брокерські фірми (які за комісійні лише знаходять і зводять потенційного орендаря, виробника і лізингову фірму).

Етапи лізингової угоди:

1-ий етап – майбутній лізингоотримувач знаходить лізингову компанію із достатніми фінансовими коштами і вибирає продавця необхідного майна. Лізингодавець купує дане майно і передає його лізингоотримувачеві в тимчасове користування за плату. При цьому всі питання, що стосуються виду обладнання, якості і технічних

характеристик, вирішуються між виробником обладнання і лізингоотримувачем (хоча останній і не є юридичною стороною даної угоди). Лізингодавець виконує в основному фінансове забезпечення угоди;

2-ий етап – лізингодавець як власник обладнання здає його в тимчасове користування лізингоотримувачу. При цьому відповідальність за якість обладнання лягає на продавця майна.

По закінченні дії договору залежно від його умов майно або повертається лізингодавцю, або викупується лізингоотримувачем.

3.3 Види лізингу

Види лізингу формуються з урахуванням терміну використання та амортизації майна, обсягу обов'язків з обслуговування, кількості учасників угоди, типу майна, характеру лізингових платежів і форм розрахунку, рівня окупності орендованого обладнання.

Види лізингу залежно від термінів (відповідно до світової практики):

1) *лізинг* – довгострокова оренда на термін 1 рік і більше (три – п'ять і більше років);

2) *хайринг* – середньострокова оренда на термін від декількох місяців до року (або від одного до трьох років);

3) *рентинг* – короткострокова оренда на термін від декількох днів до місяця (від декількох годин, днів, місяців до одного року).

У міжнародній практиці термін лізингу менший від періоду амортизації обладнання. Термін оренди машин і обладнання 5–8 років, нерухомого майна – 10–20 років.

Основні види лізингу за окупністю: 1) оперативний лізинг; 2) фінансовий лізинг.

Оперативний (сервісний) лізинг – форма оренди з неповною окупністю, форма середньострокової і короткострокової оренди. Оперативний лізинг використовується, коли орендар готовий виплачувати більш високі орендні ставки, ніж нести весь ризик, пов'язаний із володінням майном (сезонність роботи, разове використання, необхідність спеціального технічного обслуговування). Сервісний лізинг застосовується для обладнання з високими темпами морального старіння (комп'ютери, наукові прилади та апаратура, копії, легкові автомобілі).

Уся відповідальність з обслуговування, ремонту і страхування обладнання покладається на орендодавця. Орендодавець має право

достроково розірвати договір з орендарем за умови обов'язкового завчасного попередження про це.

Орендні платежі при оперативному лізингу, як правило, вищі, ніж при фінансовому. Послуги з догляду за майном, його ремонту і технічного обслуговування підвищують орендну плату. Це, в основному, пункти прокату технічних засобів або товарів широкого вжитку.

Для орендодавця використання оперативного лізингу підвищує конкурентоспроможність, розширює ринок, але одночасно посилює вимоги до освоєння передової технології і ретельного розроблення програм фінансування.

Фінансовий (капітальний) лізинг – форма довгострокової оренди, найбільш поширена у міжнародній торгівлі. Фінансовий лізинг, як правило, має тристоронній характер (за посередництвом лізингової компанії) із повною виплатою вартості майна, тобто термін оренди наближається або дорівнює терміну амортизації (експлуатації) майна. Таким чином, фінансовий лізинг являє собою форму довгострокової оренди з правом або зобов'язанням орендаря на його покупку. При цьому технічне обслуговування і страхування здійснює лізингоотримувач. При фінансовому лізингу орендар і орендодавець не мають права його дострокового припинення за винятком випадків грубих порушень (після судових розглядів).

Прямий лізинг – лізинг, при якому виробник обладнання самостійно (без посередництва лізингової компанії) здає його в оренду. Така форма мало поширена, тому що при зростанні лізингових операцій виробник змушений створювати лізингову компанію (щоб не відволікати фінансові ресурси зі свого обороту).

Сублізинг – форма лізингу, що використовується при територіальному віддаленні основних учасників договору, коли призначений посередник спостерігає за правильністю використання обладнання, своєчасністю надходження орендних платежів і вирішує оперативні питання. У випадку тимчасової неплатоспроможності або банкрутства посередника лізингові платежі надходять основному лізингодавцю.

Зворотний лізинг (лізбек, lease and back, sale and leaseback) – двостороння угода, де постачальник і лізингоотримувач є однією юридичною особою. Підприємство (майбутній лізингоотримувач), що має обладнання, але має фінансові труднощі, продає своє обладнання лізинговій компанії і відразу бере його в лізинг (оперативний або фінансовий). Після закінчення оренди обладнання можна викупити.

Цілі використання зворотного лізингу у світовій практиці:

- 1) для вивільнення коштів, у т. ч. для мобілізації інвалютних інвестиційних ресурсів;
- 2) для стабілізації фінансових результатів у періоди зниження ділової активності;
- 3) для «осучаснення» балансу за рахунок «переоцінки» свого нерухомого і рухомого майна (насамперед землі і будівель) шляхом його продажу не за балансовою, а за, як правило, більш високою ринковою вартістю. Це надає балансу більшу реалістичність;
- 4) для отримання пільгового оподаткування прибутку.

Ліверидж-лізинг (роздільний лізинг) – це форма фінансового лізингу з додатковим залученням коштів (лізинг, частково фінансований лізингодавцем). Це зв'язано з багатоканальним фінансуванням і використовується для дорогих проектів (лізинг літаків). Лізингодавець бере позичку в одного або декількох кредиторів, однак не відповідає перед кредиторами за повернення цієї позички, яка погашається із сум лізингових платежів. Лізингодавець оформляє на користь кредиторів заставу на майно до погашення позики і поступається їм правом на одержання лізингових платежів у рахунок погашення позички. Амортизаційні відрахування для орендованого обладнання і сплата відсотків зі взятої на його придбання позички здійснюються у першій половині терміну оренди. Основний ризик за угодою несуть кредитори, а забезпеченням позички служать лізингові платежі і лізингове майно.

Компенсаційний лізинг – форма лізингу, при якій орендар поставляє орендодавцю в рахунок лізингових відрахувань вироблену на орендованому обладнанні продукцію. Така форма лізингу часто використовується в міжнародних лізингових операціях, тому що вирішує проблему валютної оплати оренди.

Чистий лізинг (нетто-лізинг) – різновид фінансового лізингу, при якому лізингоотримувач обслуговує майно і сплачує лізингодавцю «чисті» орендні платежі. Таким чином, витрати з обслуговування обладнання не входять у лізингові платежі.

Лізинг із обслуговуванням – різновид фінансового лізингу, що передбачає технічне обслуговування, ремонт, страхування обладнання, підготовку персоналу, маркетинг, рекламу готової продукції і т. ін., що входить в орендну плату. Використовується для оренди складного і дорогого обладнання.

Генеральний лізинг – це загальний договір про лізинг, що надає орендарю право доповнювати список орендованого обладнання без

укладання нових контрактів.

Револьверний лізинг – це лізинг із послідовною заміною майна, коли орендар має право після закінчення певного терміну обміняти орендоване обладнання на інший його вид. Використовується, коли лізингоотримувачу за технологією послідовно потрібні різні види обладнання.

Селенг – різновид двостороннього лізингу, що передбачає передачу власником своїх прав селенг-компанії для використання його майна за певну плату.

Об'єкти селенгу: вільне майно (земельні ділянки, підприємства, будівлі, обладнання), окремі майнові права юридичних і фізичних осіб, гроші, ЦП і т. п. За формою фінансування селенгова діяльність близька до банківської і здійснюється торгово-промисловими підприємствами.

3.4 Розрахунок лізингового платежу

Сума платежу при фінансовому лізингу з щорічними однаковими платежами (відповідно до формули для ануїтетів)

$$R = \frac{C \cdot r}{1 - (1 + r)^{-n}}, \quad (3.1)$$

де R – сума платежу за лізингом, грн; C – вартість лізингових основних фондів, грн; r – процентна ставка, частки одиниці; n – кількість виплат платежу, од.

Сума платежу за фінансовим лізингом при платежах і нарахуванні відсотків m разів на рік

$$R = \frac{C \cdot r / m}{1 - \frac{1}{(1 + r / m)^{m \cdot n}}}, \quad (3.2)$$

де R – сума лізингових платежів, грн; C – сума договору на лізинг, грн; r – процентна ставка банку (частки од.); n – термін дії лізингу, років; m ($=p$) – періодичність платежів (кількість платежів на рік).

Коефіцієнт поправок із залишкової вартості розраховується при частковій оплаті вартості об'єкта лізингу

$$K_{зв} = 1 - \frac{C_{зв}}{(1 + r / m)^{m \cdot n}}, \quad (3.3)$$

де $C_{зв}$ – залишкова вартість у частках одиниці до початкової вартості.

Коефіцієнт поправок з авансових платежів розраховується, якщо лізингові платежі впродовж року виплачуються авансом:

$$K_a = \frac{1}{1 + r/m}. \quad (3.4)$$

Уточнена сума лізингового платежу R_y

$$R_y = R \cdot K_{36} \cdot K_a. \quad (3.5)$$

3.5 Переваги і недоліки лізингу

Економічні переваги лізингу визначаються тим, що для одержання прибутку СГ важливо не право власності на засоби виробництва, а право їхнього використання.

Основні переваги використання лізингу:

1) на відміну від грошового кредиту не потрібна застава або гарантія, оскільки заставою є саме майно;

2) передбачає 100 % кредитування. Кредит, на відміну від лізингу, надається лише на частину вартості цінностей, що купуються, а інша частина оплачується за рахунок власних коштів;

3) не вимагає негайної оплати, що дозволяє орендарю без великих фінансових витрат купувати дороге обладнання. При лізингу не потрібно додаткових витрат, окрім орендної плати. При розвиненому лізингу початкові внески, необхідні для організації бізнесу, можуть бути знижені в 4 рази, що сприяє розвитку, насамперед малих і середніх підприємств;

4) дозволяє збільшити загальний обсяг фінансування (максимізувати фінансовий леверидж) і не перешкоджає традиційним формам фінансування. Оперативний лізинг дозволяє фірмі «краще виглядати» при проведенні поверхневого аналізу її кредитоспроможності, тобто реально мати більш високий рівень левериджу (це особливо важливо для дрібних фірм). Майно не відображається у балансі лізингоотримувача (тому що правом власності володіє орендодавець), що не збільшує (не обтяжує) його активи (відношення основного і власного капіталів) і звільняє від сплати податку на майно. Тому оперативний лізинг називають «позабалансовим фінансуванням». У разі якщо лізинг капіталізується, тобто орендоване обладнання відображається в балансі, ця перевага зникає;

5) дозволяє залучити більше коштів на більш тривалий період, ніж із гарантованої позички для покупки обладнання. При цьому на

відміну від кредиту виконується «золоте правило фінансування» (яке здійснюється впродовж усього часу використання активу);

б) для лізингоотримувача знижується ризик морального і фізичного старіння обладнання, тому що воно береться в тимчасове користування і термін оренди обладнання, як правило, коротший від нормативного терміну служби;

7) відсотки з лізингових платежів можуть бути нижчими, ніж із кредиту, і також знижують оподатковуваний прибуток. Однак завищені орендні платежі можуть викликати зростання ціни товару і знизити його конкурентоспроможність (особливо для СГ із невеликою доданою вартістю);

8) виробник обладнання збільшує збут продукції та освоює нові сегменти ринку (диверсифікує пропозицію);

9) питання придбання і фінансування вирішуються одночасно, що зменшує накладні витрати. Можливе скорочення або усунення трудомістких операцій з придбання обладнання (укладання договорів закупівлі-продажу, здійснення платежів та ін.), з його утримування та обслуговування (амортизаційні відрахування, сплата податку на майно, страхування, відновлення), із ліквідації і продажу обладнання.

У світовій практиці головною причиною зростання фінансового лізингу є податки. Промислово розвинені країни стимулюють розвиток лізингу за рахунок надання податкових пільг, у результаті чого лізинг у 1,5–2 рази виявляється дешевше від банківського кредиту.

Негативні моменти оренди:

1) ризик орендаря у зв'язку з можливою поломкою орендованих основних засобів;

2) ризик зниження ліквідності орендованого майна після закінчення фінансового лізингу (тобто складно продати);

3) обов'язковість викупу орендованого майна за залишковою вартістю після завершення лізингу без можливості продовження договору на більш пільгових умовах (з урахуванням низької недоамортизованої вартості);

4) неврегульованість оподаткування, що може істотно підвищити вартість оренди (зокрема з ПДВ). Орендодавець, купуючи обладнання, одразу сплачує ПДВ, і повинен поступово покрити ці платежі при передачі обладнання в оренду;

5) більш дорогий ніж купівля без кредиту;

6) не дозволяє збільшити вартість бізнесу;

7) обов'язковість платежів незалежно від використання обладнання

при зміні діяльності, штрафи при розірванні угоди.

3.6 Порівняння фінансового лізингу і покупки в кредит

Елементи грошового потоку при покупці обладнання за рахунок довгострокового кредиту:

I) інвестиційні грошові потоки:

1) капіталовкладення підприємства (якщо є) ($K_{т1}$);

2) податкова економія за рахунок амортизаційних відрахувань ($(PE_{ам.1})$);

3) доходи від експлуатації нового обладнання ($DE_{т1}$);

4) залишкова вартість обладнання ($K_{зв.1}$);

II) боргові грошові потоки:

1) виплати основної суми боргу (BK_1);

2) виплати відсотків з боргу (BP_1);

3) податкова економія за рахунок відсотків ($PE_{пр.1}$).

Елементи грошового потоку при фінансовому лізингу обладнання:

I) орендні (лізингові) платежі:

1) платежі, еквівалентні процентному боргу (BP_2);

2) платежі, еквівалентні погашенню основного боргу (викуп обладнання, BK_2);

II) зменшення оподаткованого прибутку:

1) за рахунок частини орендної плати, аналогічної до відсотків із боргу ($PE_{пр.2}$);

2) за рахунок частини орендної плати, аналогічної до амортизаційних відрахувань ($PE_{ам.2}$);

III) доходи від експлуатації обладнання ($DE_{т2}$);

IV) залишкова вартість обладнання ($K_{зв.2}$).

Основне правило обґрунтування варіанта придбання нового обладнання полягає в дисконтуванні еквівалентних елементів грошових потоків за однаковими ставками. Кожний із цих елементів грошового потоку розрізняється часом і ризиком. Для спрощення розрахунків може використовуватися єдина ставка дисконтування, що дорівнює ставці відсотків із позикового капіталу з урахуванням податків ($r_{кр.п.}$):

$$(r_{кр.п.}) = r_{кр.} \cdot (1 - СОП), \quad (3.6)$$

де СОП – ставка оподаткування прибутку.

Чистий приведенний дохід лізингоотримувача визначається як дисконтований грошовий потік за винятком викупної вартості обладнання наприкінці оренди (за залишковою вартістю) і лізингових

платежів з урахуванням оподаткування:

$$\begin{aligned}
 NPV_{\text{л}} &= \sum_{t=0}^T \left[\frac{DE_{t2}}{(1+r_{np})^t} \right] - K_{\text{зв.2}} * (1+r_{np})^{-T} - \sum_{t=0}^T \left[\frac{ЛП_t * (1-СОП)}{(1+r_{кр.н.})^t} \right] = \\
 &= \sum_{t=0}^T \left[\frac{DE_{t2}}{(1+r_{np})^t} \right] - K_{\text{зв.2}} * (1+r_{np})^{-T} - \\
 &- \sum_{t=0}^T \left[\frac{(BK_{t2} + ВП_{t2} - ПЕ_{np,t2} - ПЕ_{ам,t2}) * (1+r_{кр.н.})^t}{(1+r_{кр.н.})^t} \right], \quad (3.7)
 \end{aligned}$$

де r_{np} – ставка дисконту за проектом;

$ЛП_t = ВП_{t2} + BK_{t2}$ = лізинговий платіж t -го року;

$ПЕ_{np,t2} = ВП_{t2} * СОП$;

$ПЕ_{ам,t2} = BK_{t2} * СОП$;

$(BK_{t2} + ВП_{t2} - ПЕ_{np,t2} - ПЕ_{ам,t2}) = ЛП_t - ВП_{t2} * СОП - BK_{t2} * СОП =$

$= ЛП_t - ЛП_t * СОП = ЛП_t * (1 - СОП)$.

Чистий приведений дохід при одержанні кредиту на придбання обладнання під гкр. %:

$$\begin{aligned}
 NPV_{\text{к}} &= \sum_{t=0}^T \left[\frac{DE_{t1}}{(1+r_{np})^t} \right] - \\
 &- \sum_{t=0}^T \left[\frac{(BK_{t1} + ВП_{t1} - ПЕ_{np,t1} - ПЕ_{ам,t1}) * (1+r_{кр.н.})^t}{(1+r_{кр.н.})^t} \right]. \quad (3.8)
 \end{aligned}$$

Вибір придбання нового обладнання в лізинг або у кредит визначається співвідношенням $NPV_{\text{л}}$ та $NPV_{\text{к}}$.

Ефект для лізингодавця визначається при дисконтуванні грошових потоків за ставкою, що дорівнює $r_{кр}$, якщо немає розходження в рівні надійності лізингу і кредиту. Інакше $r = r_{кр} \pm \Delta r$ (премія за ризик).

Оскільки ризик при лізингу, як правило, нижче, ніж із грошового кредиту (через забезпеченість), то норма дисконту обирається такою або меншою середньої ставки відсотків із позикового капіталу.

У реальних розрахунках при визначенні грошових потоків із кожного варіанта повинні бути також враховані терміни внесення податків, оплата ремонту обладнання, інші виплати і надходження.

4 ДОВГОСТРОКОВЕ БОРГОВЕ ФІНАНСУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

4.1 Форми та джерела залучення позичкового капіталу

Залежно від строків виконання зобов'язань вітчизняними стандартами бухгалтерського обліку позичковий капітал поділяється на довгостроковий і поточний.

Згідно з П(С)БО 2 під довгостроковими зобов'язаннями необхідно розуміти зобов'язання, що будуть погашені впродовж строку, який перевищує 12 календарних місяців, або впродовж строку, що перевищує операційний цикл, якщо він більший 12 календарних місяців.

Довгострокові зобов'язання і відповідно довгостроковий позичковий капітал підприємства можна класифікувати за такими видами:

- позички банків та інші позички, термін погашення яких перевищує 12 календарних місяців;
- довгострокові зобов'язання за емітованими облігаціями;
- відстрочені податкові зобов'язання;
- довгострокові векселі видані;
- довгострокові зобов'язання з фінансової оренди та оренди цілісних майнових комплексів;
- інші довгострокові зобов'язання, зокрема, відповідно до законодавства відстрочена заборгованість з податків (інших обов'язкових платежів), фінансова допомога на зворотній основі тощо.

Під *поточними (короткостроковими) зобов'язаннями* необхідно розуміти зобов'язання, що будуть погашені впродовж операційного циклу або повинні бути погашені протягом 12 місяців з дати складання балансу. Поточний позичковий капітал може формуватися за рахунок таких видів зобов'язань:

- короткострокові кредити банків;
- поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями (частина довгострокової заборгованості, яку необхідно погасити впродовж одного року з дати складання балансу);
- векселі видані (сума заборгованості за виданими векселями в забезпечення поставок (робіт, послуг) від постачальників, підрядників та інших кредиторів, термін погашення якої не перевищує 12 календарних місяців);
- кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги (сума

заборгованості постачальникам і підрядникам за одержані матеріальні цінності, виконані роботи та отримані послуги, крім заборгованості, що забезпечена векселями);

- поточні зобов'язання за розрахунками з одержаних авансів (сума внесків, одержаних від інших осіб у рахунок наступних поставок продукції, виконання робіт (послуг), а також суми попередньої оплати покупцями і замовниками рахунків постачальника);

- поточні зобов'язання за розрахунками з бюджетом (заборгованість підприємства за всіма видами платежів до бюджету, включаючи податки з працівників підприємства, а також зобов'язання за фінансовими санкціями, що справляються у дохід бюджету);

- поточні зобов'язання за розрахунками зі страхування (заборгованість по зборах на обов'язкове державне пенсійне страхування, обов'язкове соціальне страхування, обов'язкове соціальне страхування на випадок безробіття, розрахунках за індивідуальним страхуванням персоналу підприємства, за страхуванням майна та за іншими розрахунками зі страхування);

- поточні зобов'язання за розрахунками з оплати праці (заборгованість з нарахованої, але не виплаченої оплати праці, премій, допомоги тощо);

- поточні зобов'язання за розрахунками з учасниками (заборгованість підприємства його учасникам (власникам), пов'язана з розподілом прибутку (дивідендів) та іншими виплатами, нарахованими засновникам та учасникам за користування майном, зокрема, земельним і майновим паями, а також виплатами у зв'язку з одержанням належної вибулому учаснику частини активів підприємства);

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

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

До складу позичкового капіталу належать також зобов'язання, які відображаються за розділом «Доходи майбутніх періодів». У цій статті показуються доходи, одержані впродовж поточного або попередніх звітних періодів, які належать до наступних звітних періодів. Зокрема, до складу доходів майбутніх періодів належать доходи у вигляді одержаних авансових платежів за здані в оренду основні засоби та інші необоротні активи (авансові орендні платежі), передплата на

періодичні та довідкові видання, виручка за вантажні перевезення, виручка від продажу квитків транспортних і театральних-видовищних підприємств, абонентна плата за користування засобами зв'язку тощо.

Таким чином, до основних зовнішніх джерел формування позичкового капіталу підприємств належать:

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

Усі витрати (проценти, комісійні тощо) підприємств, пов'язані із залученням та обслуговуванням позичкового капіталу, відображаються за статтею «Фінансові витрати» звіту про фінансові результати.

Фінансовий кредит – це позичковий капітал, який надається банком або небанківською фінансовою установою у позичку юридичній або фізичній особі на визначений строк для цільового використання та під процент.

Основним різновидом фінансових кредитів є *банківський кредит*, який надається на умовах забезпеченості, поверненості, строковості, платності і цільової спрямованості.

Класифікація банківських кредитів за строками: а) короткострокові (до 1 року); б) середньострокові (до 3 років); в) довгострокові (понад 3 роки).

Класифікація позичкового капіталу з погляду підприємств (у контексті фінансової звітності): а) довгостроковий; б) короткостроковий. Під *довгостроковими кредитами* розуміють зобов'язання, які повинні погашатися впродовж більше ніж одного року з дати складання балансу, а також пролонговані короткострокові позички, які перейшли до складу довгострокових.

Довгострокові кредити залучаються підприємствами для фінансування довгострокових активів, зокрема, основних засобів (їх придбання, реконструкція, модернізація), нового будівництва, інших видів необоротних активів, а також окремих видів оборотних активів, в яких кошти заморожуються на тривалий період.

В економічно розвинених країнах до довгострокових банківських кредитів вдаються, як правило, підприємства малого та середнього бізнесу. Великі підприємства довгострокову потребу в капіталі задовольняють здебільшого шляхом емісії облігацій.

Короткостроковими кредитами банків є зобов'язання, які повинні бути виконані впродовж терміну, що не перевищує одного року з дати складання балансу, а також зобов'язання за кредитами (позичками), як

довгостроковими, так і короткостроковими, термін погашення яких минув на дату складання балансу.

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

4.2 Облігаційне фінансування СГ

Випуск облігацій, як правило, розрахований не на капіталодавців, а на ринок капіталів у цілому.

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

Облігації можуть випускатися підприємствами всіх передбачених законом форм власності, об'єднаннями підприємств, акціонерними та іншими товариствами і не дають їх власникам права на участь в управлінні. Як правило, облігації емітуються великими АТ чи ТОВ, які мають достатній рівень кредитоспроможності та репутацію для успішного розміщення цінних паперів на ринку.

Форми випуску облігацій: іменні і на пред'явника. Враховуючи те, що строк, на який розміщуються облігації, становить здебільшого від 5 до 15 років, для спрощення процедури передачі права власності більшість підприємств випускають облігації на пред'явника.

Переваги облігаційного фінансування:

- ◆ диверсифікація капіталодавців, зокрема, кредиторів;
- ◆ залучення коштів здійснюється на довгостроковий період;
- ◆ податкові переваги, оскільки проценти за облігаціями відносяться на зменшення оподаткованого доходу емітента;
- ◆ порівняно з акціями облігації є менш ризиковим об'єктом вкладення коштів для інвесторів.

Недоліки облігаційного фінансування:

- ◆ високий рівень накладних витрат, пов'язаних із випуском облігацій;
- ◆ ризик сплати завищених процентів, передбачених умовами випуску облігацій, у разі зменшення ринкової процентної ставки;
- ◆ складність пролонгації строків погашення через значну кількість держателів облігацій і труднощі ведення переговорів з ними.

Курс емісії облігацій (за винятком конвертованих облігацій) (на відміну від акцій) може дорівнювати номіналу, бути вищим або нижчим за нього. Якщо курс емісії перевищує номінал, то підприємство-емітент отримує дохід у вигляді *ажіо (премію)*, аналогічно до емісійного доходу за акціями. Якщо курс емісії менший номіналу, то облігація розміщується зі *знижкою (дисконтом, дизажіо)*.

Дисконт або дизажіо (за операціями з облігаціями) – різниця між номінальною вартістю облігації та курсом її емісії, якщо курс емісії нижчий за номінальну вартість.

Курс погашення може збігатися з номіналом або перевищувати його. Дохід за облігаціями усіх видів виплачується відповідно до умов їх випуску.

Види облігацій за способом виплати відсотків.

1 Купонні (процентні) – із процентними купонами, які вирізаються та надаються до оплати при настанні строку виплати відсотків. Фіксована процентна ставка, що завжди оголошується в річному обчисленні, навіть якщо виплати провадяться частіше, ніж раз у рік, називається *купонною ставкою*, а самі платежі купонами. Купонні або процентні ставки – це плата за кредит. Фіксована купонна ставка встановлюється у момент емісії. Безкупонними облігаціями іноді називають облігації, за якими передбачений купонний дохід, але відсутні самі купони на паперовому носії.

2 Із нульовим або міні-купоном (Zerobond) – продаються з дисконтом (зі знижкою) у ціні, часто досить високою, і потім викуповуються за номіналом або за викупною ціною. Первісна загальна *прибутковість до погашення* в них найчастіше заздалегідь зафіксована.

3 Із плаваючою купонною ставкою – зі ставкою, що корегується залежно від інших економічних показників. Наприклад, дохід дорівнює рівню інфляції плюс 2 %.

4 Змішаного типу (комбіновані) – наприклад, при продажі з дисконтом і купонними платежами при обігу.

5 Із доплатою на вибір – інвестор у певний термін самостійно вибирає викуп облігацій або їх обмін на акції.

6 Дохідні облігації (за участі), за якими повертається номінал, а відсотки виплачуються залежно від прибутку емітента.

7 Із рівномірно зростаючою купонною ставкою (залежно від прогнозу інфляції).

Основні фактори, які впливають на вибір емітентом купонної

ставки:

– загальні ринкові умови для боргових інструментів даного строку і характеристик, у тому числі прогноз зміни процентних ставок і рівня інфляції;

– строк емісії;

– кредитоспроможність або рейтинг емітента;

– ступінь забезпечення, пропонованого для підтримки емісії;

– податковий статус емісії;

– особливості випуску, оголошені в проспекті емісії, які впливають на прибутковість і ризик інвесторів (наприклад, можливість дострокового погашення, наявність фонду погашення і т. п.);

– політична стабільність у країні та перспективи економіки.

Види облігацій за способом забезпечення:

Забезпечені або гарантовані:

– із майновою заставою – наприклад, заставляється у банку земля або нерухомість, дорогоцінні метали;

– повні – забезпечені заставою всього майна емітента (бланкові);

– із заставою у вигляді майбутніх податків (державні);

– із трастовим забезпеченням – заставляються ЦП інших емітентів;

– облігації із заставою пула заставних. Такі облігації випускаються кредитором, на забезпеченні в якого перебуває пул (пакет) іпотек під видані ним позички під нерухомість;

– облігації, які гарантуються іншою юридичною особою, наприклад, солідним банком. Або фірма з високим кредитним рейтингом гарантує зобов'язання емітента з низьким рейтингом, що дозволяє зменшити вартість запозичення;

– проектні облігації, що випускаються з метою фінансування конкретного проекту. Як джерело забезпечення й погашення проектних облігацій виступає дохід, що утвориться в результаті виконання цього проекту.

Незабезпечені облігації:

– без забезпечення та без гарантій – облігації випускаються лише під відоме ім'я емітента, під обіцянку виплатити борг і відсотки. Емітент змушений виплачувати інвесторам більш високі відсотки. Ці облігації часто випускаються у вигляді конвертованих облігацій із зобов'язанням подальшого обміну на звичайні акції емітента;

– застраховані облігації утворюються шляхом страхування у приватній страховій компанії доходів і ризику непогашення на випадок виникнення труднощів у виконанні зобов'язань. Страхування може провадитися за рахунок коштів емітента або за рахунок коштів

інвестора;

– гарантовані облігації випускаються під гарантії поручителя.

– субординовані облігації відрізняються тим, що у випадку банкрутства емітента вимоги власників цих облігацій будуть задовольнятися лише після повного задоволення вимог інших кредиторів, що мають більші права черговості виплати заборгованості (наприклад, власників звичайних облігацій). Тому процентні ставки за ними трохи вище, ніж за звичайними (на 1–2 %).

Види облігацій за характером обігу:

– *конвертовані облігації*, які можна обміняти на прості акції емітента;

– *із правом дострокового погашення (звужувані) або з правом збільшення терміну заборгованості (розширювані) за ініціативою емітента*;

– *із правом дострокового погашення на вимогу інвестора*;

– *облігації, що випускаються з варантом або передплатними правами* на акції або облігації. Ці облігації дуже схожі на конвертовані облігації. Також у світі зустрічаються облігації з варантами, які надають право покупки додаткових облігацій за тією ж купонною ставкою. У результаті при зниженні купонних ставок покупець одержує право купити облігації з більш високою прибутковістю, ніж існує в цей момент;

– *«сміттєві» облігації або облігації спекулятивного рівня* є високоприбутковими облігаціями, що мають рейтинг нижче інвестиційного рівня. Такі облігації виникають, коли фірма має недостатню фінансову історію або коли кредитоспроможність емітента падає вже після емісії облігацій. У багатьох країнах менеджерам, що управляють портфелями цінних паперів, часто законодавчо заборонено інвестувати кошти в такі облігації.

Класифікація облігацій за видами валют.

В Україні облігації можуть випускатися у національній валюті, у валюті інших держав (як правило, державні) і в подвійній номінації.

Акціонерні товариства випускають облігації на суму не більше 25 % від розміру статутного капіталу і лише після повної оплати всіх випущених акцій. Для інших емітентів – без обмежень.

Розміщення облігацій на ринку може здійснюватися або безпосередньо емітентом, або за допомогою фінансового посередника. Розміщенням облігацій часто займаються банківські консорціуми, які викуповують усю емісію в емітента за певну винагороду (в середньому від 2,5 до 4,0 % вартості емісії).

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

Одноразові накладні витрати на емісію облігацій становлять у середньому 4–7 % вартості емісії і включають:

- виплату комісійних фінансовому посереднику чи банківському консорціуму;
- витрати на реєстрацію емісії та опублікування інформації про випуск облігацій;
- сплату державного мита у розмірі 0,1 % загальної номінальної вартості облігацій, що пропонуються для продажу, за реєстрацію інформації про емісію цінних паперів;
- витрати на друкування сертифікатів цінних паперів;
- відшкодування послуг аудиторів;
- інші витрати.

Мінімально доцільний обсяг емісією облігацій визначається високим рівнем накладних витрат на емісію облігацій. (У Західній Європі мінімальний обсяг емісії – 3 млн євро).

Фактори успішного розміщення облігацій:

- наявність і характер публічної інформації про емітента;
- кредитний рейтинг, присвоєний емітенту рейтинговими агентствами;
- оцінки незалежних фінансових аналітиків.

Основні рейтингові агентства (у США і світі): Standard and Poor's Corporation – S&P, Moody's Investor Service – Moody's, Fitch Investor Service, Inc. – Fitch.

Рівні рейтингів облігацій:

- 1) інвестиційний рівень (з 4 підрівнями) – найвища кредитна цінність;
- 2) помітно спекулятивний рівень (з 2 підрівнями) — низька кредитна цінність;
- 3) переважно спекулятивний рівень (2–4 підрівні, залежно від рейтингового агентства) — суттєвий ризик або відмова від платежу.

Ціна облігації формується на основі дисконтування майбутнього Cash-flow.

Порядок обслуговування та погашення облігацій усіх видів визначається під час їх випуску.

Погашення облігації – це виплата номінальної вартості облігації та доходу за ними у терміни, передбачені умовами емісії облігацій.

Способи погашення: 1) шляхом фіксованих виплат; 2) на основі

застосування методу ануїтетів. В останньому випадку платежі з погашення облігацій здійснюються через певні інтервали часу в однаковому розмірі. Сума платежу включає дохід за облігацією і номінальну вартість, причому з часом частка процентних доходів зменшується, а погашення основної суми боргу збільшується.

Конверсія облігацій в облігації нового випуску здійснюється для приведення у відповідність облігаційної і ринкової дохідності. У разі суттєвої зміни ринкових процентних ставок (і наявності фіксованих процентів за облігаціями) емітент погашає облігації попередніх випусків і емітує нові, з іншими умовами дохідності, яка відповідає ринковій дохідності.

Облігації з нульовим купоном (Zerobond)

Облігації з нульовим купоном (Zerobond) набули поширення на міжнародних ринках капіталів з 1981р.

Основні особливості zero-облігацій:

- відсутність поточних процентних платежів;
- облігації розміщуються з дизажіо (дисконтом);
- погашення здійснюється за номінальною вартістю.

Проценти і проценти на проценти за облігаціями з нульовим купоном тезавруються і виплачуються при погашенні цінних паперів у складі їх номінальної вартості або у вигляді премії. Номінальна вартість, яка підлягає погашенню, залишається фіксованою впродовж усього терміну запозичення. Саме тому, випускаючи облігації, потрібно правильно розрахувати номінальну вартість з тим, щоб вона враховувала поточну і прогнозну кон'юнктуру фінансового ринку і, з одного боку, мінімізувала вартість залучення капіталу, а з іншого – стимулювала інвесторів вкладати кошти в облігації. Вважається, що кредитоспроможність емітентів облігацій із нульовим купоном повинна бути вищою від тих, які випускають процентні облігації, оскільки інвестори піддаються більшому ризику.

Вкладаючи кошти в ці облігації, інвестор отримує доходи не у вигляді процентів, а в результаті приросту його капіталу.

Різновиди облігацій з нульовим купоном:

1) зростаючі облігації (з накопичуваними процентами). Вони розміщуються за номінальною вартістю (100 %), а погашаються – за курсом, який містить номінал і нараховані складні проценти;

2) облігації з дисконтом. Ці облігації розміщуються за ціною, нижчою за номінал, а погашаються – за номіналом (за курсом 100 %).

Відповідно до вимог податкового законодавства, збитки від розміщення дисконтних цінних паперів (дизажіо), емітованих

платником податку, відносять до складу його валових витрат у податковий період, упродовж якого відбулося погашення (викуп) таких цінних паперів.

Згідно з вимогами фінансового обліку суми дисконту та нараховані проценти списуються на фінансові витрати підприємства-емітента.

Недоліком zero-облігацій для емітента є прийняття на себе ризику зміни процентних ставок.

Облігації з нульовим купоном можуть купуватися і продаватися на вторинному ринку під час усього періоду їх обігу. При цьому виявляються такі закономірності щодо формування ринкової ціни на них. Якщо процентні ставки на ринку капіталів зростають, то ринковий курс зазначених облігацій падає. *Ринкова процентна ставка* – це ставка, заснована на сумах, що виплачуються на інвестиційному ринку за борговими цінними паперами (облігаціями, векселями, ощадними сертифікатами) зі схожими параметрами запозичення і ризику.

Завдяки складному механізму реінвестування, за якого не лише капітал, вкладений в облігації, а й майбутні проценти матимуть дохідність на рівні меншому, ніж середня ставка дохідності на ринку, темпи падіння ринкової ціни на облігації з нульовим купоном будуть непропорційно високими. Навпаки, якщо процентні ставки на ринку знижуються, то ціна відповідних облігацій непропорційно зростатиме. Отже, на відміну від звичайних облігацій, при ціноутворенні на облігації з нульовим купоном *проявляється ефект важеля*, який підсилює щодо згаданих облігацій існуючі на ринку тенденції.

Також, коли випускаються облігації з вищою ставкою відсотка (припустимо 13 %), вартість раніше випущених облігацій із нижчим купоном (4 %) буде падати. Ціна на старі облігації впаде пропорційно збільшенню ставки відсотка нових облігацій ($13 \% / 4 \% = \text{у три рази}$). Це відбувається у зв'язку з необхідністю збереження привабливості облігацій для інвесторів і для продавців цих облігацій. Якщо облігації будуть забезпечувати занадто низький дохід (порівняно з новими облігаціями), то їх не будуть купувати. Якщо поточний дохід буде занадто високий, то продавці відмовляться їх продавати або будуть продавати за більш високою ціною і прибутковість впаде.

Конвертовані облігації

Конвертовані облігації – це іменні облігації, які передбачають можливість їх обміну на звичайні акції підприємства. У разі конверсії відбувається трансформація позичкового капіталу у власний, тобто кредитори стають власниками.

Рішення про випуск облігацій цього типу приймається в такому самому порядку, як і рішення щодо випуску акцій. На відміну від інших видів облігацій, курс емісії конвертованих облігацій – не менший за номінал.

Додаткові параметри конвертованих облігацій (окрім номінального курсу, процентної ставки, строків обігу):

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

Захист прав акціонерів. Оскільки збільшення капіталу на основі обміну облігацій на акції призводить до змін курсу акцій та «розмивання» прав акціонерів, вони мають переважні права на купівлю конверсійних облігацій такі самі, як і на купівлю нових акцій. Переважні права визначаються відношенням статутного капіталу до загальної номінальної вартості емітованих облігацій.

Захист прав держателів облігацій. Із метою недопущення знецінення права на конверсію внаслідок позапланових емісій акцій за низьким курсом, збільшення статутного капіталу за рахунок реінвестицій чи надмірних виплат дивідендів упродовж строку обігу конвертованих облігацій, умовами емісії останніх можуть передбачатися певні захисні застереження. *Найпоширеніші застереження у разі проміжної емісії акцій* за курсом, нижчим за ринковий: 1) зменшення рівня планових доплат при конверсії на величину переважних прав; 2) надання держателям облігацій переважних прав нарівні з іншими акціонерами.

Коефіцієнт конвертації – це співвідношення яке показує, скільки облігацій необхідно надати для того, щоб одержати одну акцію. Він визначається шляхом ділення номінальної вартості всіх облігацій, які перебувають в обігу, на обсяг збільшення статутного капіталу. Наприклад, якщо коефіцієнт конвертації становить 4:1 і номінальна вартість облігацій відповідає номіналу акцій, то це означає, що чотири облігації можна обміняти на одну звичайну акцію.

Доплати. Оскільки конверсія може проводитися через декілька років після емісії облігацій, за цей період прибутковість емітента і ринковий курс акцій можуть значно змінитися. Із метою приведення у відповідність реальної ціни акцій із вартістю конвертації, стимулювання до ранньої чи пізньої конвертації умовами випуску

можуть передбачатися доплати, які здійснюються при обміні.

Можливі варіанти доплат при конвертації.

1 Фіксований розмір доплат: курс емісії акцій визначається розміром доплат і коефіцієнтом конвертації.

2 Зростаючі доплати: курс емісії акцій з часом зростає, що стимулює до проведення більш ранньої конвертації.

3 Спадаючий розмір доплат: курс емісії акцій з плином часу зменшується, що стимулює до проведення пізнішої конвертації.

4 Доплати, прив'язані до дивідендів: розмір доплат збільшується або зменшується пропорційно до ставки нарахування дивідендів за акціями підприємства.

5 Компенсації: у разі конвертації, окрім акцій, держатель облігацій отримує певну суму грошових компенсацій.

Умови доцільності випуску конвертованих облігацій:

- ставки на кредитному ринку є досить високими;
- курс акцій через низьку прибутковість має тенденцію до зниження;
- прогнози щодо майбутніх перспектив діяльності підприємства є не досить виразними.

Переваги конвертованих облігацій для емітента:

1) дозволяють залучити капітал, коли є проблеми з випуском акцій або емісією звичайних облігацій (у т. ч. при санації);

2) проценти за ними є нижчими, ніж середня процентна ставка на кредитному ринку, оскільки інвестори погоджуються одержувати меншу дохідність заради права обміну їх на звичайні акції в майбутньому;

3) зменшення податкового навантаження (на 5–15 років), оскільки проценти за облігаціями відносяться на валові витрати емітента, а дивіденди за акціями (у разі додаткової емісії) необхідно сплачувати за рахунок чистого прибутку;

4) встановлення курсу емісії акцій на рівні, максимально наближеному до ринкового, або навіть його перевищення. Тобто підприємства можуть отримати більший емісійний дохід, ніж при додатковій емісії акцій;

5) дозволяє провести фактично емісію акцій, відсунувши її на деякий строк (наприклад, щоб не проводити розмивання статутного капіталу в поточний момент).

Конвертовані облігації можуть бути однією з форм кредитування санації власниками та кредиторами підприємства. Конвертовані облігації дають можливість зацікавити інвестора в наданні фінансових

ресурсів, якщо він не ризикує придбати звичайні акції.

Конвертовані облігації, як правило, випускаються великими підприємствами на строк від 5 до 15 років. Ринкова ціна конверсійних облігацій визначається їх інвестиційною вартістю та ціною звичайних акцій, обраних для конверсії.

Конверсію доцільно здійснювати, коли курс конверсії (вартість облігацій плюс доплати) є нижчим за біржовий курс акцій. Оскільки курс емісії акцій визначається коефіцієнтом конверсії та доплатами, вони повинні бути встановлені таким чином, щоб курс емісії акцій був не нижчим за їх номінальну вартість.

Рішення держателів облігацій щодо їх конверсії в акції залежить від рівня прибутковості та надійності емітента. Відомості про обсяг емісії цінних паперів, що конвертуються в акції, повинні міститися в статуті акціонерного товариства.

Переваги конвертованих облігацій для інвестора:

1) низький інвестиційний ризик, оскільки у разі банкрутства підприємства претензії власників облігацій задовольнятимуться в одній черзі з іншими кредиторами;

2) можливість збільшення капіталу і отримання підвищеної доходності, як за звичайними акціями. Існує можливість продати свої акції, отримані замість облігацій, за більш високою ціною, тому що обмін звичайно відбувається тоді, коли курс акцій зростає. Випуск таких облігацій може бути цікавий для тих інвесторів, які впевнені в зростанні курсу акцій цього емітента й готові чекати якийсь час до обміну.

Якщо акції емітента на ринку падають у ціні, то ціна конвертованих облігацій знижується до ціни звичайних облігацій, що обмежує втрати інвестора. Якщо компанія розвивається успішно й динамічно, то власник конвертованої облігації, не беручи участь у прибутках, проте, може отримати дохід від зростання курсу акцій.

Вартість облігаційного фінансування

Вартість облігації дорівнює сумі сучасної вартості її анuitетів і сучасної вартості її номіналу:

$$P = M \cdot c \cdot a_{n,r} + M \cdot (1 + r)^{-n}, \quad (4.1)$$

де P – ринкова ціна; M – номінал (ціна погашення) облігації; c – купонна ставка (норма купонної доходності); $a_{n,r}$ – коефіцієнт дисконтування анuitету; n – строк до погашення облігації (у роках).

Будь-які обчислення за облігаціями зручніше провадити, виходячи з пакета облігацій або частини облігації номінальною вартістю 100 одиниць валюти номіналу, і тоді курс відображає значення ринкової

ціни виражене у відсотках до номіналу (у розрахунку на номінал у 100 грош. одиниць). Із наближенням строку погашення ціна облігації звичайно неухильно наближається до 100 одиниць. Причиною цього є те, що переважним фактором стає перспектива погашення облігацій за номінальною вартістю, у результаті чого ціна облігації наближається до цієї вартості.

Ринковий курс облігації – відношення ринкової ціни до номіналу, виражене у відсотках:

$$K = P \cdot 100 / M. \quad (4.2)$$

Звичайно 1 відсоток номінальної вартості облігації позначається як *1 пункт або 1 процентний пункт (1 п.п.)*.

Прибутковість облігації (купонна ставка) вимірюється у відсотках до номінальної вартості облігації, а зміна прибутковості часто вимірюється в *базисних пунктах (basis point)*, який дорівнює 0,01 %. Ставка купона, що зазначається на облігації, завжди є річною.

Ефективна ставка процента з точки зору емітента характеризує ціну залучення облігаційного капіталу (загальний рівень витрат, пов'язаних із залученням коштів). Ці витрати враховують, окрім номінальної процентної ставки та дисконту, також одноразові накладні витрати та суму економії на податкових платежах, яка виникає в результаті віднесення затрат, зв'язаних із випуском, обслуговуванням і погашенням облігацій, на валові витрати емітента.

Розрахунок *ефективної ставки процента для інвесторів* необхідний для оцінки ефективності їх вкладень та визначення амортизованої собівартості фінансових інвестицій, яка відображається у звітності.

Повна прибутковість або прибутковість до погашення (YTM, yield to maturity, «дохід до зрілості») або ставка поміщення або ефективна ставка враховує купонний дохід і дохід від погашення та визначається на підставі складних річних відсотків.

Прибутковість до погашення – це ставка дисконту, при якій сума дисконтованих платежів за облігацією дорівнює ринковій ціні облігації, тобто це внутрішня норма прибутковості (IRR).

Прибутковість за видами облігацій із точки зору інвестора.

1 *Прибутковість облігації без обов'язкового погашення з періодичною виплатою відсотків. Визначається з виразу для поточної вартості вічної ренти ($A_{\infty} = \lim(R \cdot a_{n|r}) = R/r$). Поточна прибутковість* – відношення річного купонного доходу до поточної ціни придбання:

$$r_t = M \cdot c / P = C \cdot 100 / K, \quad (4.3)$$

де C – поточний (щорічний) купонний платіж ($C = c \cdot M$).

Звідси, поточна вартість безстрокової облигації:

$$P = C / r, \quad (4.4)$$

де r – середня норма прибутковості на ринку.

2 *Облігації без виплати відсотків (zero-bond)*. Прибутковість утвориться як різниця між номіналом і ціною придбання. Курс цієї облигації менше 100.

Ефективна ставка процента (r) за облигаціями з нульовим купоном для інвестора розраховується, виходячи з різниці між ціною придбання цінних паперів та ціною їх погашення (характеризує дохід капіталодавця) до капіталу, використаного на придбання облигацій.

Для визначення суми погашення облигацій, яка дорівнюватиме їх номінальній вартості, скористаємося алгоритмом розрахунку майбутньої вартості вкладу при його нарощуванні методом складного процента. Баланс операції запишеться в такий спосіб:

$$M = P \cdot (1 + r)^n \text{ або } P = M \cdot (1 + r)^{-n}, \quad (4.5)$$

де r – повна прибутковість облигації

або $(1+r)^{-n} = K/100$.

Ставка річної доходності за zero-облігаціями

$$r = 1/\sqrt[n]{K/100} - 1 = \sqrt[n]{100/K} - 1 = \sqrt[n]{M/P} - 1. \quad (4.6)$$

3 *Облігації з виплатою відсотків і номіналу наприкінці строку* (з реінвестуванням купонного доходу: $M \cdot (1+c)$). Баланс операції:

$$M \cdot (1 + c)^n (1 + r)^{-n} = P \quad \text{або} \quad [(1 + c)/(1 + r)]^n = K/100;$$

$$r = (1 + c) / \sqrt[n]{K/100} - 1. \quad (4.7)$$

4. *Облігації з періодичною виплатою відсотків і погашенням номіналу наприкінці строку*. Баланс операції:

$$P = M(1 + r)^{-n} + cM \sum_{t=1}^n (1 + r)^{-t}, \quad (4.8)$$

де t – період від покупки облигацій до виплати купонного доходу.

Ефективна процентна ставка за облигаціями крім процентної (купонної) ставки враховує позитивну чи негативну різницю між курсом емісії та ціною викупу (погашення) облигації. Ця різниця виникає тоді, коли курс емісії та/або курс погашення процентних облигацій не дорівнює 100 %.

Методи визначення невідомої величини повної прибутковості:

1) приблизний метод; 2) метод лінійної інтерполяції; 3) метод проб і помилок.

1) *Приблизний метод* (без урахування некапіталізованих

процентів). Для наближеного оцінювання прибутковості до погашення (ставки поміщення) співвідносять річний дохід від облігації не з початковим інвестованим капіталом (ринковою ціною), а із середньою ціною (середнім значення між ринковою ціною та номіналом). Для облігацій, придбаних із дисконтом (+) або із премією (-), ставка поміщення дорівнює:

$$YTM = r \approx \frac{c \cdot M \pm (M - P)/n}{P} \approx \frac{c \cdot M \pm (M - P)/n}{(P + M)/2}, \quad (4.9)$$

де n – число років, що залишилися до погашення; P – ринкова ціна придбання.

Формулу (4.9) також можна виразити через відносні величини:

$$r \approx \frac{c \pm (1 - K)/n}{(K + 1)/2}. \quad (4.10)$$

Наведені формули є наближеними, оскільки ігнорують реінвестування відсотків.

У разі, якщо погашення облігацій здійснюється щорічно однаковими сумами, то в алгоритмі розрахунку ефективної ставки процента замість n доцільно підставити середню величину строку обігу облігацій (t):

$$t = \frac{n + 1}{2}. \quad (4.11)$$

2) Метод лінійної інтерполяції.

Для використання методу лінійної інтерполяції розділимо обидві частини формули (4.7) на M :

$$K/100 = (1 + r)^{-n} + c \cdot a_{n,r}, \quad (4.12)$$

де $a_{n,r}$ – коефіцієнт приведення ренти за ставкою r для періоду n .

Більш точне значення ставки поміщення можна одержати на основі формули лінійної інтерполяції

$$r = r_n + \frac{K_n - K}{K_n - K_g} \cdot (r_g - r_n), \quad (4.13)$$

де g_n і g_v – нижня та верхня границі повної прибутковості, у межах яких приблизно перебуває дійсна ставка поміщення; ці значення вибираються з урахуванням того, що $r > c$, $K < 100$; K_n і K_v – курси облігацій, розраховані з використанням ставок g_n і g_v за формулою $K = P \cdot 100/M = (c \cdot a_{n,i} + (1 + r) - n) \cdot 100$, де P – ринкова ціна облігації, $K_v < K < K_n$.

Оскільки $K < 100$, то $r_1 < r$, де r_1 – поточна дохідність (річний

купон/ціну); r – повна дохідність (дорівнює (річний купон + зміна курсу)/ціну).

3) Метод проб і помилок (підбору) полягає у підборі величини r таким чином, щоб рівняння (4.8) або (4.12) виявилось правильним.

4.3 Фінансування на основі форфейтингу

Форфейтинг (від франц. а *forfait* – цілком) – специфічна форма кредитування торговельних операцій, що полягає в купівлі у продавця товарів векселів, акцептованих покупцем цих товарів, або більш широко – це покупка боргу, вираженого в оборотному документі, у кредитора на безоборотній основі. *Форфейтинг* є формою трансформації комерційного кредиту в банківський.

Форфейтинговий механізм використовується у двох видах угод:

- 1) у фінансових угодах – з метою швидкої реалізації довгострокових фінансових зобов'язань;
- 2) в експортних угодах – для сприяння надходження коштів експортерів, що надав кредит іноземному покупцеві.

Експортеру виплачується залишкова сума експортної вимоги за мінусом суми дисконту. Форфейтинг має багато спільного з «експортним факторингом». Однак, на відміну від факторингу (який є короткостроковим інструментом фінансування), форфейтинг забезпечує середньо- та довгострокове кредитування зовнішньоекономічних операцій (оскільки строк форфетування становить від 180–365 днів до 5–7 років, у середньому на суму 1–2 млн дол.).

Форфейтинг може використовуватися для *рефінансування дебіторської заборгованості*. Предметом форфейтингу є здебільшого «першокласні» (забезпечені) вимоги, боржниками за якими є імпортери, що знаходяться в країнах із високим кредитним рейтингом. Як забезпечення виконання зазначених вимог можуть використовуватися банківські або державні гарантії.

Основним об'єктом форфейтингу є товарні або фінансові векселі (прості або переказні), хоча можуть використовуватися й інші види ЦП, що містять лише абстрактне зобов'язання.

Імпортер для оплати об'єкта угоди виписує комплект векселів, строки платежів за якими рівномірно розподілені в часі (звичайно кожний вексель виписується на півроку або рік). Експортер отриманий комплект векселів обліковує («ураховує») у банку без права обороту на себе та відразу одержує гроші за реалізований товар.

Для форфейтера важливий характер угоди, тобто які векселі (товарні чи фінансові) мають на увазі. *Товарні векселі* оформляються у випадку угод купівлі-продажу продукції. *Фінансові векселі* – це ЦП, випущені з метою акумуляції коштів, які позичальник може використовувати за своїм розсудом і не обов'язково для покупки товару, що впливає на надійність вексяля. У цілому межа між товарними та фінансовими вексялями досить розмита.

Причини, з яких для форфейтера важливий вид використовуваних ЦП:

1) деякі учасники вторинного форфейтингового ринку не бажають купувати фінансові векселі, оскільки вони можуть свідчити про фінансове неблагополуччя позичальника (у т. ч. «бронзові» і «дружні» векселі) і крім того, гроші, на відміну від реального товару можуть знецінитися;

2) погоджуючись купити фінансові ЦП, форфейтер повинен знати їх характер, щоб оцінити ступінь свого ризику;

3) більшість векселів на вторинному форфейтинговому ринку є товарними. Якщо пропонуються фінансові векселі, необхідно обов'язково письмово попередити про це, інакше покупець ЦП має право анулювати угоду. Тому форфейтер завжди повинен мати короткий опис угоди, що лежить в основі операцій з вексялями ще на стадії попереднього обговорення умов операції.

Об'єктом форфейтингу можуть бути зобов'язання у формі акредитива. Як відомо, *акредитив* – це розрахунковий або грошовий документ, що являє собою доручення одного банку іншому зробити за рахунок спеціально заброньованих коштів оплату товарно-транспортних документів за відвантажений товар або виплатити пред'явникові акредитива певну суму грошей (в Україні гроші не виплачуються).

Недоліки використання акредитивів, як об'єкту форфетування, через що вони рідко застосовуються:

1) необхідність попереднього та докладного узгодження умов угоди приводить до збільшення строків всієї процедури, тоді як форфейтинговий ринок передбачає високу швидкість укладання та здійснення угоди, простоту документообігу;

2) якщо за вексялями часткові погашення можуть бути оформлені окремими документами, кожний з яких легко обертається при бажанні форфейтера їх продати, то по акредитивах усе об'єднується в єдиний документ, що значно ускладнює операцію.

Етапи форфейтингу

1 Укладення зовнішньоекономічного контракту з наданням комерційного кредиту, поставка товарів та виникнення дебіторської заборгованості в експортера за експортним контрактом, яка може бути забезпечена авальованим векселем, банківською гарантією тощо.

2 Укладання договору форфейтингу, яким передбачено продаж (уступку) вимог форфейтеру.

3 Підтвердження імпортера (боржника) і гаранта своєї згоди сплатити борг на користь форфейтера.

4 Переоформлення дебіторської заборгованості на користь форфейтера з одночасною виплатою суми боргу (за мінусом суми дисконту) на користь експортера.

5 Сплата імпортером суми боргу з настанням строків розрахунків на користь форфейтера.

Відмінність форфейтингу від облікової операції: 1) усі ризики лягають на форфейтера; 2) тривалий строк кредитування.

Переваги форфейтингу:

1) на форфейтера перекладається кредитний ризик (якщо без права обороту на експортера);

2) компенсує нестабільність процентних ставок, валютні ризики, нестачу валюти (у країнах, що розвиваються) для оплати імпортованих товарів;

3) можливість для форфейтера перепродати частину активів, що перебувають у його власності. Борг може бути роздроблений на будь-яку кількість частин, на кожен з яких оформляється вексель зі своїм строком погашення. Один або кілька векселів можуть бути продані на вторинному форфейтинговому ринку;

4) відсоток нижчий, а термін триваліший, ніж за факторингом;

5) при форфейтингу, на відміну від факторингу, банк купує векселі на всю суму, на повний строк і без права регресу;

6) оперативність і простота оформлення угоди;

7) конфіденційний характер фінансових операцій;

8) експортер відразу одержує гроші після поставки продукції, що позитивно впливає на його загальну ліквідність;

9) передбачає фіксований дисконт, що дозволяє точно розрахувати майбутній грошовий потік.

Недолік форфейтингу: висока вартість, що збільшує ціну товару і яку сплачує імпортер.

Договори форфетування укладаються переважно в доларах США, євро, швейцарських франках. Тому обмеження щодо строків розрахунків в іноземній валюті, які діють в Україні, ускладнюють

можливості стимулювання експорту на основі надання комерційних позичок, а отже, звужуються рамки використання форфейтингу.

На відміну від операції факторингу, вартість якої визначається за методикою контокорентного кредитування, вартість форфетування включає комісійну винагороду та дисконт. Причому метод дисконтування застосовується не лише щодо вимог, оформлених векселем, а й стосовно інших боргів. Ставка дисконтування залежить від багатьох факторів: кредитоспроможності боржника, наявного кредитного забезпечення, строків погашення боргових зобов'язань, попиту та пропозиції на ринку форфейтингових послуг, середніх ставок на кредитному ринку. Прогнозована вартість форфейтингу завчасно може вноситися в ціну експортованих товарів.

Для оцінювання доцільності форфейтингу його вартість порівнюється з вартістю альтернативних інструментів фінансування здебільшого з використанням методу ефективної ставки процента.

5 УПРАВЛІННЯ КОРОТКОСТРОКОВИМ БОРГОВИМ ФІНАНСУВАННЯМ

5.1 Комерційний кредит та вексельне кредитування

Одним із джерел формування позичкового капіталу підприємства є комерційні кредити. *Комерційний кредит* – це кредит, який виникає між двома суб'єктами господарювання у результаті одержаних авансів у рахунок наступних поставок продукції (товарів, робіт або послуг) чи одержання товарів із відстрочкою платежів. На відміну від банківського кредиту кредитором виступають комерційні партнери підприємства.

Основні різновиди комерційного кредиту:

- 1) товарний кредит;
- 2) одержаний аванс.

Товарний кредит. У результаті залучення товарного кредиту у підприємства виникає кредиторська заборгованість за товари (роботи, послуги). Здебільшого товарні кредити мають короткостроковий характер і спрямовуються на фінансування оборотних активів, як правило, запасів. Хоча в практиці можна також зустріти надання інвестиційних товарних кредитів, наприклад технологічних ліній.

Умови товарного кредиту регулюються договором купівлі-продажу, в якому передбачається поставка товарів із відстроченням платежу. У вітчизняній практиці поширеними є договори, якими передбачено розрахунок за поставлену продукцію в міру її реалізації.

Нереалізована продукція повертається постачальнику. Товарні кредити можуть надаватися з оформленням векселя чи без нього.

Основною метою надання товарних кредитів є стимулювання збуту продукції та прив'язка окремих перспективних клієнтів до постачальника. Відповідні відстрочки платежів надаються, як правило, постійним клієнтам. Якщо відносини товарного кредитування є стабільними, то такого роду короткострокові кредити набувають довгострокового характеру.

Основні чинники, які визначають вартість комерційного кредиту:

- 1) рівень знижки до базової ціни (дисконт, сконто) товару у разі здійснення дострокових розрахунків (d);
- 2) періоду, впродовж якого надаються знижки (t_d);
- 3) періоду відстрочення платежів (t_p).

Ці умови можуть бути виражені такою формулою (схемою):

« d/t_d чистих t_p » або « d/t_d net t_p »,

де d – величина знижки, %; t_d – термін дії знижки (днів); t_p – термін відстрочки платежів (днів).

Приклад. Вираз «3/10 чистих 30» означає, що фірма надає 3-процентну знижку, якщо вексель оплачується протягом 10 днів. Максимальний термін оплати, але без знижки – 30 днів (термін комерційного кредиту), після чого починаються санкції.

Запис «net 60» означає, що дисконт не передбачається і оплату варто зробити впродовж 60 днів з дня виписки рахунку.

У випадку сезонних продажів в умовах кредиту фірма може зазначити дату виписки рахунку:

«2/10, чистих 30, з датуванням «1 травня».

Це означає, що фактична дата виписки рахунку 1 травня, тобто дисконт може бути узятий до 10 травня, незалежно від того, коли відбувся продаж, а повна сума повинна бути оплачена до 30 травня. Така практика пропозиції сезонних датувань спонукає клієнтів запасатися товаром раніше, що дає фірмі-продавцю економію витрат на зберігання, збільшує обсяг продажів.

Ефективна ставка процента для позичальника (R_e) за товарним кредитом може розраховуватися за такою формулою (при $i \approx d$):

$$R_e' = \frac{d}{t_p - t_d} \cdot 360. \quad (5.1)$$

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

буде вартість кредиту.

На практиці досить часто використовують ще один алгоритм розрахунку ставки процента за користування товарним кредитом, який дає можливість більш точного визначення вартості залучення товарного кредиту, оскільки враховує формулу еквівалентності процентної та облікової ставок ($i = d/(1-d)$):

$$R_e'' = \frac{d}{(1-d/100\%)} \cdot \frac{360}{(t_p - t_d)}. \quad (5.2)$$

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

Основні переваги товарного кредиту:

- 1) відносна швидкість і технічна зручність отримання;
- 2) кредитори здебільшого не вимагають додаткового кредитного забезпечення, окрім заборони застави майна під інші кредити;
- 3) вимоги до кредитоспроможності позичальника є нижчими, ніж при банківському кредитуванні (кредитори, як правило, не здійснюють оцінку кредитоспроможності позичальника);
- 4) порівняно легший процес узгодження пролонгації кредиту.

Недоліки залучення товарних кредитів:

- 1) процентна ставка, як правило, перевищує вартість банківського кредиту;
- 2) небезпека високої залежності від постачальників;
- 3) заборона надавати в заставу майно під інші кредити звужує кредитні рамки позичальника;
- 4) знижується контроль за ефективністю використання позичкового капіталу.

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

Оцінювання вартості залучення короткострокових авансів здійснюється за тією самою методологією, що і товарних кредитів. Одним із чинників виникнення поточної заборгованості за авансами одержаними є уникнення ризику неплатежів за поставлені товари.

Довгострокові аванси як джерело формування позичкового

капіталу використовуються при виконанні великих замовлень, зокрема, в будівництві, суднобудуванні, великому верстатобудуванні та в деяких інших галузях.

Функції авансів одержаних:

- 1) фінансування та підтримання ліквідності позичальника;
- 2) перевірка платоспроможності замовника;
- 3) гарантування готовності замовника викупити усе замовлення у разі його повного виконання.

Із метою зменшення ризику нецільового використання авансів і невиконання замовлення в зарубіжній практиці замовники за кредитне забезпечення, як правило, вимагають надання банківських гарантій.

Строки, на які одержуються аванси, залежать від стандартних умов оплати замовлень у тій чи іншій галузі, строків виконання замовлення та результатів переговорів між замовником і виконавцем. Частина суми контракту може бути сплачена одразу після його укладення, частина — після виконання певного (проміжного) етапу замовлення, решта — після підписання акту приймання-здачі.

Як правило, на кредит у формі авансів проценти не нараховуються. Однак у теорії і практиці можна зустріти різні *методи оцінки вартості залучення авансів*: 1) вартість капіталу визначається як різниця між ціною виконання замовлення за відсутності авансових платежів та ціною цього ж замовлення із здійсненням таких платежів; 2) вартість користування авансом визначається на основі інструментарію розрахунку вартості грошей у часі з використанням як ставки дисконтування середньої процентної ставки на кредитному ринку.

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

Способи погашення комерційного кредиту, оформленого за допомогою векселя:

- 1) сплата боржником за векселем;
- 2) передача (індосамент) векселя іншій юридичній особі (крім банків та інших кредитних установ);

3) облік (врахування) векселя — придбання векселя банком до настання строку платежу за ним у векселедержателя за грошові кошти з дисконтом (переоформлення комерційного кредиту на банківський).

До основних операцій із векселями, які можуть здійснюватися підприємствами, належать: купівля-продаж, застава, передача до врахування; міна; передача іншій особі шляхом індосаменту тощо. Важливим є те, що на передачу (індосамент) векселя в розрахунок за одержані товари (роботи, послуги) не нараховується ПДВ.

Вексельне кредитування банком — це цільовий кредит на придбання термінових векселів того банку, що надав кредит. Отримані банківські векселі позичальник може використовувати для оплати поставлених товарів.

Етапи вексельного кредитування

1 Банк оцінює кредитоспроможність компанії та ухвалює рішення щодо можливості видачі кредиту.

2 Позичальнику надається цільовий кредит на придбання векселів банку.

3 На виданий кредит підприємство купує векселі банку.

4 Отримані позичальником банківські векселі направляються (передаються за індосаментом) контрагентам позичальника (як правило, постачальникам) у рахунок оплати одержаних товарів.

5 Після настання строку оплати за векселями постачальник пред'являє їх до погашення в банк-емітент. Крім того, постачальник за узгодженням із банком може пред'явити вексель до погашення до настання строку платежу.

6 У строк, визначений у кредитному договорі, позичальник виплачує банку суму отриманого кредиту та відсотки за користування кредитними коштами.

Вимоги до позичальника, що використовує вексельне кредитування (кредитування на покупку векселя), не відрізняються від тих, які банк пред'являє при наданні кредиту.

Основні переваги вексельного кредитування для компанії-постачальника:

1) підвищення надійності дебіторської заборгованості. Вексель, виданий банком, набагато надійніше, ніж заборгованість звичайного покупця;

2) збільшення ліквідності оборотних коштів постачальника. Компанія-постачальник у разі потреби має можливість погасити вексель до закінчення терміну з деяким дисконтом або реалізувати вексель на вторинному ринку.

Перевага для позичальника: компанія-покупець одержує можливість взяти кредит у банку під знижену процентну ставку. Банк зацікавлений у здійсненні таких операцій, оскільки в цьому випадку він не відволікає кошти на кредитування позичальника. У результаті банк зменшує ставку. Наприклад, якщо ставка кредиту становить 16 % річних, то за вексельним кредитом вона може бути в діапазоні 7–8 % річних.

Недоліки вексельного фінансування: обмеженість обороту векселів, оскільки ці інструменти менш ліквідні порівняно з коштами, через що постачальник може не погодитися прийняти від покупця замість «живих» грошей вексель, навіть банківський. Тому перед використанням такого інструменту фінансування, потрібно заздалегідь заручитися згодою постачальника.

5.2 Короткострокове фінансування з використанням факторингу

Факторинг – система фінансування, відповідно до якої постачальник товарів переуступає короткострокові вимоги за товарними угодами факторинговій компанії з метою негайного одержання більшої частини платежу та гарантії повного погашення заборгованості. *Факторинг* (для клієнта) – це продаж дебіторської заборгованості на користь фінансового посередника (факторингової компанії чи банку). Також *факторинг* (для фактора) – це діяльність спеціалізованої установи (факторингової компанії, факторингового відділу банку) з викупу платіжних вимог у постачальника товарів (послуг), інкасування дебіторської заборгованості та управління борговими вимогами клієнта.

За факторингом банк може придбати у підприємства-продавця право вимоги за поставлені товари та надані послуги, вже існуючу поточну або прострочену дебіторську заборгованість.

Учасники факторингової операції

1 Клієнт фактора (постачальник товару, перший кредитор) – промислова або торговельна фірма, що уклала договір з факторинговою компанією.

2 Фактор (факторингова компанія або факторинговий відділ банку, тобто другий кредитор) – спеціалізована установа, що купує рахунки-фактури у своїх клієнтів. Factor у перекладі з англійської означає маклер, посередник.

3 Підприємство-боржник – фірма-покупець товару.

З економічної точки зору факторинг належить до посередницьких операцій. На Заході факторингові компанії, крім власне факторингу (прийняття на себе ризику), надають звичайно ще ряд сервісних послуг, таких як постановка бухгалтерського обліку для підприємств-клієнтів, ведення дебетової бухгалтерії, аудит, підготовка різноманітної аналітики (статистики, оглядів).

Факторингові компанії найчастіше є дочірніми фірмами при великих банках. Це пов'язано з тим, що факторингові операції вимагають залучення великих коштів, якими самі факторингові компанії не володіють, а одержують їх від «материнського банку» на умовах пільгового кредитування. Власні кошти факторингових компаній звичайно становлять не більше 30 % всіх їх ресурсів.

Види факторингових послуг:

1) «без фінансування» і «з фінансуванням». У першому випадку клієнт, що продав рахунок-фактуру факторинговій компанії, одержує від останньої суму рахунку-фактури після настання строку платежу. У другому випадку клієнт одержує негайну оплату рахунку-фактури незалежно від передбаченого строку платежу за товар. Факторингова компанія по суті надає кредит своєму клієнтові, тобто здійснює фінансування у вигляді довгострокової оплати поставлених товарів. Факторингова компанія відшкодовує клієнтові більшу частину суми, зазначеної в рахунку-фактурі, а решта суми відшкодовується продавцеві в момент настання строку платежу за товар;

2) відкритий та закритий (конфіденційний), коли дебітори інформуються про наявність факторингової угоди або ні. Законодавство України зобов'язує кредитора повідомити боржника про переуступку вимоги, але не вимагає надання йому самої факторингової угоди. Ця угода надається, якщо фактор звертається з претензією і позовом до боржника, коли він повинен довести свої права на дебіторську заборгованість;

3) із правом регресу (зворотної вимоги) або без нього, тобто коли є можливість зворотної переуступки вимог (повернення їх постачальнику). При укладанні договору з правом регресу постачальнику можуть бути повернуті платіжні вимоги, передані ним фактору, якщо платник відмовився від виконання своїх зобов'язань. Зазвичай укладається договір без права регресу;

4) рефакторинг, коли при наявності права регресу фактор повертає постачальникові платіжні вимоги на неоплачену суму, а постачальник відмовляється приймати ці вимоги та пропонує фактору продовжити звичайну процедуру інкасування або почати юридичні дії для

відшкодування боргу (з відшкодуванням постачальником всіх витрат із передачі справ в арбітраж). За рефакторинг фактор стягує плату як за факторинг;

5) реверсивний факторинг — факторинг, при якому ініціатором укладання договору є покупець (дебітор), всі кредитні ризики щодо переуступленої дебіторської заборгованості несе банк, а витрати за використання факторингового фінансування — покупець, за умови їх внесення до вартості продукції або постачальник;

6) внутрішній та міжнародний. При міжнародному факторингу немає права регресу до експортера та він носить відкритий характер.

Факторингом відповідно до Оттавської конвенції про міжнародний факторинг, (1988 р.) визнається операція, що задовольняє хоча б 2 із 4 ознак: 1) кредитування за торгівельною угодою; 2) ведення бухгалтерського обліку продавця; 3) інкасування дебіторської заборгованості; 4) страхування кредитного ризику.

Факторингові фірми входять в об'єднання:

1 Factors Chain International (FCI) (діє з 1968 р., штаб-квартира в Амстердамі, річний оборот – близько 0,5 світового, об'єднує 180 компаній із 60 країн);

2 International Factors Group (приблизно в 2 рази менше ніж FCI).

Етапи факторингової операції

1 Перед здійсненням факторингової угоди проводиться серйозна аналітична робота. Одержавши заявку підприємства, факторингова компанія вивчає економічне та фінансове становище потенційного клієнта, сферу його діяльності, вид реалізованої продукції, її якість і конкурентоспроможність, кон'юнктуру ринку, кількість реклаमाцій і випадків повернення товару. Товар, що реалізується повинен бути достатньо ліквідним. Реальна рентабельність підприємства, як це склалося у світовій практиці, не повинна бути меншою 10 %. Аналізу піддаються також баланси підприємства за останні роки та звіти про фінансові результати. Особлива увага звертається на кількість покупців і на характер ділових зв'язків підприємства (постійний або випадковий). Аналітичну роботу фактор проводить самостійно або укладає на неї договір із аудиторською або консультаційною фірмою. Виконання цих вимог мінімізує ризики фактора в умовах відсутності залогового покриття. Аналіз триває 1–2 тижні, після чого компанія погоджується або відмовляється обслуговувати клієнта.

2 Підприємство, що стало клієнтом факторингової компанії, направляє їй всі рахунки-фактури, виставлені на покупців. На кожний документ клієнт повинен дістати згоду на оплату (аналогічно акцепту

платіжних вимог). Оцінка кредитоспроможності здійснюється з використанням непрямої інформації, а також інформації, наданої кредитними інститутами, які обслуговують боржника. Фактор визначає максимальну суму за операціями факторингу, у межах якої поставка товару або надання послуг може провадитися без ризику неотримання платежу, тому що якщо боржник у встановлений строк не погасить заборгованості, це зробить фактор. Факторингова компанія вивчає всі рахунки-фактури (впродовж строку від 24 годин до 2–3 днів), визначаючи окремо платоспроможність кожного покупця.

Вартість факторингових послуг згідно з міжнародною практикою складається із двох елементів:

1) комісія за ведення бухгалтерського обліку та за інкасування (звичайно 1,5 – 2,5 % до суми боргу);

2) факторський збір (тобто відсотки, що стягуються при достроковій оплаті пред'явлених документів). Процентна ставка за кредит у вигляді дострокової оплати, як правило, на 1–2 % вище ставок ринку короткострокових кредитів або ж на 2–4 % вище офіційної облікової ставки.

Строк кредиту за факторингом, як правило, становить від 90 до 120 днів (не більше). Банк оцінює кредитоспроможність боржників клієнта та заздалегідь встановлює граничний розмір авансу постачальникові за його платіжними вимогами у порядку попередньої оплати. Дебітори одержують вказівку здійснювати платежі безпосередньо банку (у який надходять копії рахунків-фактур), а відсотки за кредит і комісійні втримуються з постачальника.

Як правило, банк сплачує одноразово 70–90 % від вартості рахунку-фактури. Виплата повної суми боргу в момент укладання факторингової угоди допускається лише як виняток. При цьому комісійну винагороду фактору постачальник перераховує платіжним дорученням у строки, обумовлені у факторинговому договорі.

Причини оплати фактором неповної вартості боргових зобов'язань:

1) можливе виникнення спірних моментів і помилок у рахунках;

2) резервні 10–30 % необхідні на випадок повернення або недопоставки товарів, або іншої критичної ситуації, щоб компенсувати попередньо оплачені суми, оскільки при припиненні постачальником діяльності, або порушенні умов факторингового договору, фактор не має іншого страхового покриття попередньо оплачених сум, крім самих платіжних вимог.

Може укладатися договір про попередню оплату, що припускає автоматичне збільшення обсягу кредитування постачальника з боку факторингового відділу залежно від зростання обороту клієнта. Оплата іншої частини вартості поставок за винятком комісійної винагороди здійснюється окремим платіжним дорученням після надходження коштів від платника або на обумовлену в договорі дату. Платником повинні бути перераховані на користь фактору суми боргу та пені за прострочення платежу.

Факторинг особливо привабливий для малих і середніх підприємств, тому що у них проблема тимчасової нестачі ліквідних коштів і недоодержання прибутку через неплатоспроможність боржників стоїть найбільш гостро. Також їм складніше одержати кредит, вони мають невеликий адміністративний персонал і нестійкий фінансовий стан.

Різниця між факторингом і наданням банківської гарантії. При банківському гарантуванні банк зобов'язується здійснити платіж за свій рахунок лише у разі несплати клієнтом у строк належних сум. Метою факторингу є негайне інкасування коштів (або одержання їх на визначену у факторинговому договорі дату) незалежно від платоспроможності платника. Таким чином, при факторинговому обслуговуванні заборгованість переуступається відразу ж після її виникнення, тобто постачальник, виставляючи платіжну вимогу на платника, одночасно переуступає цю вимогу фактору. Після закінчення встановленого періоду (зазвичай 2–3 дні або негайно постачальник) одержує від фактора певний відсоток від суми вимоги.

Методи встановлення граничних сум за факторингом, які можуть використовуватись:

1 Визначення загального ліміту. Кожному платникові встановлюється періодично поновлюваний ліміт, у межах якого факторинговий відділ автоматично оплачує платіжні вимоги, що йому переуступаються. Якщо сума заборгованості платника перед постачальником перевищить суму ліміту, то у випадку неплатоспроможності платника всі платежі в рахунок погашення боргу покупця перед постачальником надходять у першу чергу факторинговому відділу, поки він не компенсує собі суму платежів, раніше здійснених на користь постачальника, і лише потім гроші починають надходити на рахунок самого постачальника.

2 Визначення щомісячних лімітів відвантажень. Встановлюється сума, на яку впродовж місяця (іноді тижня) може бути здійснене відвантаження товарів одному платнику.

3 Страхування за окремими угодами. Цей метод використовується при разових угодах на великі суми з поставкою товарів на певну дату. Тоді гранична сума являє собою повну вартість кожного замовлення.

Переваги факторингу для експортера:

- 1) одержання короткострокового кредиту без необхідності його страхування;
- 2) прискорення обороту капіталу (через зменшення дебіторської заборгованості);
- 3) зменшення термінів і нерегулярності надходження платежів;
- 4) зниження адміністративних витатків з управління дебіторською заборгованістю (які перекладаються на фактора);
- 5) покриття кредитного ризику за комерційним кредитом (ризик неповернення заборгованості переходить до фактора);
- 6) усунення валютного ризику.

5.3 Фінансування на основі РЕПО

РЕПО (Repo, repurchase agreement (purchase = купівля)) – це скорочена назва угоди купівлі (продажу) емісійного цінного паперу (або валюти) з зобов'язанням зворотного продажу (купівлі) через певний строк за заздалегідь визначеною ціною.

Товарний РЕПО – кредитний інструмент фінансування торговельних компаній, що проводять операції з високоліквідними групами товарів. Компанія укладає договір із банком або іншою фінансовою (сервісною) компанією на продаж товару з обов'язковим подальшим його викупом. Сервісна компанія виступає в ролі посередника, необхідність якого пов'язана з тим, що ліцензія на здійснення банківської діяльності містить обмежений список операцій, дозволених банку, до числа яких не входять покупка та продаж різних товарів. Банк кредитує сервісну компанію на суму, що дорівнює 80 % від вартості товарів. Одержавши кредит, сервісна компанія викуповує у торговельної фірми складські залишки за ринковою ціною з розрахунку 80 % коштами, 20 % – векселем сервісної компанії. Позичальник закладає даний вексель у забезпечення своїх зобов'язань з викупу продукції. У міру надходження коштів від основної діяльності на розрахунковий рахунок торговельної компанії вона викуповує товар назад у сервісної компанії дрібними партіями за більш високою ціною, заздалегідь визначеною в договорі. Після погашення основної частини заборгованості залишок товару повертається при передачі векселя.

Вимоги до позичальника:

- 1) наявність високоліквідного товару, що може бути виведений з обороту компанії (це зменшує вимоги до кредитоспроможності);
- 2) підтвердження здатності компанії викупити товар у банку. Таким підтвердженням можуть слугувати достатня рентабельність компанії, значні обороти за поточним рахунком, обґрунтований бізнес-план і т. д.

Переваги фінансування з товарним РЕПО:

- 1) оперативність (кошти перераховуються клієнтові в день одержання заявки або наступного дня);
- 2) можливість достроково погасити заборгованість;
- 3) низький дисконт порівняно зі звичайним кредитуванням (наприклад, 20 % від вартості проданого товару проти 30–50 % порівняно зі звичайним кредитуванням відповідно);
- 4) підтримка ліквідності на необхідному рівні без погіршення структури балансу (через відсутність у балансі компанії-позичальника кредитів).

Недоліки фінансування з товарним РЕПО:

- 1) неможливість відпуску товарів (які перебувають в заставі) покупцям без їх оплати сервісній компанії банку;
- 2) більш складні документообіг і ведення обліку;
- 3) операції товарного РЕПО можуть собі дозволити лише великі банки.

РЕПО з ЦП – це короткострокова позика (рефінансування) під заставу цінних паперів, найчастіше короткострокових боргових паперів грошового ринку, які власник не бажає продавати, оскільки хоче отримати за ними майбутні доходи (акції, облігації, векселі, депозитні сертифікати).

Операції РЕПО широко поширені в країнах із розвиненими фінансовими ринками саме у формі операцій із цінними паперами. Вони побудовані на укладанні між двома сторонами договору про зворотний викуп ЦП.

В операції фінансування беруть участь дві сторони: власник застави й власник коштів. Власник коштів купує цінні папери для забезпечення кредиту, одночасно погоджуючись продати ці папери первісному власнику через певний строк за більш високою ціною. Ця різниця стає свого роду винагородою початковому покупцю. При цьому здійснюється перехід права власності на цінний папір, що вигідно відрізняє операції РЕПО від простого кредитування під заставу цінних паперів. Це свого роду кредит під фіксований і досить

низький відсоток. У деяких випадках одержання позички у такий спосіб може принести позичальникові й додатковий дохід – за рахунок росту курсової вартості ЦП, якщо він перевищує кредитну ставку. Клієнтові при цьому вигідно повернути кредит і повернути ЦП.

Операції РЕПО є ефективним інструментом управління ліквідністю для всіх учасників ринку, оскільки дозволяють їм оперативно діставати грошові кошти під заставу цінних паперів або позичати потрібні цінні папери під заставу коштів. Завдяки операціям РЕПО інвестори можуть заробляти залежно від напрямку руху ринку — як на падінні цінних паперів, так і на їхньому зростанні.

РЕПО з акціями менш поширені, ніж РЕПО з облігаціями через більшу варіативність і ризиковість ринку акцій. У разі різкого падіння котирування цінних паперів, переданих у репо, вартість пакета ЦП, що фактично слугує заставою, перестає покривати виданий «кредит». Учасникам угоди потрібно переглядати свої зобов'язання, щоб зняти з «кредитора» виникаючі значні ризики. Це вимагає наявності загальноприйнятої методики такої переоцінки.

Квазі-РЕПО заміняє «реповання» комбінаціями звичайних угод, наприклад, покупкою акцій із моментальними розрахунками та одночасним продажем такого ж пакета з відстроченими розрахунками. Ризики можуть виявитися ще більш високими. Якщо продавець цінних паперів (позичальник) не виконає другу частину РЕПО, то втрати покупця (кредитора) будуть дещо обмежені через дисконт (знижену ціну першої частини угоди).

РЕПО з облігаціями мають такі переваги:

1) можливість фінансування довгострокових позицій за цінними паперами;

2) забезпечує зручне управління поточною ліквідністю шляхом швидкого запозичення коштів (які забезпечені уже наявними вкладеннями в облігації) або розміщення вільних коштів.

Операції РЕПО вигідно проводити, якщо необхідне поповнення оборотних коштів під заставу ліквідних цінних паперів, які власник не бажає продавати або якщо є тимчасово вільні кошти, які можна тимчасово вкласти під заставу цінних паперів;

3) можливість зниження витрат фінансування (на 0,15–1%), особливо у випадку «гарячої» облігації (тобто нещодавно випущеної та швидко зростаючої в ціні);

4) допомагає підтримувати стабільну ціну капіталу і уникнути ускладнень у зв'язку зі збільшенням валюти балансу;

5) єдина можливість отримання кредитування для фінансових

компаній (які на відміну від КБ не мають міжбанківського кредитного ринку або прямого РЕПО Нацбанку) та альтернатива міжбанківського кредиту для КБ;

6) дозволяє здійснювати кредитування без наявності банківської ліцензії;

7) зменшує кредитний ризик, оскільки на відміну від звичайного кредитуванням під заставу після укладання угоди покупець-кредитор стає повноправним власником ЦП. У разі відмови продавця виконувати свої зобов'язання – викупити пакет ЦП назад, власник зможе відразу продати папери за ринковою ціною;

8) дозволяє одержати додатковий дохід від портфеля ЦП. Для цього інвестор продає за угодою РЕПО цінні папери та реінвестує отримані кошти в короткострокові інструменти, прибутковість яких перевищує процентну ставку РЕПО;

9) перерозподіляє ліквідність серед учасників фінансового ринку, підвищують ліквідність ринку цінних паперів (у тому числі державних).

Кредитором може виступати банк (надання кредиту) або інше підприємство, яке не має статусу фінансової установи. РЕПО укладають на біржовому або позабіржовому ринках.

Як правило, РЕПО дуже короткострокові – від 1 ночі до 30 або трошки більше днів. На біржі тривалість РЕПО може бути від нуля (коли пряма і зворотна операції здійснюються одним днем) до 3 місяців, рідко – від 180 до 366 днів.

Різновиди РЕПО з ЦП:

1 Прямий і зворотний РЕПО.

Прямий РЕПО – це угода продажу із зобов'язанням зворотної купівлі. Зворотний РЕПО (англ. reverserepo) – це угода купівлі із зобов'язанням зворотного продажу. Банки пропонують ці обидва види РЕПО.

При операціях РЕПО зобов'язанню з викупу ЦП відповідає зустрічне зобов'язання іншої сторони із продажу ЦП. Розподіл на прямий і зворотний РЕПО використовується для зручності розуміння.

Якщо в рамках прямого РЕПО сторона зобов'язується продати цінні папери з метою одержання позики (кредиту), то при зворотному РЕПО сторона зобов'язується купити цінні папери, виступаючи при цьому позикодавцем (кредитором).

Угода РЕПО складається із двох частин – перша та друга частина (пряма та зворотна частина).

Поняття «Угода прямого РЕПО» і «Пряма частина РЕПО» мають

різне значення.

Як правило, *перша частина РЕПО* є готівковою (spot) угодою, друга частина є терміною (форвард – forward) угодою.

2 Залежно від процедури руху і зберігання ЦП:

а) з *переказом цінних паперів на рахунок покупця* (позикодавця) або *без переказу ЦП та із блокуванням даних цінних паперів на рахунок у цінних паперах продавця* (позичальника);

б) двосторонні, тристоронні або «довірчі РЕПО».

При *двосторонніх РЕПО* цінні папери переводяться їх покупцеві, що сприяє мінімізації кредитного ризику покупця. Але витрати на здійснення таких угод можуть бути істотними. При *тресторонніх РЕПО* цінні папери передаються третій стороні, що перевіряє якість цінних паперів і відповідає за правильне виконання договору, одержуючи за це комісійну винагороду. При використанні «*довірчого РЕПО*» цінні папери перебувають у продавця, що сприяє зниженню витрат з переказу цінних паперів, однак кредитний ризик при цьому істотно зростає.

3 *РЕПО з портфельним та спеціальним забезпеченням*. Портфельне забезпечення – це всі цінні папери, які є у дилерів у надлишку та на які немає підвищеного попиту. Спеціальне забезпечення – це ті цінні папери, на які існує попит. РЕПО із загальним забезпеченням вимагає більш високих ставок, а зі спеціальним – більш низьких, іноді навіть нульових.

4 «*Овернайт*» (нічні, на 1 день) та *строкові РЕПО* (з фіксованою датою та строком більше 1 дня), тобто з викупом ЦП на визначену дату або відкриті (з викупом у будь-який час або у будь-який час після визначеної дати).

РЕПО «овернайт» – це угода РЕПО зі здійсненням зворотної угоди наступного дня – обидві частини є готівковими (перша частина – today, друга – spot). Нічні запозичення використовують, зокрема, торговці державними ЦП.

Біржова РЕПО – це угода РЕПО, укладена на біржовому ринку. Для укладання такої угоди в заявці на біржову угоду зазначається ознака того, що укладається угода РЕПО. Укладання РЕПО через біржу спрощує процедуру, але не зменшує ризику.

5 РЕПО на позику коштів і на позику цінних паперів.

Різниця в тому, що у випадку видачі позики грошима ціна другої частини вища, ніж першої; а якщо позика видається цінними паперами, то, навпаки, ціна другої частини нижча, ніж першої.

Поділ угод РЕПО на позику коштів і позику цінних паперів

необхідний для відображення в обліку фінансового результату.

Фінансовий результат за угодою РЕПО для сторін:

Сторона угоди	Позика коштів	Позика ЦП
Первісний продавець	Збиток за РЕПО	Прибуток за РЕПО
Первісний покупець	Прибуток за РЕПО	Збиток за РЕПО

Характеристики РЕПО:

- 1 сума (або кількість ЦП);
- 2 строк (кількість днів);
- 3 процентна ставка (різниця сум прямої та зворотної угод, виражена у відсотках річних до суми прямої угоди);
- 4) періодичність процентних платежів.

Угоди РЕПО пов'язані з ризиком. Кожна зі сторін піддається як мінімум кредитному ризику. Позичальник цінного папера бере на себе ризик, що партнер може не повернути запозичені кошти (плюс відсотки), а вартість цінного папера, використовуваного як забезпечення, упаде. Той, хто позичає цінний папір, піддається ризику, що позичальник не поверне цінний папір, що зріс у ціні.

Ставки за угодами РЕПО залежать від строку кредиту та виду цінного папера, що слугує забезпеченням (портфельне (загальне) забезпечення та спеціальне забезпечення).

Угоди РЕПО часто відбуваються з метою кредитування учасників ринку грошима або цінними паперами. У цьому випадку *дохід кредитора* дорівнює різниці цін першої та другої частин угоди. *Ставка РЕПО* – позитивна або негативна величина, яка виражена у відсотках і використовується для розрахунку ціни другої частини угоди РЕПО. *Строк РЕПО* – інтервал між 1 і 2 частинами угоди РЕПО.

При репованні вартість цінних паперів, які беруться в заставу, дисконтується. Дисконт слугує страховкою на випадок коливання котирувань, хоча може розраховуватися, виходячи не лише з поточної волатильності на ринку, але й з оцінки платоспроможності позичальника. Крім того, фіксується ставка кредитування – для розрахунків з виконання другої частини угоди.

Відкриваючи позицію з використанням РЕПО, необхідно проаналізувати вартість підтримки позиції. *Вартість підтримки довгої позиції (ВПП)* – це різниця між одержуваним купонним доходом за облігацією та відсотком, виплачуваним за угодою РЕПО:

$$ВПП = C \cdot \left(\frac{t}{365}\right) - R \cdot \left(\frac{P}{100}\right) \cdot \left(\frac{t}{365}\right), \quad (5.3)$$

де C – купонний дохід ($C = c \cdot M$);

R – ставка РЕПО;

P – розмір РЕПО;

t – строк фінансування (у днях).

Величина дисконту за угодами РЕПО становить від 15 до 50 % залежно від строку та ліквідності цінного папера РЕПО. За корпоративними облігаціями ставка дисконту може становити до 30 % від поточної вартості облігації, включаючи накопичений купонний дохід. Обсяг залучених коштів дорівнює поточній ринковій вартості інструмента, що є предметом угоди, мінус дисконт.

Сек'юритизація (securities = цінні папери) – це процес збільшення ролі цінних паперів на фінансових ринках. При сек'юритизації низьколіквідні активи трансформуються в цінні папери, які пропонуються інвесторам. Найчастіше емісія цінних паперів дозволяє залучити фінансові ресурси значно дешевше та швидше. Наприклад, підприємство зазнає нестачі фінансових ресурсів. Воно може або звернутися в банк за кредитом, або випустити облігації. У першому випадку банк виступає посередником і за свої послуги буде брати певну плату. У другому випадку підприємство продає облігації безпосередньо інвесторам, що знижує транзакційні витрати.

Спочатку сек'юритизація торкнулася лише заставних під нерухомість, а з 80-х років ХХ ст. вона набула дуже широкого поширення (позички під заставу транспортних засобів, лізингові контракти, комерційні заставні та ін.).

6 САМОФІНАНСУВАННЯ ТА УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

6.1 Основні джерела внутрішнього фінансування

Самофінансування суб'єкта господарювання за змістом означає фінансування його діяльності за рахунок створених під час господарської діяльності власних коштів. Відмітною рисою останніх є те, що вони утворюються в результаті операційної та інвестиційної діяльності підприємства і не пов'язані із залученням ресурсів на ринку капіталів.

Внутрішнє фінансування або самофінансування посідає центральне місце у фінансовій діяльності підприємства тому, що є базою економічного зростання, і визначається основними параметрами позикової, дивідендної та амортизаційної політики підприємства.

Напрями внутрішнього фінансування активів за цілями та джерелами:

1) самофінансування з метою підтримки діяльності (за рахунок амортизації);

2) самофінансування з метою розширення діяльності (за рахунок нерозподіленого прибутку, резервних фондів та забезпечення наступних витрат).

На практиці для самофінансування поточної діяльності одночасно реалізуються усі доступні джерела самофінансування, хоч і на тимчасовій основі.

Внутрішні джерела фінансування підприємств:

1) фінансування за рахунок виручки від реалізації (самофінансування за рахунок прибутку, використання резервних і амортизаційного фондів, забезпечення наступних витрат і платежів);

2) інші форми вивільнення капіталу (дезінвестиції, раціоналізація).

Окрім традиційних форм фінансування, до внутрішніх джерел також відносяться фінансові ресурси, які формуються завдяки впровадженню раціоналізаторських заходів. Метою цих заходів є зменшення грошових видатків підприємства в результаті поліпшення організації оборотних активів, зокрема, шляхом скорочення операційного циклу та економії на витратах.

Прогнозований обсяг самофінансування підприємства у поточному періоді складається з власних фінансових ресурсів попередніх періодів, розміщених у різні за призначенням резерви та потоку самофінансування аналізованого періоду:

$$\begin{aligned} \text{ПСФ} &= (\text{П}_{\text{оп}} - \text{ПК}) (1 - \text{СОП}) + \text{СОП} \cdot \text{А} - \text{Д}, \\ \text{або } \text{ПСФ} &= (\text{П}_{\text{оп}} - \text{ПК} - \text{А}) (1 - \text{СОП}) + \text{А} - \text{Д}, \end{aligned} \quad (6.1)$$

де ПСФ – потік самофінансування (грошовий потік) за період;

$\text{П}_{\text{оп}}$ – операційний прибуток (виручка від реалізації – витрати господарської діяльності або прибуток до сплати процентів і оподаткування);

ПК – проценти за кредитами;

СОП – ставка податку на прибуток;

А – сума нарахованої амортизації;

Д – виплачені дивіденди.

Здатність до самофінансування оцінює величину чистого грошового потоку щодо всього залученого позикового капіталу коефіцієнтом самофінансування ($\text{К}_{\text{сф}}$):

$$K_{cf} = \frac{ЧП + А}{ЗК + КЗ}, \quad (6.2)$$

де ЧП – чистий прибуток підприємства;

ЗК – залучений (позиковий) капітал (кредити);

КЗ – кредиторська заборгованість та інші залучені грошові кошти.

Ступінь достатності потоку самофінансування для створення нових активів оцінюється *коефіцієнтом рівня самофінансування* ($K_{рсф}$):

$$K_{рсф} = \frac{ЧП + А}{ПНА + ПОА}, \quad (6.3)$$

де ПНА – придбані за період необоротні активи;

ПОА – придбані за період оборотні активи.

Потік самофінансування підприємства регулюється методами нарахування амортизації, залученням позикового капіталу та політикою розподілу прибутку, у т. ч. створення резервів.

Зв'язок потоку самофінансування з позиковою політикою і політикою розподілу прибутку є двобічним, тобто будь-яке рішення про самофінансування потребує коригування у розмірі позикового капіталу і у виплаті дивідендів.

Вплив самофінансування на формування позикових коштів:

– розмір самофінансування визначає можливу суму середньострокового або довгострокового кредитування (дає кредитору гарантію повернення кредиту);

– взятий кредит означає для підприємства дострокове розміщення майбутньої суми самофінансування у формі обслуговування кредиту;

– позики під прибуткові проекти після їх погашення забезпечать джерело самофінансування у майбутньому.

Із формули (6.1) випливає, що амортизація є способом збільшення потоку самофінансування через механізм податкового амортизаційного захисту (щита) та вибір методу амортизації (амортизаційної політики). Використання методу прискореної амортизації дозволяє збільшити самофінансування відразу після інвестування, чим збільшується надходження коштів.

Обліковий і касовий підхід до внутрішніх джерел фінансування

Існують дві основні концепції трактування сутності та класифікації внутрішніх джерел фінансування, що ґрунтуються на відповідних методах:

1) *обліковий метод* або *метод нарахування* (зіставлення нарахованих доходів та нарахованих витрат із відповідною корекцією), який переважає у вітчизняній практиці, у Німеччині та в

ряді інших країн;

2) *касовий метод* (зіставлення реальних грошових надходжень та грошових видатків, тобто через показники Cash-flow), який переважає в англосаксонській практиці фінансової діяльності.

Наявність різних підходів зумовлена тим, що доходи та витрати підприємства, які відображені у звіті про фінансові результати, як правило, не збігаються з фактичними грошовими надходженнями (видатками) в рамках відповідного періоду.

Основні внутрішні джерела фінансування підприємств за методом нарахування:

- чистий прибуток;
- амортизаційні відрахування;
- забезпечення наступних витрат і платежів.

За касовим підходом величина внутрішніх джерел фінансування в окремому періоді відповідає сальдо вхідних грошових потоків від операційної та інвестиційної діяльності підприємства і вихідних грошових потоків у рамках операційної діяльності. Іншими словами, внутрішні джерела формуються за рахунок операційного Cash-flow та суми грошових надходжень у рамках інвестиційної діяльності. За рахунок зазначених джерел можна фінансувати реальні та фінансові інвестиції, виплачувати дивіденди, погашати заборгованість.

Типи самофінансування підприємства залежно від відображення внутрішніх джерел фінансування у фінансовій звітності: відкрите самофінансування та приховане самофінансування. Відкритим самофінансуванням є відображений у пасиві балансу приріст власного капіталу за рахунок резервів та нерозподіленого прибутку, забезпечення наступних витрат та платежів, короткострокова заборгованість за внутрішніми розрахунками та показаний в активі балансу нарахований знос необоротних активів.

Приховане самофінансування, яке має джерелами приховані резерви, створюється обліковою політикою підприємства. Приховані резерви виникають як:

1) різниця між реальною вартістю активів підприємства та їх балансовою вартістю (величина недооцінки активів). Недооцінка активів стає джерелом самофінансування в момент використання цих активів;

2) різниця між фактично створеними (завищеними) забезпеченнями наступних витрат та платежів (2-ий розділ пасиву) та їх обґрунтованою розрахунковою величиною, тобто їх переоцінка. Джерелом самофінансування ця різниця стає у випадку, коли на

завищення забезпечень зростають відпускні ціни підприємства і в момент використання забезпечень (виплат) виникає додатковий прибуток;

3) додаткові кошти для поточної діяльності внаслідок відстрочення термінів виплат дивідендів.

Приховані резерви стають відкритим приростом капіталу підприємства при визначенні ринкової вартості активів під час оцінювання вартості підприємства при його реорганізації.

Переваги і недоліки тезаврації прибутку

Основним внутрішнім джерелом фінансування згідно облікового методу є самофінансування, яке пов'язане з реінвестуванням (тезаврацією) прибутку у відкритій чи прихованій формі. Рішення власників підприємства про обсяги самофінансування є одночасно і рішенням про розмір дивідендів, які підлягають виплаті. Залежно від способу відображення прибутку у звітності, зокрема в балансі, виділяють:

а) *приховане самофінансування* (пов'язане із використанням прихованого прибутку);

б) *відкрите самофінансування* (тезаврація офіційного прибутку).

Тезаврація прибутку — це спрямування прибутку на формування власного капіталу підприємства з метою фінансування інвестиційної та операційної діяльності. Величина тезаврації відповідає обсягу чистого прибутку, який залишився в розпорядженні підприємства після сплати всіх податків та нарахування дивідендів.

До основних *переваг самофінансування* необхідно віднести такі:

– залучені кошти не потрібно повертати та сплачувати винагороду за користування ними;

– відсутність затрат при мобілізації коштів;

– не потрібно надавати кредитне забезпечення;

– підвищується фінансова незалежність та кредитоспроможність підприємства.

Недоліки відкритого самофінансування (тезаврації):

– оподаткування прибутку, що потім спрямовується на реінвестування, збільшує вартість цього джерела фінансування;

– зниження ефективності використання коштів через обмежені можливості контролю за внутрішнім фінансуванням;

– помилковість інвестицій (оскільки рентабельність реінвестицій може бути нижчою середньоринкової процентної ставки).

Суттєвий недолік прихованого самофінансування – це порушення принципу достовірності при складанні звітності та підвищення рівня

асиметрії в інформаційному забезпеченні її зовнішніх користувачів.

Тимчасове використання накопиченого амортизаційного фонду, резервних фондів і забезпечень наступних виплат

Амортизаційні відрахування не належать до джерел самофінансування (як це іноді трактується). Ефект фінансування завдяки амортизації виникає в результаті специфічного виду реструктуризації активів: заморожені в необоротних активах фінансові ресурси вивільняються (надходять як частина виручки від реалізації) і залишаються на розрахунковому рахунку підприємства. У результаті спрямування амортизаційних відрахувань на фінансування реальних інвестицій проявляється так званий ефект розширення потужностей або ефект Ломана—Ружді. Згаданий ефект є наслідком незбігу періоду вивільнення капіталу, авансованого в необоротні активи, що амортизуються, з періодом вибуття зношених активів із виробничого процесу. Здебільшого цей авансований капітал повертається на підприємство швидше, ніж виникає потреба в оновленні засобів.

До внутрішніх джерел фінансування відносять також створювані з власної ініціативи підприємств *забезпечення (резерви) для відшкодування майбутніх витрат, збитків, зобов'язань*, величина яких є невизначеною. У складі забезпечень наступних витрат і платежів (розділ 2-ий пасиву балансу) відображаються нараховані у звітному періоді майбутні витрати і платежі, величина яких може бути визначена лише на основі прогнозних оцінок, а також залишки коштів цільового фінансування і цільових надходжень.

Ефект фінансування за рахунок забезпечень проявляється завдяки існуванню часового розриву між моментом їх формування (нарахування) та використання (грошових виплат). Залежно від цього визначають можливий строк використання їх як джерела фінансування. Якщо забезпечення мають короткостроковий характер, однак нарахування здійснюється регулярно (револьверно) і зберігаються стабільні залишки на відповідних рахунках, то їх можна трактувати як довгостроковий капітал. Величина забезпечень визначається на основі прогнозних розрахунків фінансових та бухгалтерських служб підприємства. Розмір забезпечень, які відносяться на валові витрати, лімітується податковим законодавством.

За своїми характеристиками забезпечення можна трактувати як позичковий капітал підприємства з невизначеними строками та сумами погашення. *Основні види забезпечень*, які можуть створюватися на підприємствах:

- забезпечення виплат персоналу;
- на додаткове пенсійне забезпечення;
- на виконання гарантійних зобов'язань;
- на реструктуризацію;
- на виконання зобов'язань за ризиковими (обтяжливими) контрактами тощо.

Забезпечення є цільовими і використовуються для відшкодування лише тих витрат, для покриття яких вони були створені. Забороняється створювати забезпечення для покриття майбутніх збитків від діяльності підприємства.

6.2 Управління грошовим потоком

Мета і принципи управління грошовими потоками

Грошові активи підприємства належать до фондів обігу у складі обігових активів і у фінансовій звітності обліковуються як грошові кошти (ГК) та їх еквіваленти. Склад ГК: суми грошей на банківських рахунках, у касі, на стадії проходження платежів (кошти у дорозі), у формі грошових документів, у формі виставлених акредитивів. До еквівалентів грошей прийнято відносити фінансові інвестиції в найбільш ліквідні короткострокові цінні папери з терміном до трьох місяців.

Головна мета управління грошовим потоком підприємства – забезпечення достатності коштів для фінансування поточних витрат шляхом синхронізації надходження коштів із власних та позикових джерел та здійснення платежів за зобов'язаннями.

Принципи оптимального управління ГК на рахунках:

1 Підприємство повинно мати мінімальний розмір вільних коштів на рахунках, який, з одного боку, забезпечує ліквідність підприємства, а з іншого, – не зменшує можливостей отримання прибутку від інвестування в різні активи.

2 При співробітництві з банком потрібно вибрати найкращі для підприємства умови надання кредиту і обслуговування рахунків.

3 Вибір оптимальних засобів платежу за контрактами і джерел короткострокового фінансування.

4 Оптимізація вибору інструментів інвестування у цінні папери на грошовому ринку за критеріями прибутковості та рівнем ризику.

Основною метою управління грошовими потоками є забезпечення фінансової стійкості підприємства в короткостроковому і довгостроковому періодах шляхом врівноваження обсягів

надходження і витрати коштів і їх синхронізації в часі. Синхронізація в часі означає, що для здійснення всіх платежів у кожний період вистачає сум надходження коштів у цей період. Фінансова діяльність з управління грошовими потоками підприємства послідовно охоплює такі етапи робіт:

1 *Створення на підприємстві системи повного і достовірного обліку руху грошових коштів* для планування, аналізу і контролю грошових потоків відповідно до обраного методу розрахунку чистого грошового потоку.

2 *Аналіз грошового потоку підприємства* для виявлення резервів оптимізації руху коштів підприємства та їх планування на майбутній період здійснюється за такими напрямками:

- виявлення ступеня достатності для підприємства коштів;
- аналіз ефективності використання коштів за видами господарської діяльності;
- оцінка збалансованості позитивних і негативного грошових потоків підприємства за обсягом і в часі.

Результати аналізу використовуються для виявлення резервів оптимізації грошових потоків підприємства та їх планування на майбутній період.

3 *Планування грошових потоків підприємства* за різними їх видами. *Завдання планування:*

- збільшення суми і забезпечення своєчасності надходження коштів;
- виявлення і реалізація резервів збільшення надходження коштів;
- забезпечення максимально можливої збалансованості додатних і від'ємних грошових потоків у часі та за обсягами;
- забезпечення взаємозв'язку грошових потоків за видами господарської діяльності підприємства для ефективнішого їх використання.

Різновиди, характеристики і показники грошових потоків

Рух коштів комерційного підприємства утворює його грошовий потік, який складається з додатного припливу коштів на підприємство внаслідок грошових надходжень від господарської діяльності та відтоку коштів унаслідок здійснення суб'єктом платежів за всіма видами зобов'язань. Грошовий потік підприємства (ГП) – це результат руху коштів унаслідок управлінських рішень з операційної, інвестиційної та фінансової діяльності.

$$\text{ГП} = \text{ГП}_{\text{вх}} - \text{ГП}_{\text{вих}}, \quad (6.4)$$

де $\text{ГП}_{\text{вх}}$ – вхідні грошові потоки (надходження коштів);

$ГП_{\text{вих}}$ – вихідні грошові потоки (виплати коштів).

Вхідні потоки коштів складаються з доходів від продажу продукції, доходів від фінансових інвестицій, отриманого власного капіталу з різних джерел, залученого позикового капіталу.

Вихідні потоки коштів складаються з інвестиційних та виробничих витрат, витрат на фінансові активи, витрат за позиковим капіталом, дивідендних виплат.

Чистий грошовий потік підприємства (чистий рух коштів) є результатом надходження коштів і тому складається з чистого прибутку підприємства та приросту залучених у діяльність коштів, що не є в прямому значенні грошовими надходженнями та платежами, але збільшують кошти для поточної діяльності (амортизація, відстрочені податкові та інші платежі, що є внутрішніми джерелами коштів). Таким чином, чистий грошовий потік є більшим, ніж чистий прибуток підприємства як мінімум на суму нарахованої амортизації:

$$\text{ЧГП} = \text{ЧП} + \text{А} + \text{ВПл}, \quad (6.5)$$

де ЧГП – чистий грошовий потік підприємства;

А – нарахована за період амортизація основних засобів та нематеріальних активів;

ВПл – відстрочені платежі, тобто зобов'язання, які включені у витрати поточного періоду.

Різниця між реальним грошовим потоком та поточним чистим прибутком зростає також унаслідок різних бухгалтерських процедур, обумовлених податковою політикою підприємства.

У практиці іноземних компаній застосовується показник *вільного грошового потоку* (ВГП), який є коштами, що залишились у компанії після всіх необхідних інвестицій в усі види активів для підтримки її діяльності. Тобто це чистий прибуток та амортизація за вирахуванням усіх зроблених за період інвестицій в оборотні та необоротні активи. Вільний грошовий потік є коштами, які можуть бути розподілені між інвесторами, і який формує вартість компанії:

$$\text{ВГП} = \text{ЧП} + \text{А} - \text{ПНА} - \text{ПОА}, \quad (6.6)$$

де ПНА, ПОА – приріст необоротних і оборотних активів.

Загальний (валовий) грошовий потік підприємства складається з надходжень і витрат фінансових ресурсів за всіма складовими діяльності підприємства.

Валовий чистий грошовий потік підприємства визначається підсумком чистого операційного, інвестиційного та фінансового грошових потоків.

Залежно від використаної інформації чистий грошовий потік

підприємства визначається *прямим* та *непрямим* методами, що різняться повнотою та змістом вхідної інформації.

Прямий метод розрахунку чистого грошового потоку відрізняється від непрямого методу розрахунком чистого грошового потоку з операційної діяльності. *Прямий метод розрахунку ЧГП* використовує проміжні дані бухгалтерського обліку, тобто враховує усі види грошових надходжень і витрат. Відповідно до принципів міжнародного обліку, метод розрахунку грошових потоків підприємство вибирає самостійно, однак кращим вважається прямий метод, як такий, що дає більш повне уявлення про рух коштів.

Сума чистого грошового потоку за *фінансовою діяльністю*:

$$\text{ЧГП}_\phi = \text{ЗВК} + \text{ЗПК} + \text{ЦФ} - \text{ВОб} - \text{ДВ}, \quad (6.7)$$

де ЧГП_ϕ — сума чистого грошового потоку за фінансовою діяльністю;

ЗВК – сума залученого власного капіталу за період;

ЗПК – сума залученого довгострокового та короткострокового позикового капіталу за період;

ЦФ – сума цільового безоплатного фінансування;

ВОб – виплати основного боргу за всіма позиками;

ДВ – сума дивідендів, виплачених власникам.

Непрямий метод визначення чистого грошового потоку з операційної діяльності як інформаційну основу використовує звітний баланс і звіт про фінансові результати.

$$\text{ЧГП}_{\text{оп}} = \text{ЧП} + \text{А} \pm \Delta\text{ДЗ} \pm \Delta\text{З}_{\text{ТМЦ}} \pm \Delta\text{КЗ} \pm \Delta\text{РФ}, \quad (6.3)$$

де $\Delta\text{ДЗ}$ – зміна суми дебіторської заборгованості, грн;

$\Delta\text{З}_{\text{ТМЦ}}$ – зміна суми товарно-матеріальних запасів в оборотних активах, грн;

$\Delta\text{КЗ}$ – зміна суми кредиторської заборгованості, грн;

$\Delta\text{РФ}$ – зміна суми резервних і страхових фондів, грн.

Грошовий потік підприємства, що за певних умов вважається найважливішим показником його вартості, формується під впливом всього комплексу зовнішніх та внутрішніх факторів впливу на його прибутковість. Проте головними фактором формування позитивних грошових потоків в управлінні прибутковістю є обсяг продажів, який залежить від асортиментної та цінової політики підприємства. Відповідно головним фактором формування від'ємних грошових потоків є операційні витрати та плата за використаний капітал.

Напрями управління грошовим потоком підприємства

Фінансова діяльність з управління грошовими активами включає:

1) визначення необхідного розміру грошових активів у складі

оборотного капіталу;

2) створення та підтримування на обґрунтованому рівні резервного грошового фонду для непередбачених витрат та на випадок переривання грошового потоку;

3) прискорення надходження коштів від реалізації продукції, включаючи погашення дебіторської заборгованості;

4) планування термінів платежів відповідно до очікуваних термінів отримання коштів (для виключення необґрунтованого звертання до позикових джерел фінансування);

5) отримання додаткового прибутку від короткострокового інвестування на фінансовому ринку тимчасово вільних коштів у високоліквідні цінні папери та строкові депозити;

б) аналіз ефективності використання та контроль за витратами за всіма видами діяльності в межах затверджених кошторисів витрат.

Ефективне управління вхідними та вихідними грошовими потоками підвищує фінансову стійкість підприємства за такими основними напрямками.

- 1 Високий рівень платоспроможності сприяє зниженню ціни капіталу підприємства.
- 2 Ритмічність надходження грошей дозволяє оптимізувати створення виробничих запасів за обсягом і ціною ресурсів.
- 3 Знижується залежність підприємства від позикового капіталу за умови забезпечення зростання потреби в оборотному та інвестиційному капіталі.
- 4 Прискорення оборотності оборотного капіталу при скороченні фінансового циклу є істотним резервом фінансування і зростання суми генерованого в часі прибутку.
- 5 Короткострокове інвестування тимчасово вільних коштів дає додатковий прибуток.
- 6 Синхронізації надходжень і платежів за обсягом і в часі знижує потреби підприємства в поточному і страховому запасі коштів на поточних рахунках, що збільшує інвестиційні ресурси підприємства.

Змістом управління грошовими потоками є оптимізація грошових потоків за критерієм їх максимізації за плановими періодами.

Оснoву *оптимізації грошових потоків* становить забезпечення збалансованості обсягів припливу і відпливу коштів. При цьому варто взяти до уваги, що на фінансові результати роботи підприємства негативно впливає як дефіцитний, так і надлишковий грошовий потік.

Надлишковий грошовий потік (у разі перевищення припливу

коштів над витратами), створює умови для інвестиційного розвитку підприємства завдяки реальним проектам та фінансовим вкладенням. Проте він стає неефективним, якщо вільні грошові кошти не інвестуються і тому підлягають інфляційним втратам і, крім того, втрачається потенційний дохід від невикористання частини грошових активів у сфері короткострокового фінансового інвестування.

Дефіцитний грошовий потік (у разі перевищення витрат коштів над їх надходженням) може бути як тимчасовим, так і тривалим, через що підприємство повинно активізувати заходи антикризового менеджменту. Дефіцитний грошовий потік знижує платоспроможність підприємства і, як наслідок:

- збільшуються витрати на позиковий капітал, у тому числі збільшується вартість залучення товарних кредитів;
- пеня, нарахована за простроченою заборгованістю за фінансовими кредитами, знижує прибуток;
- збільшення термінів реалізації інвестиційних проектів знижує ефективність інвестування.

Пришвидшення припливу коштів у короткостроковому періоді досягається такими заходами:

- стимулюванням ціновими знижками своєчасної (до 10 днів) оплати поставок продукції (без надання товарного кредиту);
- висунення умови часткової або повної передоплати за продукцію, що користується високим попитом на ринку;
- скорочення термінів надання товарного кредиту покупцям;
- рефінансування дебіторської заборгованості (з використанням обліку векселів, факторингу, форфейтингу);
- удосконалюванням процедури повернення боргів для прискорення інкасації простроченої дебіторської заборгованості.

Уповільнення виплат коштів у короткостроковому періоді досягається такими засобами:

- наближенням терміну платежу до максимально можливого;
- подовженням термінів отриманого товарного кредиту;
- використанням оперативного лізингу (оренди) замість придбання основних фондів;
- реструктуризацією боргу шляхом переведення короткострокових зобов'язань у довгострокові.

Заходи зі збільшення обсягу позитивного грошового потоку в довгостроковому періоді:

- збільшення обсягу продажів, розширення діяльності за рахунок зростання обсягу власного капіталу (вкладення інвесторів, нова емісія

акцій);

- залучення довгострокових фінансових кредитів;
- продаж або здача в оренду не використовуваної частини майна.

Заходи зі зниження обсягу негативного грошового потоку в довгостроковому періоді:

- скорочення інвестиційних програм, що перетинаються термінами виконання;
- контроль за обсягами і складом реальних інвестиційних програм;
- відмова від фінансового інвестування;
- зниження адміністративних витрат на підприємстві.

У системі оптимізації грошових потоків підприємства важливе місце належить їх *збалансованості у часі* методами вирівнювання і синхронізації. *Вирівнювання грошових потоків* спрямовано на згладжування різниці у їх обсягах з окремими інтервалами певного періоду часу. Цей метод оптимізації дозволяє значною мірою усунути сезонні і циклічні розходження у формуванні грошових потоків (як додатних, так і від'ємних) і одночасно стабілізувати середні залишки коштів, що підвищує рівень абсолютної ліквідності. Результати оптимізації грошових потоків у часі оцінюються за допомогою розрахунку *середньоквадратичного відхилення* від цільового значення грошового потоку або коефіцієнта варіації, значення яких у процесі оптимізації повинні знижуватися.

Синхронізація грошових потоків базується на коригуванні додатних і від'ємних потоків і розрахунку *коефіцієнта кореляції*, який при задовільній синхронізації руху коштів повинен наближатись до 1:

$$K_{КГП} = \sum_{i=1}^n P_i \left(\frac{ПГП_i - ПГП_{сер}}{\delta_{ПГП}} \right) \cdot \left(\frac{НГП_i - НГП_{сер}}{\delta_{НГП}} \right), \quad (6.9)$$

де $K_{КГП}$ – коефіцієнт кореляції ПГП і НГП; P_i – прогнозна ймовірність відхилення грошових потоків від їх середнього значення; $ПГП_i$ – позитивний ГП; $ПГП_{сер}$ – середнє значення позитивного ГП; $НГП_i$ – негативний ГП; $НГП_{сер}$ – середнє значення негативного ГП; $\delta_{ПГП}$, $\delta_{НГП}$ – середньоквадратичне (або стандартне) відхилення сум позитивних та негативних грошових потоків.

Синхронізація припливу та відпливу коштів полягає у варіантних розрахунках для кожного періоду планової суми отриманих коштів (ПГП), планових платежів (НГП), порівняння їх із середнім значенням за цей період та врахування ризику відхилення від цього середнього значення.

Управління дебіторською і кредиторською заборгованістю

Основою управління дебіторською заборгованістю (ДЗ) є превентивні заходи з формування і реалізації політики цін і комерційних кредитів з метою прискорення погашення заборгованостей і зниження ризику неплатежів.

Основні напрямки управління ДЗ:

- 1) аналіз дебіторів;
- 2) аналіз реальної вартості існуючої ДЗ і її динаміки, простроченої і безнадійної ДЗ;
- 3) контроль за співвідношенням дебіторської і кредиторської заборгованості;
- 4) розроблення політики авансових розрахунків і надання комерційних кредитів покупцям;
- 5) рефінансування ДЗ (облік векселів, реалізація факторингу і форфейтингу).

Аналіз дебіторів передбачає:

- 1) аналіз рівня і динаміки коефіцієнтів ліквідності;
- 2) характеристика позичальника, заснована на оцінюванні ймовірності того, що він намагатиметься виконати свої зобов'язання.
- 3) ранжування кредитів за класами ризику, виходячи з ймовірності втрат, пов'язаних із наданням кредиту.

Аналіз дебіторської заборгованості та оцінювання її реальної вартості полягає в аналізі ДЗ за термінами її виникнення, у виявленні безнадійної заборгованості і формуванні на цю суму резерву.

Аналіз динаміки ДЗ за термінами її виникнення і за періодом оборотності дозволяє:

- 1) скласти прогноз надходження коштів;
- 2) виявити дебіторів, до яких необхідно застосовувати додаткові заходи щодо повернення боргів;
- 3) оцінити ефективність управління ДЗ.

Ефективність кредитної політики фірми можна оцінити, використовуючи *коефіцієнт оборотності ДЗ* по обсягу продажів (коефіцієнт оборотності за розрахунками) ($K_{обДЗ}$) порівняно із середньою оборотністю в промисловості:

$$K_{об.ДЗ} = ЧВР / ДЗ_{сер.}, \quad (6.10)$$

де ЧВР – чиста виручка від реалізації; $ДЗ_{сер.}$ – середньорічна ДЗ.

Співвідношення дебіторської і кредиторської заборгованостей (ДЗ/КЗ) характеризує фінансову стійкість фірми та ефективність фінансового менеджменту. Часто невигідно зниження ДЗ без зміни КЗ (зобов'язань). Зменшення ДЗ знижує коефіцієнт покриття (відношення

поточних активів до поточних зобов'язань) і фірма набуває ознаки неплатоспроможності, тобто стає уразливою з боку державних структур і кредиторів. ДЗ є елементом оборотних коштів, її зменшення знижує коефіцієнт покриття. Тому необхідно одночасно знижувати ДЗ і балансувати її з КЗ.

Управління КЗ включає:

1) статичний і динамічний аналіз формування і погашення КЗ, її вплив на грошові потоки; 2) аналіз доцільності і умови отримання комерційного кредиту; 3) попередження формування простроченої КЗ або узгодження її реструктуризації.

Управління розрахунками і поточним залишком грошових коштів

Оптимальна сума готівки (залишки у касі і на банківських поточних рахунках) для забезпечення стабільної господарської діяльності визначається на основі розрахунків у потребі забезпечення операційної діяльності з урахуванням галузевої специфіки і масштабу бізнесу. З розширенням застосування товарних кредитів потреба у коштах на рахунках знижується.

Особливо важливим в управлінні грошовими рахунками підприємства є створення резервного грошового фонду. Причинами, що викликають необхідність резервування коштів на рахунках, є:

- переривання ГП через неплатежі дебіторів;
- недоступність для підприємства кредиту для екстрених витрат;
- неможливість оплатити вчасно свої рахунки через брак готівки призведе або до взяття кредиту за завищеною ціною, або до втрати довіри у постачальників;
- підприємству доцільно мати кошти для негайної оплати своїх покупок для одержання знижки сконто;
- спекулятивний мотив (мотив біржової спекуляції) полягає у тому, що підприємство тримає готівку на випадок особливої вигідності вкладень у ринкові цінні папери.

Облік вимог компенсаційних залишків на рахунку від комерційних банків. Нова міжнародна система МСБО передбачає існування компенсаційного залишку на рахунку, під яким розуміється мінімальна для кожного поточного рахунку сума залишку коштів, яка завжди повинна бути на рахунку. Сучасна банківська практика в Україні не передбачає встановлення для кожного рахунку компенсаційного залишку, але в розвинених країнах касовий залишок визначається для кожного рахунка середньою за період сумою комісійних банку за обслуговування рахунку. Визначення мінімальної

суми грошового запасу на рахунках підприємства методично має три підходи. Найбільш простий метод базується на кваліфікації фінансового менеджера, який визначає оптимальний для підприємства термін запасу коштів на рахунках з урахуванням сезонності діяльності. За цим методом, середньорічна одnodенна сума витрат коштів із поточних рахунків, збільшується на кількість днів запасу, визначену фінансовим менеджером.

Більш складним є метод визначення мінімальної суми коштів на рахунках із урахуванням альтернативних витрат (втрати прибутку від невикладення грошей у короткотермінові цінні папери). Мінімізація виникає як прагнення фірми скоротити готівку на рахунках і збільшити вкладення в цінні папери.

Ефективність управління грошовим запасом підвищується його нормуванням із використанням моделей Баумоля та Міллера-Орра.

Практичну роботу з управління коштами на рахунках підприємства доцільно вести за допомогою розробки *касового бюджету*, який є планом грошового потоку, що призначений для короткострокових фінансових рішень. За методом планування касовий бюджет є безперервним ковзаючим плануванням із кроком у три місяці. Тобто він має чотири періоди по три місяці, кожний з яких деталізується помісячно і потижнево.

6.3 Моделі оптимізації залишку грошових коштів

Моделі оптимізації залишку грошових коштів (ГК) в основному є похідними від моделей управління запасами, і ГК трактується як особливий запас.

Завдання, розв'язувані моделями: 1) оцінювання загального обсягу ГК і їх еквівалентів; 2) оцінювання частки ГК, яку варто тримати на рахунку; 3) оцінювання частки активів у вигляді високоліквідних ЦП; 4) оцінювання часу та обсягу взаємної трансформації ГК і ліквідних активів.

Оптимізація ГК та ліквідних ЦП за моделлю Баумоля

У західній практиці найбільш поширені модель Баумоля (1952 р.) і модель Міллера-Орра (1966 р.).

Гіпотези. СГ починає працювати, маючи максимальний (оптимальний) для нього рівень ГК (q), який рівномірно витрачається впродовж визначеного періоду часу. Усі надходження від реалізації продукції СГ вкладає в короткострокові ЦП. СГ має вибір: розмістити ГК у вигляді короткострокових вкладень (тоді вони приносять дохід), або зберегти недоторканими (у касі, поточних рахунках у банках), щоб

безперешкодно розраховуватися з кредиторами. В останньому випадку виникають альтернативні витрати, які дорівнюють неотриманим відсоткам від вкладень, що не відбулися. Як тільки запас ГК дорівнюватиме нулю або досягає деякого заданого рівня безпеки, СГ продає частину ЦП і поповнює запас ГК до первісної величини (q). Таким чином, динаміка коштів на розрахунковому рахунку має «пилкоподібний» вигляд (див. рис. 6.1).

Основна вихідна умова, за якою будується модель Баумоля, проілюстрована на рисунку.

Число конвертацій ЦП в ГК:

$$n = V/q, \quad (6.11)$$

де V – сумарний річний грошовий потік.

Середній запас невикористовуваних («заморожених») ГК дорівнює $q/2$. Альтернативні витрати СГ дорівнюють $q \cdot r/2$, де r – процентна ставка в період T .

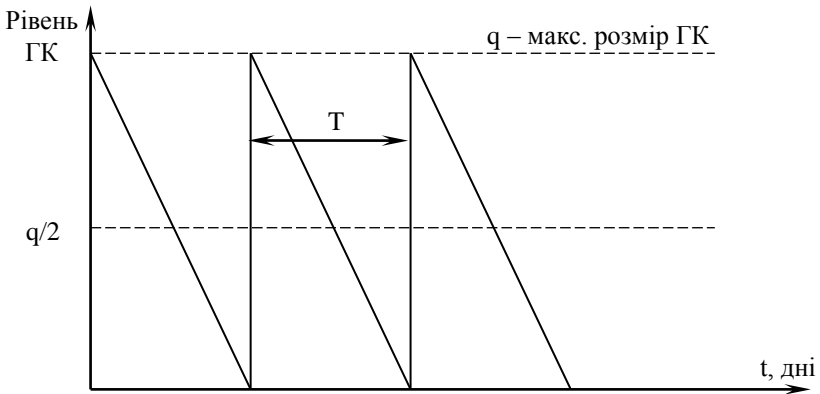


Рисунок 6.1 – Зміна залишку ГК за моделлю Баумоля

Вартість конвертацій ЦП у ГК за рік (C_0) дорівнює:

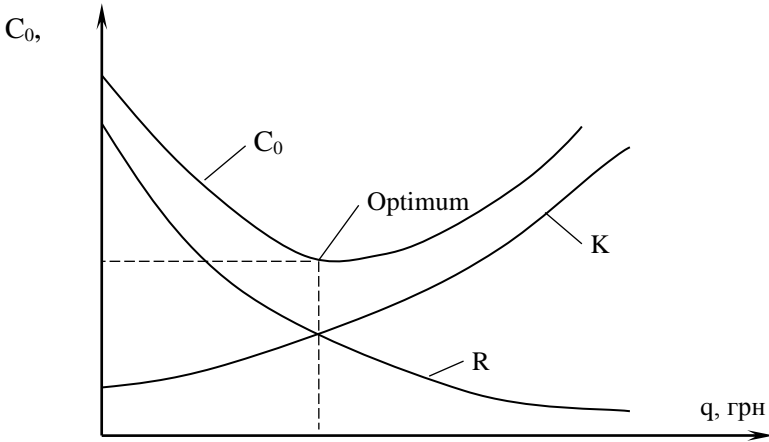
$$C_0 = n \cdot c = V \cdot c/q, \quad (6.12)$$

де c – постійні витрати на 1 конвертацію.

Необхідно мінімізувати загальні витрати:

$$C_0 = K + R = q \cdot r/2 + V \cdot c/q = f(q). \quad (6.13)$$

Перший доданок (K) – упущена вигода (альтернативні втрати) від зберігання ГК на розрахунковому рахунку замість інвестування їх у ЦП, другий (R) – прямі транзакційні витрати (див. рис. 6.2).

Рисунок 6.2 – Визначення оптимального залишку ГК (q_{opt})

Крива C_0 – сума R і K . У точці, де абсолютна величина нахилу кривої R дорівнює абсолютній величині нахилу кривої K , граничні витрати, які збільшуються, дорівнюють граничним витратам, які знижуються, і крива C_0 має точку мінімуму (точку оптимального обсягу продажу ЦП для поповнення залишку ГК).

Мінімальне значення для кривої C_0 можна також одержати аналітично. Функція q , друга похідна якої позитивна, буде мінімальна, якщо її перша похідна дорівнює нулю. Тобто умова оптимального розміру конвертації ЦП у ГК має вигляд:

$$\frac{\partial C_0}{\partial q} = 0, \quad \frac{\partial^2 C_0}{\partial q^2} > 0, \quad (6.14)$$

де ∂ і ∂^2 – відповідно перша і друга часткові похідні.

З першої умови випливає:

$$\{ d(x^n) = n \cdot x^{(n-1)} dx \},$$

$$\frac{\partial C_0}{\partial q} = \frac{r}{2} - V \cdot \frac{c}{q^2} = 0, \quad \Rightarrow \quad \frac{r}{2} = \frac{V \cdot c}{q^2}, \quad \Rightarrow \quad q^2 = 2 \cdot V \cdot \frac{c}{r}, \quad \Rightarrow$$

$$q_{opt} = \sqrt{\frac{2 \cdot V \cdot c}{r}}, \quad (6.15)$$

де V – прогнозована потреба в ГК (попит) у періоді (рік, квартал, місяць); c – постійні витрати (транзакційні витрати) з конвертації ГК у ЦП (комісійні брокера, які не залежать від обсягу продажу ЦП); r – прийнятна і доступна для СГ ставка прибутковості за

короткостроковими фінансовими вкладеннями (за ліквідними ЦП).

Мінімальні загальні витрати:

$$C_{0opt} = \frac{c \cdot V}{q_{opt}} + \frac{r \cdot q_{opt}}{2}, \quad (6.16)$$

або, підставивши q_{opt} у $C_0 = f(q)$:

$$C_{0opt} = \sqrt{2 \cdot V \cdot c \cdot r}. \quad (6.17)$$

Оптимальна кількість операцій з конвертації ЦП у ГК:

$$n_{opt} = \frac{V}{q_{opt}} = \sqrt{\frac{r \cdot V}{2 \cdot c}}. \quad (6.18)$$

Оскільки $n_{opt} > 1$ лише якщо $c < V \cdot r / 2$, то застосовувати формулу має сенс лише з моменту, коли альтернативні витрати для середньої суми ГК перевищують вартість трансакційних операцій.

Оптимальний період повторного замовлення, днів:

$$T_{opt} = \frac{365 \cdot q_{opt}}{V}. \quad (6.19)$$

Модель Баумоля проста й достатньо прийнятна для підприємств, грошові витрати яких стабільні і прогнозовані, що буває не завжди.

Оптимізація ГК та ліквідних ЦП за моделлю Міллера–Орра

Міллер і Орт запропонували гіпотезу, відповідно до якої сальдо грошових надходжень і виплат на певний момент часу (миттєве сальдо) є випадковою перемінною. При побудові моделі використовувався процес Бернуллі (тобто стохастичний процес), у якому надходження і витрати ГК від періоду до періоду є незалежними випадковими явищами. Модель враховує випадковий характер зміни залишку ГК на розрахунковому рахунку і дозволяє СГ управляти своїм грошовим запасом, якщо неможливо передбачити щоденний відтік або приплив ГК.

Залишок ГК на рахунку хаотично змінюється, доки не досягне верхньої межі, після чого СГ купує певну кількість ЦП, щоб повернути запас ГК до деякого нормального рівня (точки повернення). Якщо запас ГК досягає нижньої межі, то СГ продає свої ЦП і таким чином поповнює запас ГК до нормального рівня.

Розмах варіації (різниця між верхнім і нижнім рівнями) збільшують, якщо щоденна мінливість грошових потоків велика або постійні витрати, пов'язані з покупкою і продажем ЦП, високі, і зменшують, якщо є можливість одержання доходу завдяки високій процентній ставці за ЦП (див. рис. 6.3).

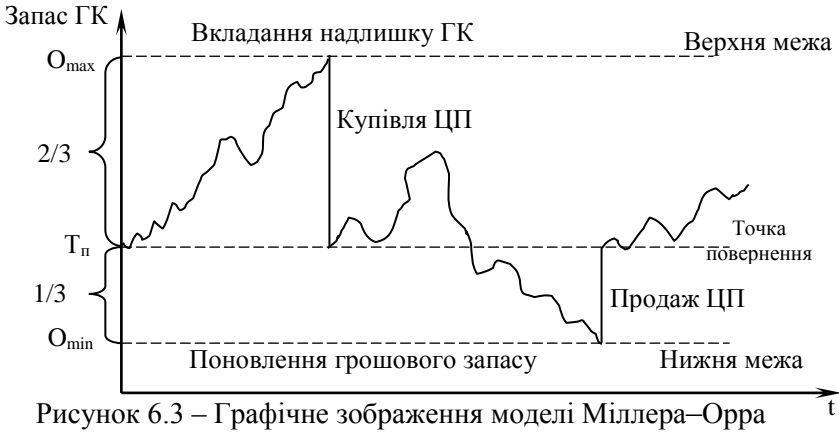


Рисунок 6.3 – Графічне зображення моделі Міллера–Орра

Етапи розрахунків за моделлю:

1 Експертним шляхом визначається мінімальна величина ГК (O_{\min}), яку доцільно постійно мати на рахунку. Вона визначається, виходячи із середньої потреби СГ в оплаті рахунків за минулий період, можливих вимог банку та ін. При цьому O_{\min} зменшують порівняно з фактом за минулий рік, якщо прибутковість ЦП зростає, і збільшують, якщо збільшуються трансакційні витрати (комісійні брокерам за переведення грошей у ЦП і в зворотному напрямку).

2 За статистичними даними визначається варіація (дисперсія) щоденних чистих грошових потоків на поточному рахунку (V):

$$V = \frac{\sum (o - \bar{o})^2 \cdot n}{\sum n}, \quad (6.20)$$

де O – залишок ГК на розрахунковому рахунку; n – число спостережень.

Варіація V може також приблизно братися рівною максимальній сумі відхилення залишку ГК від середнього рівня.

3 Визначаються витрати зі збереження ГК на поточному рахунку у вигляді щоденної процентної ставки прибутковості за ліквідними (короткостроковими) ЦП ($r_{\text{дн}}$) і постійні витрати (b) із взаємної трансформації ГК і ЦП, які не залежать від обсягу продажів (комісійні брокеру).

4 Розраховується оптимальна величина продажу ЦП (S_{opt}):

$$S_{\text{opt}} = \sqrt[3]{\frac{3 \cdot b \cdot V}{4 \cdot r_{\text{дн}}}}. \quad (6.21)$$

5 Знаходиться максимальний рівень ГК на розрахунковому рахунку (O_{\max}), при перевищенні якого частину ГК необхідно конвертувати в короткострокові ЦП:

$$O_{\max} = O_{\min} + 3 \cdot S_{\text{opt}}. \quad (6.22)$$

6 Визначається точка повернення ($T_{\text{п}}$), тобто величина залишку ГК на розрахунковому рахунку, до якої необхідно повернутися у випадку, якщо фактичний залишок коштів на рахунку виходить за межі інтервалу (O_{\min} , O_{\max}):

$$T_{\text{п}} = O_{\min} + S_{\text{opt}}. \quad (6.23)$$

Недоліки описаних моделей:

1) гіпотези, що стосуються надходжень і виплат, занадто спрощують реальну ситуацію, де управління ГК не може обмежуватися простою моделлю;

2) деякі грошові потоки не можуть бути відомі заздалегідь, і отже, вони не підпорядковуються будь-якому закону ймовірності, закладеному в моделях;

3) моделі описують управління ГК незалежно від рішень за короткостроковими вкладеннями і короткостроковим фінансуванням (існує модель Орглера (Orgler) зв'язує всі ці три види рішень);

4) безпосереднє застосування цих моделей у вітчизняній практиці може бути утруднене через інфляцію, аномальні дисконтні ставки, нерозвиненість ринку ЦП і т. ін.

Тому на практиці часто ігнорують подібні моделі, вважаючи, що оптимальне значення ГК – це нульове значення, і основна проблема полягає в знаходженні всіх можливих способів, які дозволяють до нього наблизитися.

7 ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ФІНАНСУВАННЯ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

7.1 Ставка дисконтування, явна та прихована вартості фінансування

Вартість фінансування виражається через ставку дисконтування. Точно визначити ставку дисконтування можна, ґрунтуючись на двох теоріях неокласичного напрямку: теорії вартості капіталу та теорії портфелів.

Роль ставки дисконтування у фінансово-інвестиційних розрахунках:

1) дисконтуюча роль (для визначення сучасної вартості прогнозованих грошових потоків): при використанні критерію чистої

залишкової вартості або індексу рентабельності;

2) роль показника прийнятності проекту: для її зіставлення із внутрішньою нормою рентабельності досліджуваного проекту.

Державні підприємства використовують ставку дисконтування, орієнтовану на макроекономічні пріоритети, пов'язані з національними інтересами. Ця ставка просто задається плановими органами.

Для приватного підприємства ставка дисконтування є елементом його інвестиційної та фінансової політики. Тому будемо розглядати лише приватні підприємства.

Ставку дисконтування можна подати у вигляді суми

$$a = k + j, \quad (7.1)$$

де k – мінімальна норма дисконтування, тобто ставка, що визначає вартість фінансування підприємства (середня дисконтована вартість) або вартість планованої інвестиції (гранична/маржинальна вартість) в умовах відсутності ризику;

j – ставка, що відображає додатковий дохід, який бажає одержати підприємство, щоб захистити себе від інвестиційного ризику (винагорода /премія за ризик).

Вартість фінансування k визначається на основі математичних прийомів дисконтування та теорії вартості капіталу.

Премія за ризик j визначається на практиці емпіричним шляхом. Теоретично обґрунтовано визначити ставку дисконтування, що містить поправку на ризик, дозволяє теорія портфельів.

Визначення вартості фінансування підприємства дозволяє йому порівнювати різні джерела фінансування та обирати найбільш дешеві.

Загальна вартість фінансування підприємства визначається у такому порядку:

- 1) визначається вартість різних джерел фінансування;
- 2) цю вартість подають у вигляді середньої зваженої величини.

Явна вартість джерела фінансування визначається як така ставка дисконтування, при якій існує рівність між коштами, отриманими підприємством, і коштами, дисконтованими за цією ставкою, які підприємство повинне буде виплатити у майбутньому у вигляді винагорода або відшкодування. Визначення явної вартості враховує винятково вхідні та вихідні фінансові потоки в момент їхнього утворення, які безпосередньо пов'язані з розглянутим джерелом фінансування.

Явна вартість звичайної та облігаційної позики для підприємства дорівнює договірній (номінальній) процентній ставці, що визначається з рівності суми позики та плану погашення.

Прихована вартість джерела фінансування виражає безпосередньо не пов'язані з ним надходження або виплати та визначається шляхом аналізу альтернатив. Так, використання підприємством нерозподіленого прибутку викликає певні наслідки, особливо щодо зміни можливостей підприємства при зверненні за кредитом або при збільшенні капіталу, які, однак, не проявляються прямо у формі фінансових потоків. Кількісно визначити приховану вартість досить важко.

7.2 Вартість акціонерного фінансування

Відповідно до теорії вартості капіталу, що впливає з неокласичної економічної теорії, підприємство має на меті максимізувати багатство своїх акціонерів (біржову капіталізацію).

Припустимо, що поведінка акціонерів раціональна та ґрунтується на таких очікуваннях: якщо в даний момент акції компанії котируються за ціною P_0 , то теоретично така ціна відповідає дисконтованому значенню сукупності дивідендів D_1, D_2, \dots, D_n , які покупець акції очікує одержати в майбутньому. Ставка дисконтування, що забезпечує рівність між ціною акції та очікуваним значенням дивідендів виражає вимоги акціонерів до доходів і тому називається *ставкою, яка вимагається акціонерами* або *очікуваною ставкою* (R_c). Таким чином, поведінка акціонерів теоретично описується формулою

$$P_0 = D_1 \cdot (1 + R_c)^{-1} + \dots + D_n \cdot (1 + R_c)^{-n}. \quad (7.2)$$

Для підприємства, метою якого є максимізація багатства своїх акціонерів, ставка, яка вимагається акціонерами (R_c) вимірює вартість, яку підприємство повинне підтримувати, щоб без проблем використовувати інвестовані в нього кошти.

Зовнішні власні кошти – це акціонерний капітал, на відміну від внутрішніх власних коштів, таких як фонди та прибуток, який залишається в розпорядженні підприємства.

Одержаний вираз, який описує поведінку акціонерів, дозволяє розрахувати вартість власних коштів, якщо зробити припущення щодо розподілу майбутніх дивідендів.

Розподіл постійних дивідендів. Якщо припустити, що акціонери передбачають одержувати невизначено тривалий час постійний дивіденд, їх поведінка описується таким виразом:

$$P_0 = \sum_{p=1}^n D_p \cdot (1 + R_c)^{-p}. \quad (7.3)$$

$$P_0 = D \cdot \frac{1 - (1 + R_c)^{-n}}{R_c} \quad (7.4)$$

Якщо n прагне (наближається) до нескінченності, то P_0 наближається до D/R_c . Таким чином,

$$R_c = D/P_0. \quad (7.5)$$

Приклад: при $D = 22$ грн і $P_0 = 200$ грн, знаходимо, що $R_c = 11\%$.

Розподіл дивідендів, що зростають постійними темпами (модель Гордона). Якщо дивіденди зростають від періоду до періоду постійними темпами g (growth) (тобто в геометричній прогресії), то поведінка акціонерів описується виразом:

$$P_0 = \sum_{p=1}^n D_1 \cdot (1+g)^{p-1} \cdot (1+R_c)^{-p}. \quad (7.6)$$

$$P_0 = D_1 \cdot (1+R_c)^{-1} \cdot \frac{1 - (1+g)^n \cdot (1+R_c)^{-n}}{1 - (1+g) \cdot (1+R_c)^{-1}} \quad (7.7)$$

або

$$P_0 = D_1 \cdot \frac{1 - (1+g)^n \cdot (1+R_c)^{-n}}{R_c - g}. \quad (7.8)$$

Якщо очікувана ставка прибутковості (вартість акціонерного капіталу) вище очікуваних темпів зростання, $R_c > g$, і якщо n прагне до нескінченності, то:

$$P_0 = \frac{D_1}{(R_c - g)} \quad (7.9)$$

і звідси

$$R_c = \frac{D_1}{P_0} + g. \quad (7.10)$$

Приклад: при $D_1 = 22$; $P_0 = 200$; $g = 2\%$, знаходимо, що $R_c = 13\%$.

При протилежній гіпотезі $R_c < g$ і $R_c = g$ будемо мати відповідно невизначений курс і нескінченний курс P_0 .

Гіпотеза, відповідно до якої n прагне до нескінченності, суперечить обмеженості періоду володіння акціонером акцією. Однак можна припустити, що ціна перепродажу P_n акції наприкінці n -го періоду (де n – кінцеве) – це очікування майбутніх дивідендів до ліквідації компанії. Акції деяких компаній, які котируються на біржі, мають вікову історію, тому

$$P_0 = \sum_{p=1}^n D_p \cdot (1 + R_c)^{-p} + P_n \cdot (1 + R_c)^{-n}, \quad (7.11)$$

$$\text{де } P_n = \sum_{p=n+1}^{\infty} D_p \cdot (1 + R_c)^{-(p-n)}.$$

Можна побудувати стільки моделей, скільки існує різних політик нарахування дивідендів.

Теоретичні та практичні обмеження теорії вартості капіталу:

1) крім гіпотези максимізації багатства акціонерів існують інші цілі діяльності підприємства, описувані управлінською та поведінковою теоріями;

2) гіпотези досконалості та ефективності фінансового ринку та раціональності акціонерів не відповідають процесам на реальних ринках;

3) дана теорія застосовувана лише для компаній, акції яких котируються на біржі.

7.3 Вартість самофінансування

Розглянемо вартість нерозподіленого (відкладеного в резерв) прибутку та амортизації.

Вартість нерозподіленого прибутку містить лише приховану вартість, тому що в явному вигляді самофінансування – безкоштовне джерело, що не передбачає будь-яких платежів.

Точка зору акціонерів. Акціонери самі могли б знайти дохідне застосування утримуваного підприємством прибутку, зокрема, купити його акції на ринку та одержувати від цього дохід, що відповідає приблизно ставці R_c для компанії, фінансованої за допомогою акцій. У цьому випадку вартість нерозподіленого прибутку для акціонера відповідає вартості акціонерного фінансування. Із урахуванням оподатковування вартість нерозподіленого прибутку відповідає вартості акцій, помноженої на коефіцієнт $(1-T)$:

$$R_{nd} = R_c \cdot (1-T), \quad (7.12)$$

де T – ставка оподатковування дивідендів.

Точка зору підприємства. Підприємство може вибирати між прямими інвестиціями та портфельними. Якщо підприємство використовує нерозподілений прибуток на прямі інвестиції, вартість нерозподіленого прибутку дорівнює альтернативним витратам, що дорівнюють доходу від можливих портфельних інвестицій, за умови, що ризик за портфельними інвестиціями не більше, ніж за прямими.

Вартість амортизації. Хоча амортизація має для підприємства обов'язковий характер, принаймні, до певного рівня, із економічної точки зору, потрібно враховувати, що ліквідні кошти, які залишаються в такий спосіб у розпорядженні підприємства, мають деяку вартість, точніше альтернативні витрати. Оскільки амортизаційні ресурси можуть замінитися іншими джерелами (позики, збільшення капіталу та зарахування у фонди), то *вартість амортизації* відповідає середній зваженій вартості цих ресурсів.

Загальна вартість фінансування підприємства

Визначення загальної вартості фінансування підприємства засновано на розрахунку середньої зваженої величини вартостей різних джерел фінансування.

Для підприємства, постійні джерела якого складаються з величини власного (P) і позикового (D) капіталу, вартість яких відповідно R_c і R_e , вартість постійного фінансування (R) дорівнює:

$$R = (P \cdot R_c + D \cdot R_e) / (P + D). \quad (7.13)$$

Якщо відомі вартість *i*-го джерела фінансування (R_i) і частка цього джерела в постійному фінансуванні (P_i), то вартість фінансування підприємства дорівнює:

$$R = \sum P_i \cdot R_i. \quad (7.14)$$

Підхід, заснований на теорії вартості капіталу, лише частково визначає ставку дисконтування, тому що розглядає безризикову ставку.

7.4 Оцінювання вартості фінансування за теорією портфелів

Теорія портфелів є теорією неокласичного напрямку, що розглядає інвестиції в ЦП і представлена двома моделями: ринковою та CAPM (*Capital Asset Pricing Model*, Модель оцінки капітальних активів, МОКА). CAPM дозволяє, зокрема, визначити ставку дисконтування, що містить поправку на ризик. Обидві моделі виходять із аналогічного аналізу ризику акції.

Ідея, покладена в основу теорії портфелів належить Гарі Марковицу (1952). Вона констатує, що власники ЦП зазнають варіаційного ризику. *Варіаційний ризик* обумовлений мінливістю прибутковості за цінними паперами і класифікується на два види ризиків:

1) *ринковий або систематичний ризик*, оскільки коливання ринку систематично викликають коливання курсу акцій;

2) *специфічний, унікальний або несистематичний ризик*, оскільки

курс акцій залежить від характеристик компанії-емітента.

Диверсифікованість (збільшення числа акцій у портфелі) дозволяє звести ризик портфеля до систематичної складової (див. рис. 7.1).

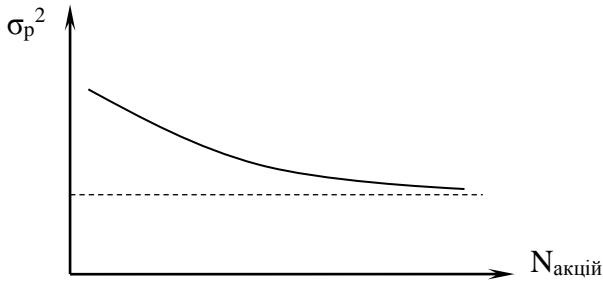


Рисунок 7.1 – Диверсифікованість портфеля ЦП

Емпірично доведено, що при $N > 20$ (або 25–30) унікальний ризик портфеля майже повністю зникає.

Модель ринку ЦП Шарпа

На основі ідеї Марковиця його послідовники статистично встановили зв'язок між рентабельністю окремої акції та рентабельністю ринку, виділивши систематичний і несистематичний ризики.

Рівняння регресії (пряма ринку, характеристична пряма) встановлене професором Вільямом Шарпом (1963) і описує співвідношення прибутковості ризикових активів і прибутковості сукупного ринкового портфеля:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m + \varepsilon_i, \quad (7.15)$$

де R_i – норма рентабельності i -ї акції за розглянутий період, що враховує одночасно дивіденди та прибуток, одержувані вкладником;

R_m – норма рентабельності ринку, тобто рентабельність ринкового портфеля, вимірювана загальним показником ринкової кон'юнктури (ринковим індексом) за розглянутий період;

β_i – коефіцієнт бета i -ї акції, що характеризує її чутливість до коливань ринку та визначає систематичний ризик (коефіцієнт, що відображає відносну ризикованість i -ї акції порівняно зі середньо-ринковим рівнем);

α_i – коефіцієнт альфа, що вимірює рентабельність i -ї акції у випадку, коли рентабельність ринку дорівнює нулю; цей коефіцієнт не постійний у часі, відображає неваріаційний ризик;

ε_i – випадкова залишкова величина, несистематична складова ризикової надбавки, не обумовлена загальноринковими тенденціями,

яка відображає варіаційний несистематичний ризик. Її середнє значення дорівнює нулю.

Систематичний ризик дорівнює бета середніх відхилень норми рентабельності ринку: $\beta_i \cdot \sigma_m$.

Несистематичний ризик дорівнює середньому відхиленню залишкового фактора: σ_{ϵ_i} .

Коефіцієнт бета вимірює чутливість рентабельності акцій компанії, що котируються на біржі, до коливань ринку. Для визначення бета-коефіцієнта необхідно визначити кут нахилу ринкової прямої. Для цього потрібно знати рентабельність акції та рентабельність ринку за кілька періодів. Графічно це дає безліч точок, які усереднюються прямою лінією (рис. 7.2): або приблизно за допомогою лінійки, або статистичним методом, наприклад, методом найменших квадратів.

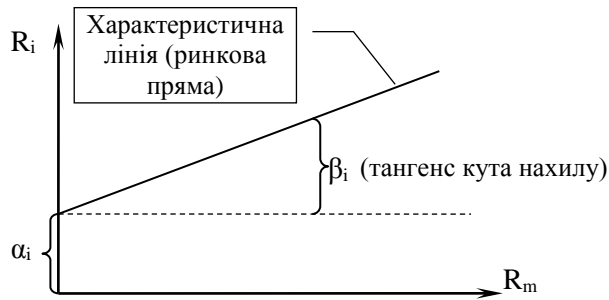


Рисунок 7.2 – Залежність рентабельності акції (R_i) від рентабельності ринку (R_m)

Основний метод розрахунку $R_i = f(R_m)$ – метод найменших квадратів, який мінімізує квадрат відхилень:

$$Z = \sum (R_{i\text{розр.}} - R_{i\text{факт.}})^2 \Rightarrow \min \quad (7.16)$$

Підставимо $\{R_{i\text{розр.}} = \beta_i \cdot R_m\}$, візьмемо похідну і прирівняємо до 0:

$$dZ/d\beta_i = d/d\beta_i [\sum (\beta_i^2 \cdot R_m^2) - \sum (2 \cdot \beta_i \cdot R_m \cdot R_{i\text{ф.}}) + \sum (R_{i\text{ф.}})^2] = 0, \quad (7.17)$$

$$\sum (2 \cdot \beta_i \cdot R_m^2) - \sum (2 \cdot R_m \cdot R_{i\text{ф.}}) = 0, \quad (7.18)$$

$$\beta_i = \sum (R_{i\text{ф.}}) / \sum (R_m). \quad (7.19)$$

Графічне зображення теоретичної функції регресії називається *характеристичною лінією* або *ринковою прямою* (рис. 7.2).

Величина β_i показує зміну прибутковості i -го ЦП на одиницю зміни середньоринкової прибутковості. β_i , іноді називається *індексом ринкової чутливості* даної ЦП.

Кут нахилу ринкової прямої, тобто коефіцієнт β , може бути визначений безпосередньо із графіка або розрахований за формулою

$$\beta = \text{cov}(R_i, R_m) / \text{var}(R_m) = \sigma_{im} / \sigma_m^2, \quad (7.20)$$

де σ_{im} – коваріації норм рентабельності i -ї акції та норм рентабельності показника ринкової кон'юнктури; σ_m , σ_m^2 – середнє квадратичне відхилення та дисперсія (варіація) норми рентабельності показника ринкової кон'юнктури.

Коваріація (лат. *Co+variare* = спільна мінливість) характеризує сполучену, спільну мінливість двох ознак):

$$\sigma_{im} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i) \cdot (R_m - \bar{R}_m). \quad (7.21)$$

Середнє квадратичне відхилення:

$$\sigma_m = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_m - \bar{R}_m)^2}. \quad (7.22)$$

Параметр β може бути оцінений експертним або статистичним шляхом. Якщо β визначається експертним шляхом (через відсутність представницької статистики), його значення для реальних цінних паперів береться в діапазоні (0,5–2) залежно від суб'єктивної оцінки ризикованості вкладення в акції, з урахуванням галузевого, загальноекономічного ризику, аналізу фінансового стану емітента і його діяльності.

Категорії акцій залежно від величини бета (див. рис. 7.3):

- 1) середньоуразливі акції, для яких середнє відхилення (варіація) показника ринкової кон'юнктури (ринкового індексу) веде до ідентичного середнього відхилення (варіації) їх рентабельності ($\beta = 1$);
- 2) дуже уразливі акції, для яких середнє відхилення (варіація) ринкового індексу веде до більш високого середнього відхилення (варіації) їх рентабельності ($\beta > 1$);
- 3) малоуразливі акції, для яких середнє відхилення (варіація) ринкового індексу веде до менш значного середнього відхилення (варіації) їхньої рентабельності ($\beta < 1$).

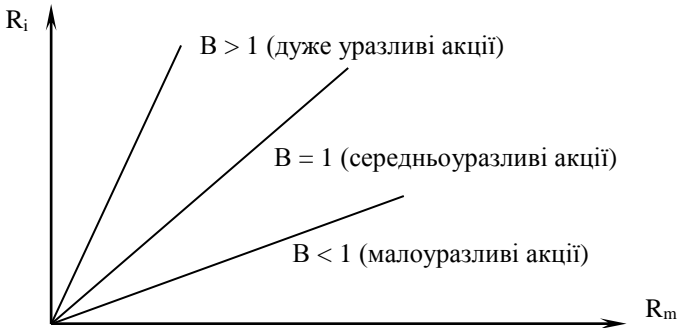


Рисунок 7.3 – Залежність ринкової прямої від бета

Зв'язок ризику та рентабельності акції в CAPM

Модель оцінки капітальних (основних) активів (*Capital Asset Pricing Model – CAPM*) уперше розглянута Вільямом Шарпом.

Модель оцінювання фінансових активів у стані рівноваги CAPM націлена на визначення вартості ЦП, що врівноважує попит та пропозицію на фінансовому ринку.

За наявності безризикової ставки на ринку ЦП виникає один виділений портфель, який називають ринковим. Він дозволяє описувати ризиковість ЦП шляхом їх порівняння з параметрами ринкового портфеля. Замість R_i і σ_i вводять величину β_i , пов'язану з ними співвідношеннями:

$$R_i - R_s = \beta_i \cdot (R_m - R_s). \quad (7.23)$$

$$\beta_i = \text{cov}(R_i, R_m) / \text{var}(R_m) = \sigma_{im} / \sigma_m^2 = \rho_{i,m} \sigma_i \sigma_m / \sigma_m^2 = \rho_{i,m} \sigma_i / \sigma_m, \quad (7.24)$$

де R_i – очікувана рентабельність акції; R_s – рентабельність вкладення без ризику (наприклад, облігації першої категорії або казначейські бони); R_m і σ_m – очікувана рентабельність ринку та ризик ринкового портфеля; σ_{im} – коваріація; σ_m , σ_i – середнє квадратичне відхилення (варіація); $\rho_{i,m}$ – коефіцієнт кореляції R_i і R_m .

Коефіцієнт кореляції – відносна міра взаємозв'язку двох випадкових величин. Стосовно доходностей активів його значення може бути розраховане в такий спосіб:

$$\rho_{im} = \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i) \cdot (R_m - \bar{R}_m) / \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^2 \cdot \sum_{i=1}^n (R_m - \bar{R}_m)^2}, \quad (7.25)$$

$$\rho_{im} = \sigma_{im} / (\sigma_i \cdot \sigma_m). \quad (7.26)$$

На відміну від варіації, коефіцієнт β_i є адитивним (може додаватися з урахуванням частки/ваги (X_i) i -го активу), що робить

його дуже зручним для оцінювання ризику портфеля в цілому:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^N X_i \beta_i . \quad (7.27)$$

Величина $(R_m - R_s)$ називається *ринковою премією за ризик*.

Премія за ризик (для i -го активу) – це різниця між необхідною нормою прибутку за ризикованим вкладенням капіталу (R_i) і безризиковою нормою (R_s) (див. рис. 7.4)

$$\text{Премія за ризик} = R_i - R_s. \quad (7.28)$$

Премія за ризик для акції з відповідним β (див.(7.23)):

$$\text{Премія за ризик} = R_i - R_s = \beta_i \cdot (R_m - R_s). \quad (7.29)$$

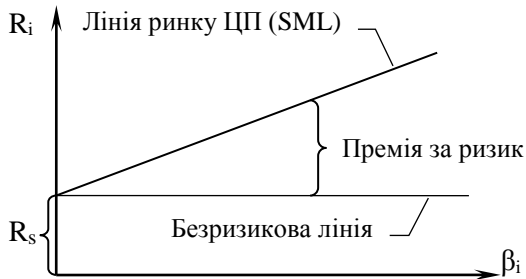


Рисунок 7.4 – Премія за ризик

Приклад: при $R_s = 12\%$, $\beta_i = 0,5$ і $R_m = 16\%$ очікувана рентабельність акції дорівнює: $0,12 + 0,5 \cdot (0,16 - 0,12) = 14\%$. Для підприємства, курс акцій якого точно слідує за коливаннями ринку ($\beta = 1$), вона повинна дорівнювати: $0,12 + 1 \cdot (0,16 - 0,12) = 16\%$. Для підприємства, курс акції якого дуже уразливий ($\beta = 1,5$), вона повинна дорівнювати: $0,12 + 1,5 \cdot (0,16 - 0,12) = 18\%$.

Графічно, на основі розрахованих вище чисел, пряма вибору між ризиком і рентабельністю виглядає, як показано на рис. 7.5.

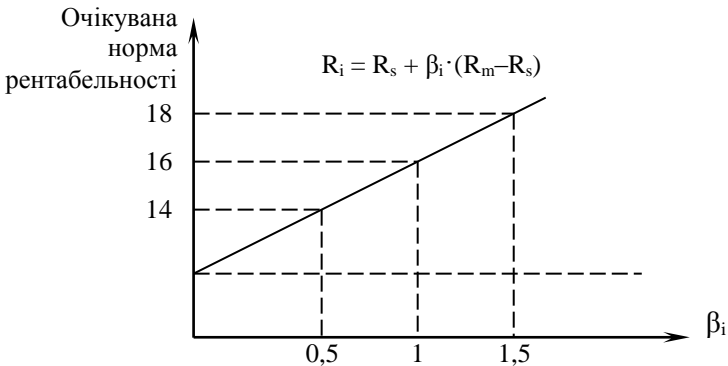


Рисунок 7.5 – Пряма вибору між ризиком і рентабельністю

Необхідна норма прибутку – це мінімальний очікуваний прибуток, що змусить інвесторів купити певну ЦП.

Необхідна норма прибутку ЦП дорівнює безризиковій нормі прибутку плюс премія за ризик і описується рівнянням CAPM:

$$R_i = R_s + \beta_i \cdot (R_m - R_s). \quad (7.30)$$

Графічне зображення рівняння CAPM ($R_i = f(\beta_i)$) називається *лінією ринку цінних паперів – Security Market Line (SML)*.

SML показує залежність між нормою прибутку за безризиковими активами R_s , систематичним ризиком бета та нормами прибутку за ризиковими активами R . Нахил SML відображає ступінь, до якої інвестори відкидають ризик. Чим крутіше нахил лінії, тим більше в середньому неприйняття ризику в інвестора. При відсутності ризику SML буде горизонтальною. Збільшення ризику викликає зростання премії за ризик, необхідної норми прибутку ризиковані активи та збільшення нахилу SML. Нахил SML становить $d(R_m - R_s)/d\beta$.

Зростання інфляції викликає паралельний зсув SML.

Компанія, націлена на максимізацію багатства своїх акціонерів повинна інвестувати свої власні кошти лише в інвестиційні проекти (П) з очікуваною рентабельністю R . При використанні внутрішньої норми рентабельності рішення – прийняти або відхилити проект може бути обґрунтоване графічно за допомогою ринкової кривої (див. рис. 7.6).

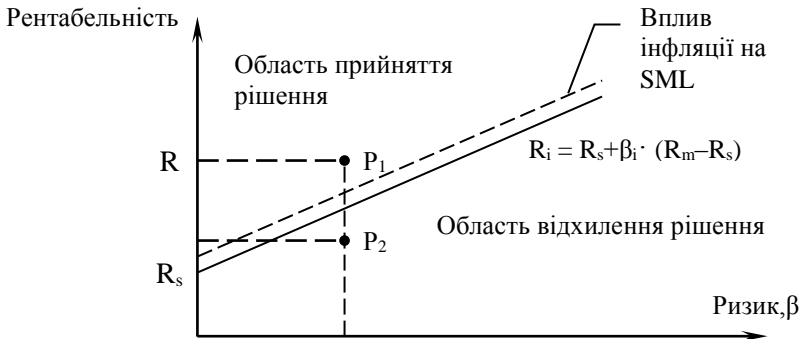


Рисунок 7.6 – Застосування CAPM при обранні проекту

На графіку вибір ІІІ визначається нормою рентабельності і його бета. Всі ІІІ, розміщені на прямій лінії або над нею, можуть бути прийняті, а всі ІІІ під SML, повинні бути відхилені.

Обмеження, пов'язані з R:

1) R являє собою рентабельність, яку потрібно досягти лише за рахунок власних коштів;

2) оскільки коефіцієнт бета повинен вимірювати загальний ризик проекту (включаючи виробничий і фінансовий ризики), то застосування R можливе лише, якщо досліджуваний проект має той самий виробничий ризик, що й компанія, якщо він фінансується таким самим способом;

3) необхідна рентабельність проекту та застосовувана для нього ставка дисконтування повинні розраховуватися за допомогою власного коефіцієнта бета;

4) ставка дисконтування, одержувана за методом CAPM, повинна приблизно дорівнювати ставці дисконтування, отриманій за допомогою теорії вартості капіталу.

Допущення (вихідні положення) моделі CAPM, які обмежують її застосування для реальних ринків ЦП у повному обсязі (без коригування):

1) оцінювання портфельів здійснюється інвесторами на основі очікуваної прибутковості портфеля і його ризику;

2) активи нескінченно ділені та абсолютно ліквідні;

3) існують безризикові активи, які всі інвестори можуть одержувати в борг і позичати за безризиковою ставкою;

4) торгівля не обмежена ні трансакційними витратами, ні

податками, ні регулюючими правилами;

5) інвестори уникають ризику, прагнуть формувати повністю диверсифіковані портфелі;

б) тривалість інвестиційного циклу (строк володіння активом) для всіх інвесторів однакова та вони прагнуть максимізувати багатство на кінець кожного періоду;

7) всі інвестори однаково інформовані та однаково оцінюють ризик і прибутковість активів (фронт ефективності однаковий для всіх);

8) ринок характеризується досконалою конкуренцією та ліквідністю.

Рівняння ринку ЦП у модифікації Дженсена:

$$R_i - R_s = \alpha_i + \beta_i \cdot (R_m - R_s) + \varepsilon_i. \quad (7.31)$$

Для більш точного розрахунку прибутковості для окремих компаній можуть вводитися поправки:

$$R = R_s + \beta \cdot (R_m - R_s) + S_1 + S_2 + C, \quad (7.32)$$

де S_1 (від 0 до 5 %) – поправка для оцінювання інвестицій у малі компанії, оскільки залежність $R = R_s + \beta \cdot (R_m - R_s)$ була одержана для великих фірм, а ризик вкладення у малі підприємства вищий ($S_1 > 0$);

S_2 (від 0 до 5 %) – поправка на інвестиційний ризик в конкретній фірмі, що містить: 1) якість управління (ризик зростає при концентрації повноважень в одного менеджера); 2) фінансова політика (агресивна або консервативна); 3) диверсифікованість виробництва та клієнтури фірми; 4) прогностичність, тобто стабільність прибутку;

C – країновий ризик, що характеризує додаткові ризики інвестицій для іноземців. Дозволяє використовувати показники, розраховані як за іноземними даними, так і за даними аналогічних закордонних фірм. Наприклад, при помірному країновому ризику $C = 5\%$. Параметри CAPM можуть бути одержані за українськими даними, а якщо R_s , R_m і β розраховані для країн Західної Європи, то $C =$ від 20 до 30 %.

Країновий ризик характеризує такі фактори: 1) ризики, пов'язані з активами (можливість експропріації, можливості місцевого фінансування, захист інтелектуальної власності); 2) ризики соціально-економічної ситуації (політична стабільність, відношення до іноземних інвестицій, становище із правом власності, вартість робочої сили, ступінь державного управління та вплив організованої злочинності); 3) фінансовий ринок (конвертованість національної валюти, її стабільність, регулювання цін, місткість ринку, ставки податків і т. д.).

Теорія арбітражної оцінки

Теорія арбітражної оцінки (APT, Arbitration Pricing Theory), що дає більш адекватні результати, ніж CAPM була обґрунтована Стефаном Россом наприкінці 70-х років ХХ ст. Ця теорія заснована на твердженні, що в умовах конкурентних фінансових ринків інвестори приймають рішення, щоб одержати арбітражний дохід (купуючи недооцінений актив і продаючи переоцінений актив).

При відсутності такої можливості фінансові ринки перебувають у стані рівноваги. Інвестори обґрунтовують свої рішення не одним фактором (як в CAPM), а їх сукупністю.

Основне співвідношення АРТ:

$$R_{al} = R_s + \sum_{i=1}^n (\beta_{li} \cdot R_{im}), \quad (7.33)$$

де R_{al} – прибутковість l -го активу, очікувана інвестором;

$i = 1, n$ – сукупність факторів ризику, що враховуються інвестором;

β_{li} – чутливість l -го активу до фактора i (порівняно із середньою чутливістю ринку до даного фактора);

R_{im} – премія за ризик за фактом i по ринку в цілому.

Знак суми (Σ) характеризує пов'язаність усіх ринків (фінансових і ресурсних), можливість перетікання капіталів у різні активи.

На відміну від CAPM, АРТ не пояснює механізм впливу окремих факторів на рішення інвесторів, а лише постулює (констатує) ці зв'язки.

8 ПОЛІТИКА УПРАВЛІННЯ ДЖЕРЕЛАМИ ФІНАНСУВАННЯ

8.1 Управління джерелами фінансування оборотного капіталу

Кошти для покриття потреби в оборотному капіталі у зв'язку з тимчасовими коливаннями ринку забезпечуються короткостроковими фінансовими операціями.

Джерела короткострокового фінансування оборотного капіталу:

- 1) комерційний кредит;
- 2) банківський кредит;
- 3) застава дебіторської заборгованості;
- 4) емісія короткострокових (комерційних) ЦП;
- 5) продаж ЦП.

Оборотні активи (ОА) (2-й розділ балансу) складаються із двох частин:

- 1) системна (стабільна) частина оборотних активів (СОА);

2) варіативна (змінна) частина оборотних коштів (ВОА).

Можна записати: $OA = COA + BOA$.

Залежно від джерел фінансування коливної частини оборотного капіталу (ВОА) розрізняють такі стратегії фінансування поточних (оборотних) активів:

- 1) звичайна;
- 2) агресивна;
- 3) консервативна;
- 4) компромісна.

Звичайне фінансування оборотного капіталу – фінансування при якому змінна частина оборотного капіталу дорівнює короткостроковим борговим зобов'язанням.

Звичайне фінансування оборотного капіталу забезпечує баланс ліквідності, тому що постійні активи покриваються довгостроковими борговими зобов'язаннями, а змінні активи покриваються короткостроковими борговими зобов'язаннями.

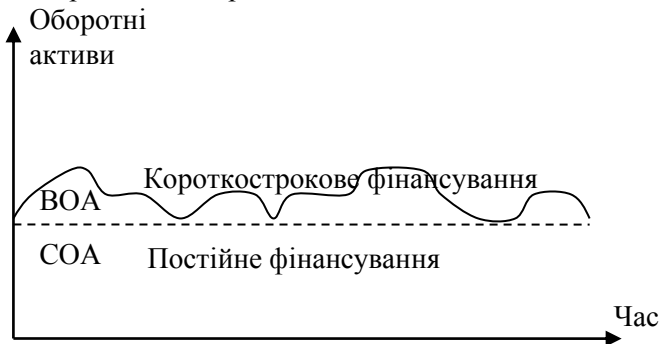


Рисунок 8.1 – Звичайне фінансування оборотного капіталу

Агресивна стратегія фінансування оборотного капіталу – фінансування, при якому короткострокові боргові зобов'язання покривають не лише частину змінного оборотного капіталу, але й частину постійного оборотного капіталу.



Рисунок 8.2 – Агресивне фінансування оборотного капіталу

Високий ризик ліквідності може бути компенсований більш високою прибутковістю власного капіталу порівняно з реалізацією консервативної стратегії.

Агресивне фінансування оборотного капіталу вигідно використовувати в очікуванні падіння процентної ставки або при меншій процентній ставці за короткостроковими зобов'язаннями. Недоліком є ризик неможливості вчасно одержати короткострокову позику під вигідні відсотки.

Консервативна стратегія ґрунтується на фінансуванні варіюючих активів за рахунок власного капіталу та довгострокових позик. Ця стратегія вимагає постійної роботи з портфелем ЦП.

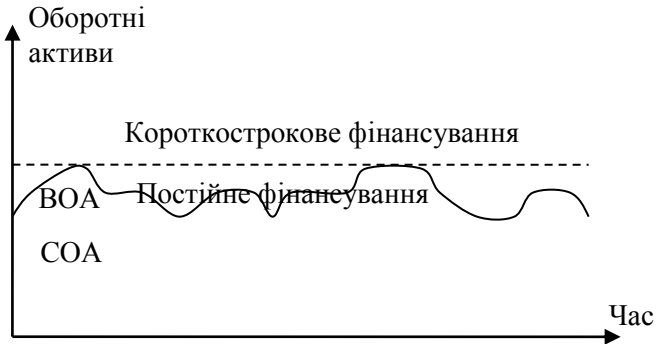


Рисунок 8.3 – Консервативне фінансування оборотного капіталу

Використання власних коштів для фінансування поточних активів знижує ризик втрати ліквідності, знижує залежність від змін процентних ставок і ризик неплатежу. Одночасно така стратегія знижує прибутковість капіталу. Необхідно вибирати оптимум ризику та прибутку.

Оскільки звичайно процентні ставки за кредитами (особливо

довгостроковими) вищі прибутковості ринкових ЦП, то вартість консервативної стратегії дорівнює середній різниці (у відсотках) між прибутковістю біржових ЦП (що характеризує виплати акціонерам) і процентною ставкою, виплачуваною за довгостроковим кредитом.

Для українських умов консервативна стратегія може бути прийнятна лише для великих СГ (наприклад ПФГ), здатних підтримувати ліквідність шляхом емісії ЦП та роботи з портфелем власних ЦП.

Компромісна стратегія фінансування оборотного капіталу – фінансування при якому довгострокові боргові зобов'язання покривають постійний оборотний капітал та частину змінного оборотного капіталу.

Підприємство може мати портфель із деякою кількістю ринкових ЦП, яких, однак, недостатньо для задоволення пікових потреб. Для нормально працюючого підприємства це найбільш прийнятна та часто використовувана модель.

Компромісний спосіб фінансування оборотних коштів вигідний при очікуванні підвищення процентної ставки або при меншій процентній ставці за довгостроковими борговими зобов'язаннями. Недолік цього способу – надлишки виключених з обігу коштів, які, однак, можуть бути виправдані меншою процентною ставкою, меншим ризиком опинитися без готівки, необхідної для покриття поточних платежів.

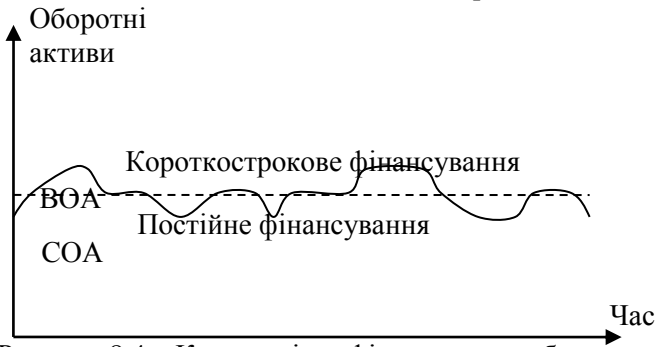


Рисунок 8.4 – Компромісне фінансування оборотного капіталу

Завдання управління грошовими коштами (включаючи використання моделей Баумоля та Міллера–Орра) актуальні для консервативної і компромісної стратегій.

При знаходженні оптимальної пропорції альтернативних джерел фінансування потрібно враховувати такі аспекти:

- 1) витрати (вартість джерел фінансування);

- 2) розподіл у часі платежів з обслуговування позикових коштів;
- 3) гнучкість (оперативність використання, можливість використання декількох джерел).

8.2 Правила фінансування підприємств

Правила фінансування, яких необхідно дотримуватися з метою забезпечення фінансової рівноваги на підприємстві, стабільної платоспроможності та ліквідності (під час прийняття рішень стосовно джерел покриття потреби в капіталі, складання фінансових бюджетів):

- 1) золоте правило фінансування;
- 2) золоте правило балансу;
- 3) правила ліквідності;
- 4) правило вертикальної структури капіталу.

Перші три правила характеризують горизонтальну структуру капіталу та активів підприємства, останнє стосується лише пасиву балансу. Всі правила базуються на розрахунку ряду показників, які характеризують співвідношення певних статей балансу.

Вимоги правил покриття потреби в капіталі потрібно враховувати в ході складання поточних і довгострокових фінансових планів, і лише в цьому випадку параметри звітності відповідатимуть критеріям кредитоспроможності та інвестиційної привабливості підприємства. Перевірка дотримання зазначених правил дозволяє дійти висновку про якість прийняття фінансових рішень менеджментом підприємства.

«Золоте правило фінансування» (золоте банківське правило, або правило узгодженості (конгруентності, паралельності) строків) полягає в необхідності узгодження строків, на які мобілізуються фінансові ресурси, зі строками, на які вони вкладаються в реальні чи фінансові інвестиції. За цим правилом фінансовий капітал повинен бути мобілізований на строк, не менший від того, на який даний капітал заморожується в необоротних та оборотних активах підприємства.

Дотримання вимог золотого правила фінансування забезпечує підприємству стабільну ліквідність і платоспроможність. При його використанні виникає проблема зіставлення окремих статей активу та пасиву балансу (окремих об'єктів інвестування та джерел фінансування), оскільки з балансового звіту безпосередньо не видно, які саме активи профінансовано за рахунок тих чи інших пасивів. Саме тому управління процесом узгодження залучення та використання капіталу необхідно здійснювати на стадії планування потреби в

ресурсах та джерел її покриття.

Умови, що відображають золоте правило фінансування:

- 1) довгострокові активи / довгострокові пасиви ≤ 1 ;
- 2) короткострокові активи / короткострокові пасиви ≥ 1 .

На практиці досить часто керуються помилковим принципом «загального покриття», згідно з яким усі активи повинні фінансуватися за рахунок усіх пасивів. Наслідком цього є порушення золотого правила фінансування.

Додаткові умови і зауваження з використання «золотого правила фінансування».

1 При дотриманні правила фінансова рівновага забезпечується, якщо:

- інвестований капітал своєчасно (у передбачені строки) вивільняється в результаті господарської діяльності;
- існує можливість субституції або пролонгації строків повернення капіталу;
- платежі, строк оплати яких настав, можна здійснити за рахунок надходжень від операційної та інвестиційної діяльності.

Виникає певний парадокс. Золоте правило фінансування забезпечує фінансову стабільність, справджується, якщо існує можливість пролонгації чи залучення нового фінансового капіталу при настанні строків погашення попередньої заборгованості. Але якщо можлива субституція чи пролонгація, тоді зовсім не обов'язкова паралельність строків, на які залучаються капітал та інвестиції. Цією аргументацією не враховується, що можливості субституції чи пролонгації значною мірою залежать від кредитоспроможності підприємства, одним із важливих критеріїв якої є рівень дотримання вимог правил фінансування.

2 Інше слабке місце правила пов'язане з тим, що висновки про ліквідність підприємства будуються на горизонтальному аналізі статей балансу. Однак позиції балансу не дають повного уявлення про строки і величину всіх вхідних і вихідних грошових потоків, зокрема стосовно податкових платежів, виплати зарплати, мобілізації прихованих резервів тощо. Отже, дотримання чи недотримання вимог зазначеного правила не завжди означатиме платоспроможність підприємства чи її відсутність у конкретний короткостроковий період. Разом із тим у довгостроковому періоді чітко виражена невідповідність умовам правила свідчатиме про потенційну неплатоспроможність підприємства.

Золоте правило балансу можна розглядати як більш

конкретизовану форму правила конгруентності строків. Із метою досягнення паралельності строків мобілізації і використання фінансових ресурсів воно вимагає дотримання певних співвідношень між окремими статтями пасивів та активів. Для цього при складанні бюджетів рекомендується керуватися такими двома умовами:

а) потребу в капіталі для фінансування необоротних активів необхідно покривати за рахунок власного капіталу і довгострокових позик:

$$\frac{\text{Власний капітал} + \text{Довгострокові позики}}{\text{Необоротні активи}} \geq 1;$$

б) довгострокові капіталовкладення повинні фінансуватися за рахунок коштів, мобілізованих на довгостроковий період, тобто довгострокові пасиви повинні використовуватися не лише для фінансування необоротних активів, а й для довгострокових оборотних активів (наприклад, оборотні засоби, авансовані в стратегічні запаси сировини, неліквідні товари тощо):

$$\frac{\text{Власний капітал} + \text{Довгострокові позики}}{\text{Необоротні активи} + \text{Довгострокові оборотні активи}} \geq 1.$$

Зрозуміло, що під час зовнішнього аналізу (наприклад, оцінювання кредитоспроможності позичальника банком) перевірку рівня дотримання останньої умови здійснити практично неможливо, оскільки інформацією про довгострокові оборотні активи володіють лише фінансові та бухгалтерські служби підприємства.

Критики золотого правила балансу звертають увагу на таку саму суперечність, як і в золотому правилі фінансування. Використання золотого правила балансу дає можливість уникнути проблем з ліквідністю, якщо амортизація активів у результаті господарської діяльності збігається за обсягами і термінами з погашенням залученого капіталу і якщо грошових надходжень достатньо для забезпечення розрахунків у ході поточної операційної діяльності. У разі потреби в довгостроковому капіталі повинна також існувати можливість пролонгації строків погашення існуючих кредитів і залучення нового капіталу.

Капітал підприємства характеризується вартістю і структурою. *Структура капіталу підприємства* — це співвідношення власних і позикових джерел у структурі пасивів. *Вартість капіталу* — це плата за користування залученими фінансовими ресурсами, в т. ч. сплата процентів, дивідендів, комісійних, негативних курсових різниць та інші затрати. Вважається, що чим гірша структура, тим вища

середньозважена вартість капіталу.

Правило вертикальної структури капіталу пов'язане з аналізом складу та структури джерел формування капіталу. Прив'язка до активів, тобто напрямів використання фінансових ресурсів підприємства, в даному разі не здійснюється. *Правило вертикальної структури* вимагає дотримання певного співвідношення між власним і позиковим капіталом підприємства. Результати аналізу структури використовуються під час прийняття рішень щодо фінансування підприємства, зокрема, при оцінці інвестиційної привабливості, кредитоспроможності та санаційної спроможності.

Основні показники, що характеризують структуру капіталу підприємства: коефіцієнт заборгованості та коефіцієнт незалежності (автономії). *Коефіцієнт заборгованості* характеризує залежність підприємства від позикового капіталу і визначається як відношення позикового капіталу (ПК) до джерел власного капіталу (ВК). Прийнято вважати, що зростання рівня заборгованості свідчить про зростання фінансового ризику, тобто можливості втрати платоспроможності. І навпаки, при заданих напрямках інвестування ризик кредиторів тим менший, чим менша частина позикового капіталу в загальній сумі пасивів.

Чим більше значення коефіцієнта незалежності ($K_{авт} = \frac{ВК}{П} = \frac{ВК}{ВК + ЗК}$), тим менш ризиковою є структура капіталу підприємства (менша залежність від кредиторів). Якщо питома вага власних коштів у структурі джерел фінансування збільшується, то $K_{авт}$ наближається до 1; якщо спостерігається тенденція до фінансування за рахунок позик, то $K_{авт} \rightarrow 0$.

Існують різні погляди щодо співвідношення власного і позикового капіталу підприємства. Часто вважають, що це співвідношення має становити 1:1. Згідно з даним підходом загальна сума заборгованості не повинна перевищувати суму власних джерел фінансування, тобто критичне значення $K_{авт} = 0,5$. Згідно з іншими трактуваннями правила вертикальної структури капіталу для промислових підприємств частка власного капіталу повинна становити не менше 60 %, для торгівлі (де більш ліквідні активи) – 50 %. Існує також думка, що співвідношення власного і позикового капіталу має становити 2:1 ($ЗК = 33 \%$).

Основні фактори, що впливають на структуру капіталу підприємства:

- 1) галузь виробництва, до якої належить підприємство;
- 2) організаційно-правова форма бізнесу;
- 3) обсяги діяльності підприємства та його місцезнаходження;

- 4) прибутковість активів;
- 5) процентні ставки за користування позиками;
- 6) оподаткування розподіленого і нерозподіленого прибутку;
- 7) особливості законодавства про банкрутство;
- 8) інші специфічні фактори.

При формуванні структури капіталу фінансисти як орієнтир можуть враховувати середньогалузеві значення коефіцієнтів заборгованості та автономії підприємств відповідної галузі. Для більшої об'єктивності в процесі аналізу структури капіталу необхідно визначати рівень відхилення фактичних значень показників структури капіталу конкретного підприємства не лише від середньогалузевих значень вітчизняних підприємств, а й у світовому розрізі.

8.3 Ефект фінансового левериджу

Ефект фінансового левериджу/важеля (ЕФВ) – це збільшення рентабельності власних коштів, одержуване завдяки використанню кредиту, незважаючи на платність останнього.

Для одержання показника ЕФВ запишемо вираз для чистого прибутку:

$$\text{ЧП} = (1 - \text{СОП}) \cdot [\text{ЕР} \cdot \text{ВК} + 3\text{К} \cdot (\text{ЕР} - \text{СРСП})], \quad (8.1)$$

де ЧП – чистий прибуток; СОП – ставка оподаткування прибутку; ЕР – економічна рентабельність; ВК – власні кошти; 3К – залучені (позикові) кошти; СРСП – середня розрахункова ставка процентів.

Середня розрахункова ставка відсотка часто не збігається із процентною ставкою, зафіксованою в кредитному договорі:

$$\text{СРСП} = (\text{ФФВ}_{\text{кр.}} / \text{СЗК}) \cdot 100, \quad (8.2)$$

де $\text{ФФВ}_{\text{кр.}}$ – усі фактичні фінансові витрати за всіма кредитами за аналізований період; СЗК – загальна сума позикового капіталу, використовуюваного в аналізованому періоді.

СРСП може також розраховуватися не за середньоарифметичною, а за середньозваженою вартістю різних кредитів і позик (як WACC).

Після ділення ЧП на власні кошти одержимо показник рентабельності власного капіталу (РВК):

$$\text{РВК} = (\text{ЧП}/\text{ВК}) \cdot 100 \%, \quad (8.3)$$

$$\text{РВК} = (1 - \text{СОП}) \cdot \text{ЕР} + (1 - \text{СОП}) \cdot (\text{ЕР} - \text{СРСП}) \cdot 3\text{К}/\text{ВК}. \quad (8.4)$$

Другий доданок – рівень ефекту фінансового важеля, тому що $\text{РВК} = (1 - \text{СОП}) \cdot \text{ЕР} + \text{ЕФВ}$.

Підприємство, що використовує лише власні кошти, обмежує свою рентабельність лише частиною економічної рентабельності (тому що

$ЗК = 0$):

$$РВК = (1 - СОП) \cdot ЕР. \quad (8.5)$$

Підприємство, що використовує кредит, збільшує або зменшує РВК, залежно від співвідношення власних і позикових коштів у пасиві та від величини процентної ставки (СРСП). Це явище характеризує ефект фінансового важеля (ЕФВ):

$$РВК = (1 - СОП) \cdot ЕР + ЕФВ. \quad (8.6)$$

ЕФВ виникає через розбіжність між економічною рентабельністю (ЕР) і вартістю позикових коштів, тобто середньою розрахунковою ставкою відсотка (СРСП). Таким чином, у підприємства повинна бути така економічна рентабельність (ЕР), щоб коштів вистачило принаймні для сплати відсотків за кредит.

Тоді ЕФВ дорівнює:

$$ЕФВ = (1 - СОП) \cdot (ЕР - СРСП) \cdot ЗК/ВК. \quad (8.7)$$

Диференціал фінансового важеля – це різниця між економічною рентабельністю активів і середньою розрахунковою ставкою відсотка за позиковими коштами. З урахуванням оподатковування диференціал дорівнює:

$$Д = (1 - СОП) \cdot (ЕР - СРСП). \quad (8.8)$$

Друга складова ЕФВ – це *плече фінансового важеля* (ПФВ), що характеризує силу впливу фінансового важеля, і дорівнює співвідношенню позикових і власних коштів (ЗК/ВК). Тоді ЕФВ можна записати у вигляді:

$$ЕФВ = (1 - СОП) \cdot Д \cdot ПФВ. \quad (8.9)$$

ЕФВ використовується для визначення безпечного обсягу позикових коштів (ЗК) і розрахунку припустимих умов кредитування (СРСП), доцільності придбання акцій підприємства з відповідними значеннями диференціала, плеча фінансового важеля та рівня ефекту фінансового важеля.

Між диференціалом і плечем фінансового важеля існує глибоке протиріччя та нерозривний зв'язок. При нарощуванні позикових коштів фінансові витрати з обслуговування боргу, як правило, обтяжують середню розрахункову ставку відсотка й це (при даному рівні економічної рентабельності активів) приводить до скорочення диференціала.

Основні правила використання ЕФВ

1 Запозичення вигідно підприємству, якщо воно викликає збільшення рівня ефекту фінансового важеля. Але при нарощуванні плеча фінансового важеля банк компенсує зростання свого ризику підвищенням ціни кредиту.

2 Ризик кредитора пропорційний величині диференціала, тому що якщо диференціал стає менше від нуля, то ефект фінансового важеля викликає вже не збільшення, а прискорене зменшення рентабельності власних коштів і дивідендних можливостей підприємства.

3 Плече фінансового важеля потрібно регулювати залежно від диференціала. Залучення позикових коштів дозволяє підприємству швидше та масштабніше виконувати свої завдання. При цьому завдання полягає не в повному виключенні всіх ризиків, а в їхній відповідності диференціалу. Диференціал не повинен бути негативним.

У деякі періоди життя підприємства буває доцільно спочатку використовувати потужний фінансовий важіль, а потім послабити його або ж дотримувати помірності в нарощуванні позикових коштів.

Західні економісти вважають, що ЕФВ оптимальний, якщо дорівнює 30–50 % рівня економічної рентабельності активів. При цьому ЕФВ компенсує податкові вилучення та забезпечує власним коштом необхідну віддачу.

8.4 Оптимізація структури фінансування на основі граничного НРЕІ

Нетто-результат експлуатації інвестицій (НРЕІ, EBIT — Earnings Before Interest & Tax) – це величина балансового прибутку до сплати процентів за кредит ($\text{НРЕІ} = \text{БП} + \text{ПК}$).

Граничне (порогове, критичне) значення НРЕІ – це таке значення НРЕІ, при якому чистий прибуток на акцію (або чиста рентабельність власних коштів) однаковий як для варіанта із залученням позикових коштів, так і для варіанта з використанням лише власних коштів, тобто однаково вигідно використовувати і позикові, і власні кошти. Це означає, що рівень ефекту фінансового важеля дорівнює нулю – або за рахунок нульового значення диференціала (коли $\text{EP} = \text{СРСП}$), або за рахунок нульового плеча важеля (позикових коштів немає).

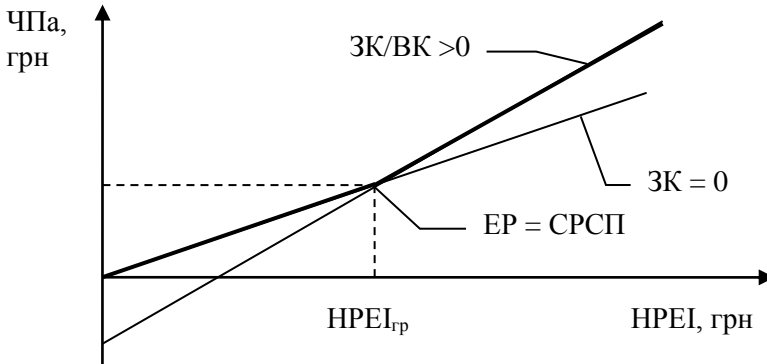


Рисунок 8.5 – Граничне значення НРЕІ

Таким чином, граничному значенню НРЕІ відповідає гранична (критична) середня розрахункова ставка відсотка, що збігається з рівнем економічної рентабельності активів.

До досягнення НРЕІ граничної величини (НРЕІ_{гр}) вигідніше використовувати лише власні кошти, тому що пряма для ЗК = 0 розміщується над прямою для ЗК/ВК > 0, і чистий прибуток на акцію при відмові від запозичень виявляється вищим.

Після НРЕІ_{гр} вигідніше залучати боргове фінансування, оскільки пряма для ЗК/ВК > 0 розміщується над прямою для ЗК = 0, тобто чистий прибуток на акцію при використанні кредиту виявляється більшим.

Граничне значення НРЕІ (яке виділене на рисунку жирною лінією) можна також визначити, використовуючи рівність економічної рентабельності активів і середньої розрахункової ставки відсотка:

$$ER = NREI / (ZK + BK) \cdot 100 \% = CPCS. \quad (8.10)$$

Звідси граничний НРЕІ дорівнює:

$$NREI_{гр} = CPCS \cdot (ZK + BK) / 100 \%. \quad (8.11)$$

Критерії формування раціональної структури коштів підприємства.

1 Якщо НРЕІ у розрахунку на акцію невеликий (при цьому диференціал фінансового важеля звичайно негативний, а чиста рентабельність власних коштів і рівень дивіденду – знижені), то вигідніше нарощувати власні кошти шляхом емісії акцій, ніж брати кредит. Залучення позикових коштів обходиться підприємству дорожче, ніж залучення власних коштів, однак, можливі труднощі у процесі первинного розміщення акцій.

2 Якщо нетто-результат експлуатації інвестицій у розрахунку на

акцію великий (при цьому диференціал фінансового важеля звичайно позитивний, а чиста рентабельність власних коштів і рівень дивіденду – підвищені), то вигідніше брати кредит, ніж нарощувати власні кошти.

9 ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА

9.1 Теоретичні засади взаємозв'язку дивідендної політики і структури капіталу

Основні орієнтири в управлінні структурою капіталу — підвищення вартості фірми, ринкової ціни акцій, зниження WACC, збереження платоспроможності — неодмінно привертають увагу менеджерів до дивідендної та інвестиційної політики. Так само, як прийняття рішень щодо фінансування інвестицій привертає їх увагу до сплати дивідендів і структури капіталу. Це пояснюється тим, що структура капіталу, дивідендна політика та інвестиційні рішення взаємозв'язані. Вони є не відокремленими об'єктами фінансового управління, а взаємозалежними складовими ефективного управління корпорацією.

Визначальний фактор, що об'єднує ці складові, — їх залежність від обсягу чистого прибутку компанії та пропорцій його розподілу на накопичення і споживання. Чистий прибуток як дохід на капітал розподіляється між акціонерами, кредиторами і фондами корпорації. Стосовно пропорцій розподілу чистого прибутку існують протилежні наукові підходи. З одного боку, це «теорія нарахування дивідендів за залишковим принципом» Ф. Модільяні та М. Міллера (ММ), з іншого — так звана теорія «синиці в руці» М. Гордона.

Ф. Модільяні та М. Міллер висунули ідею про те, що розмір дивідендів не впливає на зміну сукупного багатства акціонерів, тобто дивідендна політика не потрібна. Дивіденди необхідно виплачувати тоді, коли за рахунок прибутку профінансовані всі прийнятні інвестиційні проекти, оскільки сума сплачених дивідендів приблизно дорівнює сумі витрат, які несе компанія в цьому разі для залучення додаткових джерел фінансування. Цей підхід називається теорією нарахування дивідендів за залишковим принципом.

У межах цього підходу Ф. Модільяні та М. Міллер обґрунтовують існування так званого ефекту клієнтури. Цей ефект виявляється в тому, що різні групи інвесторів (клієнтура) віддають перевагу різним рівням дивідендних виплат. Якщо компанія обирає певну дивідендну політику, наслідком її буде привернення тієї чи іншої групи клієнтури.

Відповідно, якщо компанія змінює дивідендну політику, єдиним наслідком цього буде повернення іншої групи. Залишається врахувати попит і пропозицію. Наприклад, припустивши, що 50 % інвесторів віддають перевагу високим дивідендам, а лише 40 % компаній їх виплачують, можна зробити висновок, що пропозиція буде недостатньою (ціни акцій таких компаній зростатимуть). Як наслідок, компанії, що сплачували низькі дивіденди, вирішать змінити дивідендну політику. Це триватиме доти, поки кількість компаній, що сплачують високі дивіденди, не дорівнюватиме 50 %. У цей момент на дивідендному ринку встановиться рівновага; подальші зміни в дивідендній політиці не матимуть сенсу, оскільки вся клієнтура буде задоволена.

Певний вплив дивідендної політики на ціну акціонерного капіталу ці вчені все ж визнавали, але не як наслідок впливу розміру дивідендів, а як результат інформаційного ефекту, зокрема про їх зростання, що зумовлює підвищення ціни акцій.

Один з опонентів теорії ММ американський вчений М. Гордон висунув протилежну ідею про те, що дивідендна політика впливає на розмір сукупного доходу акціонерів. Поточні виплати дивідендів зменшують невизначеність інвесторів щодо купівлі акцій даної компанії. Тим самим їх задовольняє менша норма дохідності на вкладений капітал, відповідно підвищується ринкова оцінка акціонерного капіталу. Якщо ж дивіденди не сплачуються, невизначеність зростає, також підвищується прийнятна для акціонерів норма дохідності і, відповідно, зменшується ринкова оцінка акціонерного капіталу. Виходячи з теорії М. Гордона, інвестори обирають мінімізацію ризику, тому завжди віддають перевагу поточним дивідендам («синиці в руці») порівняно з їх збільшенням і можливим у майбутньому приростом акціонерного капіталу.

9.2 Типи дивідендних політик

Хоча підхід М. Гордона поширеніший, проте єдиної думки щодо цього не існує, дивідендна політика визначається багатьма факторами, тому кожна компанія обирає власний суб'єктивний підхід.

Розрізняють такі *типи дивідендної політики*:

- виплати дивідендів за залишковим принципом;
- постійних виплат, тобто коли АТ платить дивіденди, що дорівнюють постійному відсотку його прибутку;
- регулярних дивідендів, що полягає у виплаті регулярних

постійних дивідендів;

- поступового збільшення дивідендів;
- екстрадивіденду, коли АТ поділяють дивіденд на дві частини: регулярний дивіденд і екстрадивіденд, який виплачується за сприятливих обставин;
- виплата дивідендів акціями.

Корпорації здійснюють залишкову дивідендну політику в періоди, коли вони мають дуже привабливі інвестиційні можливості. В основному ж вони віддають перевагу стабільній дивідендній політиці.

На практиці багато зарубіжних компаній схиляються до дивідендної політики, яку можна назвати компромісною. Мається на увазі компроміс між фінансуванням інвестицій, задоволенням очікувань акціонерів щодо поточних виплат доходів і стабільністю структури капіталу. Компромісна дивідендна політика спрямована на досягнення таких цілей, як реалізація інвестиційних можливостей компанії (намагання профінансувати проекти з позитивним значенням NPV); підтримка оптимального співвідношення між боргом і акціонерним капіталом, а також запланованого рівня дивідендних виплат; уникнення скорочення суми дивідендів і необхідності випускати нові акції.

Виплата високих дивідендів призводить до зменшення внутрішніх джерел розвитку фірми, що може спонукати менеджерів до залучення додаткових зовнішніх джерел за рахунок випуску нових акцій і позик; збільшення фінансування за рахунок зовнішніх джерел може змінити структуру капіталу і середньозважену вартість капіталу (WACC).

Сплата низьких дивідендів або нестабільність виплат викликає недовіру акціонерів і потенційних інвесторів, що може призвести до зниження цін акцій. Отже, найменш ризикованою є дивідендна політика, що гарантує акціонерам за будь-яких обставин отримання дивідендів, тобто політика стабільних дивідендних виплат.

Вирішуючи питання про дивіденди, менеджери піклуються про забезпечення акціонерів «справедливим» рівнем дивідендів. Більшість менеджерів притримуються довгострокового планового коефіцієнта дивідендних виплат. Але якщо б вони просто використовували запланований коефіцієнт виплати щодо прибутку кожного року, то розмір дивідендів суттєво змінювався б з року в рік. Тому менеджери намагаються вирівняти коливання дивідендних виплат, лише частково наближаючись до запланованого коефіцієнта виплат.

Визначаючи дивідендну політику, менеджерам необхідно скласти прогноз щодо приросту майбутніх доходів, оцінити чутливість доходів

компанії до коливань ділової активності, звернути увагу на те, які доходи на акцію та коефіцієнти виплати дивідендів мають інші фірми цієї ж галузі.

Усі фактори, які фірма бере до уваги, визначаючи дивідендну політику можна об'єднати в чотири великі групи:

- існуючі обмеження щодо дивідендних виплат (законодавчі, податкові, брак грошових коштів у фірми тощо);
- інвестиційні можливості фірми;
- доступність і вартість альтернативних джерел капіталу;
- вплив дивідендної політики на необхідну норму прибутку на просту акцію.

Практичні підходи зарубіжних компаній до дивідендної політики свідчать про те, що компанії з великими інвестиційними можливостями спрямовують на виплату дивідендів невеликий відсоток свого прибутку, а компанії з меншими інвестиційними можливостями — більший відсоток. Так, молоді компанії, що швидко розвиваються, як правило, платять низькі дивіденди, а старі, що розвиваються повільно, — більші. Але і ті й інші намагаються уникати різких коливань у виплаті дивідендів, особливо різкого їх зниження. Тому у багатьох компаній показник «прибуток на акцію» набагато менш стабільний, ніж показник «дивіденд на акцію».

Стабільність дивідендних виплат можна забезпечити, виплачуючи регулярні й додаткові дивіденди. Встановлюються регулярні дивіденди як відносно невелика частка постійного прибутку, щоб їх було легко підтримувати. За періоди, в яких спостерігається збільшення прибутку, сплачуються додаткові дивіденди (екстрадивіденди).

Іноді компанії звертаються до такої форми, як виплата дивідендів акціями. Акціонери одержують додатковий пакет акцій, а прибуток залишається в компанії; при цьому статутний фонд збільшується на суму дивідендів, сплачених акціями. Оскільки збільшується кількість акцій в обігу, прибуток на кожен акцію зменшується, теоретично ринкова ціна акцій також має знизитися. Практично це залежить від розміру дивідендів, що сплачуються акціями. Невеликі дивіденди у формі акцій — до 20 % (коли кількість акцій в обігу зростає не більш як на 20 %) — практично не впливають на ціну акції. Це вигідно акціонерам; якщо вони хочуть отримати готівку, вони продадуть акції та компенсують несплату дивідендів грошима. Дивіденди у формі акцій в розмірі понад 20 або 25 % називаються великим дивідендом; на таку ситуацію ринок може відреагувати зниженням ринкової ціни

акції внаслідок збільшення кількості акцій компанії в обігу.

Причини, що спонукають компанії сплачувати дивіденди акціями: нестача грошових коштів, коли настає час сплачувати дивіденди; необхідність реінвестування прибутку для розвитку компанії; бажання змінити структуру джерел капіталу; заохотити премією у формі акцій менеджерів, що успішно працюють.

9.3 Узгодження дивідендної політики та інвестиційних можливостей фірми

Інвестиційні можливості фірми — це комплекс інвестиційних проєктів, які потенційно можуть бути прийняті до фінансування в наступному році, тобто це проєкти з позитивним NPV. Для кожного з них визначається IRR (процентна ставка, при якій NPV проєкту дорівнює нулю).

Перш ніж обчислювати коефіцієнт виплати дивідендів, тобто яку частину чистого прибутку реінвестувати, а яку спрямувати в дивідендний фонд, менеджери визначають:

- оптимальний бюджет капіталовкладень;
- капітал, необхідний для фінансування цього бюджету;
- чистий прибуток, який необхідно спрямувати на реінвестування,

щоб не зросла гранична вартість капіталу.

Для цього визначають граничну вартість капіталу (плановану WACC для різних обсягів залучення капіталу) та порівнюють з інвестиційними можливостями (IRR проєктів з різними обсягами інвестування коштів). Відбирають лише ті проєкти, які мають IRR не менше планованої WACC. Вибір певної дивідендної політики (а відповідно й обсягу рекапіталізованого прибутку) при заданих джерелах фінансування впливає на WACC та визначає прийнятні для реалізації інвестпроєкти.

WACC розраховується за такою формулою (%):

$$WACC = K_s \cdot W_s + K_d \cdot W_d \cdot (1 - T) \quad (9.1)$$

де K_s – вартість власного капіталу (%); W_s – частка власного капіталу (в %, за балансом); K_d – вартість позикового капіталу (%); W_d – частка позикового капіталу (в %, за балансом); T – ставка податку на прибуток (у частках одиниці).

Вартість капіталу показує рівень рентабельності інвестованого капіталу, необхідного для забезпечення максимальної ринкової вартості компанії. Показник середньозважена вартість капіталу організації інтегрує в собі інформацію про конкретний склад елементів

сформованого (формованого) капіталу, їхньої індивідуальної вартості й значущості в загальній сумі капіталу. Він визначає відносний рівень видатків (у формі процентних платежів, дивідендів, винагород і т. п.) за користування вкладеними у діяльність підприємства фінансовими ресурсами.

Основна складність при розрахунках показника WACC полягає в обчисленні ціни одиниці капіталу, одержаного з конкретного джерела коштів, тому що від цього залежить точність розрахунку WACC. Для деяких джерел її можна обчислити досить легко й точно (наприклад, вартість банківського кредиту); для ряду інших джерел це зробити досить складно, оскільки точне обчислення в принципі неможливе. Проте, навіть приблизні оцінки WACC прийнятні для аналітичних цілей (корисні як для порівняльного аналізу ефективності авансування коштів у компанію, так і для обґрунтування інвестиційної політики компанії).

Рішення щодо виплати дивідендів і реінвестування прибутку та їх пропорції суттєво впливають на фінансову структуру корпорації в тому розумінні, що від цих пропорцій залежить розмір нових позик.

Інвестиційні можливості й прибуток коливаються з року в рік, тому точне дотримання правил, що відповідають залишковій дивідендній політиці, спричиняє коливання дивідендів, іноді значні. Це, як доведено практикою, викликає недовіру акціонерів і може призвести до зниження ціни акцій. Тому розрахунки, що відповідають залишковій дивідендній політиці, фірми використовують найчастіше як орієнтовні з метою визначення можливих варіантів виплат дивідендів у перспективі, але не застосовують залишковий принцип у кожному конкретному році.

9.4 Регулювання дивідендних виплат

Дивідендні виплати регулюються Законом України «Про акціонерні товариства».

Дивіденди за простими акціями виплачуються на підставі рішення загальних зборів акціонерного товариства у строк, що не перевищує шість місяців з дня прийняття загальними зборами рішення про виплату дивідендів, відповідно до закону, а за привілейованими акціями – відповідно до статуту акціонерного товариства у строк, що не перевищує шість місяців після закінчення звітного року.

Виплата дивідендів акціонерними товариствами здійснюється з чистого прибутку звітного року та/або нерозподіленого прибутку. У

разі відсутності або недостатності чистого прибутку звітного року та/або нерозподіленого прибутку минулих років виплата дивідендів за привілейованими акціями здійснюється за рахунок резервного капіталу товариства або спеціального фонду для виплати дивідендів за привілейованими акціями. Акціонерне товариство не має права приймати рішення про виплату дивідендів та здійснювати виплату дивідендів за простими акціями у разі, якщо власний капітал товариства менший, ніж сума його статутного капіталу, резервного капіталу та розміру перевищення ліквідаційної вартості привілейованих акцій над їх номінальною вартістю.

У статуті АТ відображається розмір дивідендів за привілейованими акціями кожного класу (в разі їх розміщення), порядок повідомлення акціонерів про виплату дивідендів. Статутом акціонерного товариства може бути передбачено створення спеціального фонду для виплати дивідендів за привілейованими акціями.

Акціонери — власники привілейованих акцій певного класу мають право голосу під час вирішення загальними зборами акціонерного товариства питань щодо внесення змін до статуту товариства, що передбачають розміщення нового класу привілейованих акцій, власники яких матимуть перевагу щодо черговості отримання дивідендів чи виплат у разі ліквідації товариства, або збільшення обсягу прав акціонерів-власників розміщених класів привілейованих акцій, які мають перевагу щодо черговості отримання дивідендів чи виплат у разі ліквідації товариства.

В Україні АТ може виплачувати дивіденди виключно грошовими коштами.

Періодичність виплати дивідендів (щорічно, щоквартально, раз на півроку) регулюється законодавством конкретної країни.

Після прийняття рішення загальними зборами про виплату дивідендів за простими акціями наглядова рада акціонерного товариства встановлює дату складення переліку осіб, які мають право на отримання дивідендів, порядок та строк їх виплати. Перелік осіб, які мають право на отримання дивідендів за привілейованими акціями, складається впродовж одного місяця після закінчення звітного року.

У разі відчуження акціонером належних йому акцій після дати складення переліку осіб, які мають право на отримання дивідендів, але раніше дати виплати дивідендів, право на отримання дивідендів залишається в особи, зазначеної у такому переліку.

Для виплати дивідендів товариство в порядку, встановленому законодавством про депозитарну систему України, перераховує

дивіденди Центральному депозитарію цінних паперів на рахунок, відкритий у Розрахунковому центрі з обслуговування договорів на фінансових ринках для зарахування на рахунки депозитарних установ та депозитаріїв-кореспондентів для їх подальшого переказу депозитарними установами на рахунки депонентів або сплати депонентам іншим способом, передбаченим договором, а також для їх подальшого переказу депозитаріями-кореспондентами особам, які мають права на отримання доходів та інших виплат відповідно до законодавства іншої країни.

У світовій практиці процедура виплати дивідендів чітко опрацьована, хронологічно вона складається з таких етапів:

- день оголошення дивіденду;
- день продажу акцій без дивіденду;
- день реєстрації;
- день виплати.

У США, наприклад, застосовується така стандартна процедура виплати дивідендів:

1) день оголошення дивіденду — 15 січня рада директорів приймає рішення про виплату 16 лютого дивіденду в розмірі 1,5 дол. на акцію всім зареєстрованим на 30 січня власникам акцій;

2) день початку продажу акцій без дивіденду — 26 січня (за 4 робочих дні до дати реєстрації). Якщо придбати акцію до цього дня, то покупець матиме право на дивіденд; якщо в цей день або пізніше — дивіденд отримує попередній власник акції;

3) день реєстрації — 30 січня, корпорація готує список акціонерів, тобто зареєстрованих власників акцій;

4) день виплати — 16 лютого; у цей день дивідендні чеки відсилаються зареєстрованим акціонерам.

9.5 Особливості дивідендної політики вітчизняних підприємств

В Україні переважає тенденція до невиконання дивідендів взагалі або сплати мінімальних дивідендів за залишковим принципом. Більшість вітчизняних ПАТ взагалі не розробляє довгострокової дивідендної політики. Це зумовлено насамперед такими чинниками: збитковою або низькорентабельною діяльністю багатьох ПАТ; необхідністю спрямовувати весь прибуток на поповнення обігових коштів і фінансування капіталовкладень; особливостями організації ПАТ у процесі приватизації на базі державних підприємств.

Виплата дивідендів залежить не лише від наявності та розміру

прибутку АТ, а й від бажання власників контрольного пакета акцій прийняти рішення про виплату дивідендів. Аналіз свідчить, що навіть за наявності прибутку, достатнього для нарахування дивідендів, власники контрольного пакета акцій українських АТ можуть приймати рішення про відмову від нарахування дивідендів із таких причин:

- прагнення реінвестувати прибуток, максимально використати внутрішні можливості для подальшого розвитку підприємства;
- небажання власників контрольного пакета ділити прибуток з іншими акціонерами.

Остання причина дуже вагома, адже українські ПАТ, утворені на базі державних підприємств, мають особливий склад акціонерів: частково це працівники ПАТ, але багато акцій розпорошено між великою кількістю дрібних «сторонніх» акціонерів (що отримали акції за приватизаційні майнові сертифікати). Акціонери, що працюють у ПАТ, фактично і приймають рішення про розподіл прибутку, оскільки дрібні «сторонні» акціонери або не відвідують загальні збори акціонерів, або передають право голосу за дорученням правлінню товариства.

Акціонери-працівники ПАТ не зацікавлені ділити прибуток зі «сторонніми», адже вони мають можливість отримати більше коштів, якщо АТ спрямує чистий прибуток не в дивідендний фонд, а у фонд матеріального заохочення або на утримання об'єктів соціальної сфери (житлових будинків, гуртожитків, баз відпочинку тощо), якими користуються працівники і які фінансуються за рахунок чистого прибутку.

В Україні АТ якщо й виплачують дивіденди, то їх ставка значно менша від банківського відсотка. На сплату дивідендів АТ переважно виділяють 1–5 % чистого прибутку, а часто взагалі не нараховують дивідендів. Такий підхід до дивідендної політики підсилюється відсутністю повноцінного фондового ринку, який, з одного боку, є джерелом залучення додаткового капіталу для корпорацій, а з іншого — через зміни ринкової ціни акцій змушує менеджерів корпорацій враховувати інтереси акціонерів, виділяючи їм «справедливу» частку прибутку АТ.

10 ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛІНГ І БЮДЖЕТУВАННЯ НА ПІДПРИЄМСТВІ

10.1 Сутність, необхідність та основні завдання фінансового контролінгу

У вузькому, неповному розумінні поняття «контролінг» означає виключно контроль або управлінський облік (managerial accounting).

У широкому розумінні контролінг — це система методів та інструментів, спрямована на функціональну підтримку менеджменту підприємства для ухвалення оперативних і стратегічних управлінських рішень. Контролінг включає інформаційне забезпечення, планування, контроль, аналіз відхилень і розробку коригуючих заходів, координацію і внутрішній консалтинг. Контролінг є найефективнішою з усіх існуючих систем управління менеджментом підприємства (по суті є «управління управлінням підприємства»).

Складові елементи контролінгу (охоплюють напрями фінансового менеджменту, маркетингу, виробничого менеджменту): фінансовий контролінг, контролінг збуту, дивізіональний контролінг, контролінг виробництва та закупівель тощо.

Залежно від організаційної структури підприємства служба контролінгу підпорядковується безпосередньо директору підприємства або фінансовому директору. Існують варіанти організації контролінгу, за якими фінансист відповідає за управління фінансовими ресурсами, а контролер забезпечує бухгалтерський облік і фінансове планування. При цьому контролер повинен займатися середньо- і довгостроковим фінансовим плануванням і плануванням ліквідності, а казначей (treasurer) — короткостроковим плануванням ліквідності в межах управління грошовими потоками, а також забезпеченням підприємства капіталом, а в певних випадках — фінансуванням договорів.

Головною метою фінансового контролінгу є орієнтація управлінського процесу на максимізацію прибутку та вартості капіталу власників при мінімізації ризику і збереженні ліквідності та платоспроможності підприємства методами планування, контролю та регулювання.

У спрощеному варіанті головним завданням системи фінансового контролінгу є управління прибутком за допомогою бюджетування.

Комплексна система фінансового контролінгу, зорієнтована на максимізацію вартості підприємства, передбачає реалізацію таких завдань:

1) чітка сегментація сфер діяльності підприємства (центрів прибутковості та затрат);

2) систематичний аналіз конкурентоспроможності та ринкової інформації;

3) формування завершеного циклу планування (який включає річне бюджетування, інвестиційне, середньострокове та стратегічне планування);

4) забезпечення стандартизованої системи звітності, в т. ч. в розрізі окремих структурних підрозділів;

5) розрахунок та аналіз вартісних показників.

Функції фінансового контролінгу і завдання, які їм відповідають:

- | | |
|---|--|
| 1 Координація | <ul style="list-style-type: none"> • Регулювання інформаційних потоків. • Координація процесу планування. |
| 2 Фінансова стратегія | <ul style="list-style-type: none"> • Активна участь у розробленні фінансової стратегії підприємства та координація роботи з планування фінансово-господарської діяльності. • «Продаж» цілей і планів. • Вироблення пропозицій щодо адаптації організаційної структури підприємства до обраної стратегії розвитку. |
| 3 Планування та бюджетування | <ul style="list-style-type: none"> • Розроблення та постійне вдосконалення внутрішньої методики прогнозування та бюджетування. • Забезпечення процесу бюджетування. • Участь у розробленні інвестиційних та інших бюджетів. |
| 4 Бюджетний контроль | <ul style="list-style-type: none"> • Внутрішній (управлінський) облік = managerial accounting. • Участь у складанні річних, квартальних і місячних звітів. • Аналіз відхилень фактичних показників діяльності від запланованих. • Забезпечення постійного аналізу та контролю ризиків у фінансово-господарській діяльності, а також розроблення заходів щодо їх нейтралізації. • Виявлення та ліквідація вузьких місць на підприємстві. • Своєчасне реагування на появу нових можливостей (виявлення та розвиток сильних сторін). • Підготовка звіту про виконання бюджетів і розроблення пропозицій щодо коригування планів і діяльності (рапортування). |
| 5 Внутрішній консалтинг та методологічне забезпечення | <ul style="list-style-type: none"> • Розроблення методичного забезпечення діяльності окремих структурних підрозділів. • Надання консультацій і рекомендацій керівництву підприємства та структурним підрозділам у процесі розроблення фінансової стратегії, планування, розроблення і впровадження нових продуктів, процесів, систем. |
| 6 Внутрішній аудит та ревізія | <ul style="list-style-type: none"> • Забезпечення постійного контролю за дотриманням співробітниками встановленого документообігу, процедур проведення операцій, функцій і повноважень згідно з покладеними на них обов'язками • Проведення внутрішнього аудиту та координація власної діяльності з діями незалежних аудиторських фірм при проведенні зовнішнього аудиту підприємства • Забезпечення збереження майна підприємства |

10.2 Стратегічний контролінг і його методи

Контролінг як система управління поділяється на стратегічний та оперативний.

Стратегічний контролінг — це комплексна система стратегічного планування, яка визначає довгострокові цілі підприємства з врахуванням виробничого потенціалу підприємства, визначає курс розвитку підприємства та прогнозує розподіл матеріальних та фінансових ресурсів для досягнення поставлених цілей. *Мета* стратегічного контролінгу — це забезпечення життєздатності підприємства та контроль за реалізацією стратегічних цілей підприємства. Під стратегічним фінансовим контролінгом розуміють комплекс функціональних завдань, інструментів і методів довгострокового (три і більше років) управління фінансами, вартістю та ризиками.

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

Успішна фінансово-господарська діяльність підприємства залежить приблизно на 70 % від стратегічної спрямованості, майже на 20 % — від ефективності оперативного управління і майже на 10 % від якості виконання поточних завдань.

Фінансово-економічні цілі діяльності підприємства можна розділити на дві групи:

- немонетарні (підвищення кредитоспроможності та інвестиційної привабливості; вдосконалення системи фінансових відносин підприємства: з банками, постачальниками, споживачами, податковими органами тощо; поліпшення ділової репутації підприємства як надійного фінансового партнера; дотримання правил фінансування підприємства);
- монетарні (досягнення певних показників прибутку і рентабельності, Cash-flow, ліквідності, балансової і ринкової вартості підприємства, дивідендних виплат).

Діяльність підприємства може бути зорієнтована на максимізацію прибутковості та рентабельності, досягнення певного рівня показників Cash-flow, забезпечення стабільної ліквідності та платоспроможності.

Окрім традиційних цільових орієнтирів стратегічного фінансового контролінгу (зростання обсягів реалізації, прибутків, підвищення рентабельності), згідно *концепції Shareholder-Value* А. Раппапорта, власники вимагають планування показників, які характеризують зростання вартості підприємства, а отже, вартості їх акцій.

У разі неможливості точного прогнозування монетарних показників у планах можна фіксувати прогнозовані їх межі.

Збалансована система показників (ЗСП) (англ. *Balanced Scorecard* (BSC)) — це концепція перенесення й декомпозиції стратегічних цілей для планування операційної діяльності та контроль їхнього досягнення. По суті ССП — це механізм взаємозв'язку стратегічних задумів і рішень із щоденними завданнями, спосіб направити діяльність всієї компанії (або групи) на їхнє досягнення. На рівні бізнес-процесів контроль стратегічної діяльності здійснюється через так звані ключові показники ефективності (КПЕ) (англ. *Key Performance Indicator* (KPI)). КPI є, по суті, вимірниками досяжності цілей, а також характеристиками ефективності бізнес-процесів і роботи кожного окремого співробітника. У цьому контексті, ССП є інструментом не лише стратегічного, але й оперативного керування.

Бенчмаркінг (англ. *benchmarking* — встановлення орієнтиру, еталону) — це метод контролінгу, який полягає у перманентному, безперервному процесі виявлення основних стратегічних показників та їх цільових значень на основі показників лідируючих конкурентів і обраних стратегічних завдань (цілей) досліджуваного підприємства чи підрозділу. Основний зміст та мета бенчмаркінгу полягає в ідентифікації відмінностей з порівнюваним аналогом (еталоном), визначення причин цих відмінностей та виявлення можливостей щодо вдосконалення об'єктів бенчмаркінгу. Об'єктами бенчмаркінгу можуть бути: методи, процеси, якісні параметри та кількісні показники.

Розрізняють три фази бенчмаркінгу:

1 підготовка. На цій стадії здійснюють вибір об'єкта бенчмаркінгу та порівняльних аналогів; визначають оцінні показники; збирають необхідну для аналізу інформацію;

2 аналіз. На цій стадії на основі порівняння з підприємством-еталоном виявляються недоліки (слабкі місця) в об'єктах бенчмаркінгу та причини їх виникнення;

3 впровадження. На цій стадії здійснюється розроблення стратегії і тактики нейтралізації виявлених у ході бенчмаркінгу слабких місць на підприємстві.

Портфельний аналіз — метод стратегічного контролінгу з

формування оптимального за співвідношенням ризику та прибутковості набору інвестицій (концепція оптимізації портфеля інвестицій Марковіца, модель оцінювання капітальних активів). В основі портфельного аналізу покладені два оцінні критерії: теперішня вартість очікуваних доходів від володіння цінними паперами (проценти, дивіденди) і рівень ризиковості вкладень. За аналогією з цінними паперами можна проводити аналіз портфеля товарів і послуг, виробництвом яких займається підприємство. В ході аналізу окремі продуктові групи виокремлюються у відповідні стратегічні «бізнес-одиниці», кожна з яких оцінюється з погляду прибутковості та ризиковості виробництва.

Аналіз сильних і слабких місць, наявних можливостей і загроз (англ. Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats analysis) або *SWOT-аналіз* (SWOT-analysis). Даний вид аналізу може здійснюватися стосовно всього підприємства, його структурних підрозділів, а також у розрізі окремих видів продукції. Наприклад, сильні і слабкі місця можна визначати за такими параметрами: ліквідність, прибутковість, Cash-flow, структура капіталу, структура активів, дебіторська і кредиторська заборгованості, фінансові відносини з капіталодавцями, реальні і фінансові інвестиції, оборотність оборотних активів. На основі результатів аналізу внутрішнього середовища розробляються рекомендації щодо: 1) усунення наявних слабких місць; 2) ефективного використання існуючого потенціалу (сильних сторін).

У результаті SWOT-аналізу зовнішнього середовища виявляється позитивний і негативний вплив на підприємство ззовні. На основі цього виробляються пропозиції стосовно: 1) нейтралізації можливих ризиків; 2) використання додаткових шансів.

10.3 Оперативний контролінг і його методи

Оперативний контролінг — це система управління досягненням поточних цілей та оперативних заходів з оптимізації прибутку та витрат методами бюджетування та внутрішнім консалтингом (контролем). Таким чином, оперативний контролінг є системою бюджетування, поєднаною з контролем за виконанням бюджету підприємства, аналізом відхилень факту від плану та інформування керівництва про розмір та чинники недосягнення планових показників.

Головними об'єктами оперативного контролінгу є «витрати» та «центри відповідальності». Тобто, фінансовий менеджер повинен мати чітке уявлення, які витрати по кожному підрозділу підприємства є

інструментом росту прибутковості.

Функція контролю у складі оперативного контролінгу реалізується внутрішнім аудитом який визначає ступінь відповідності фактичних показників діяльності їх запланованому рівню.

Специфічні інструменти (методи аналізу і планування) оперативного контролінгу включають:

- **АВС-аналіз**, який базується на виявленні тих невеликих за розміром натуральних показників, які мають найбільше вартісне значення і тому є найбільш значущими для підприємства і найбільш доцільним напрямком управління. Застосовується метод співставлення показників у натуральному та вартісному вираженні та визначенні їх питомої ваги. Використовується в управлінні збутом, матеріально-технічним забезпеченням, при аналізі витрат за місцем їх виникнення, в управлінні структурою зайнятості окремих працівників. Згідно з цим методом досліджувана сукупність, наприклад, запаси сировини та матеріалів, поділяється на три частини:

- група А — запаси, які є найціннішими з погляду їх вартості, однак можуть використовуватися підприємством у незначній кількості в натуральному виразі;

- група В — середні за величиною запаси як у кількісному, так і в грошовому виразі;

- група С — запаси з найбільшою часткою в натуральному виразі, однак незначні з погляду їх вартості.

Основна увага в процесі управління товарно-матеріальними запасами приділяється запасам, віднесеним до групи А, меншою мірою — групи В та С. З метою оптимізації запасів на практиці досить часто АВС-аналіз комбінують з іншим методом контролінгу — XYZ-аналізом;

- **XYZ-аналіз**, який характеризує рівномірність запуску окремих видів сировини (матеріалів) у виробництво. Цей метод широко використовується у процесі нормування обігових коштів для створення виробничих запасів. У ході XYZ-аналізу найуживаніші види сировини (матеріалів) групуються залежно від рівня їх споживання в три класи:

- 1) X-сировина — види сировини (матеріалів), які рівномірно споживаються у виробництві без суттєвих коливань;

- 2) Y-сировина — види сировини (матеріалів), рівень споживання яких суттєво коливається, наприклад, залежно від виробничого циклу чи сезонності виробництва;

- 3) Z-сировина — сировина та матеріали, які споживаються

нерегулярно і характеризуються високим рівнем коливання в їх потребі.

Залежно від класу, до якого віднесена сировина, залежить точність прогнозування її потреби для виробництва, а отже, величина запасів;

- **аналіз обсягів замовлень від споживачів**, який базується на оптимізації виробничої програми за співвідношенням обсягів малих та великих партій замовлень для зниження постійних витрат на одне замовлення. Визначається залежність кількості замовлень у відсотках до їх обсягів у вартісному вираженні;

- **аналіз обсягів замовлень при закупівлі виробничих запасів**, який базується на оптимізації партій та частоти закупівлі виробничих запасів із метою зниження витрат на створення запасів. Використовується поділ витрат на змінні та постійні. Передбачає прогнозування альтернативних варіантів виробничої програми з метою максимізації загального прибутку підприємства. Використовується зв'язок між виручкою, витратами та прибутком;

- **аналіз точки безбитковості**, який зводиться до визначення мінімального обсягу реалізації продукції (за стабільних умовно постійних витрат), за якого підприємство може, з одного боку, забезпечити безбиткову операційну діяльність у плановому періоді, з іншого — створити умови для самофінансування підприємства.

Точка безбитковості характеризує обсяг реалізації продукції за якого прибуток підприємства дорівнює нулю, тобто виручка від реалізації продукції відповідає валовим затратам на її виробництво та реалізацію. Точку безбитковості називають також точкою «порогового» прибутку чи точкою рівноваги.

Складовим елементом аналізу точки безбитковості є розрахунок суми покриття (маржинального прибутку). Маржинальний прибуток — це показник, який характеризує частину виручки, що спрямовується на заміщення умовно постійних витрат і формування прибутку від реалізації.

Система розрахунку суми покриття, яка ґрунтується на простому розподілі витрат на постійні та змінні, називається одноступінчастою системою «direct-costing». Основним недоліком системи простого директ-костингу є те, що за її використання сукупні постійні витрати враховуються без розподілу в розрізі окремих їх видів, груп продукції, центрів затрат, структурних підрозділів тощо. У разі виробництва багатьох видів продукції та наявності кількох центрів затрат такий підхід не дає можливості об'єктивно оцінити ефективність виробництва окремих видів продукції.

Розрахунок точки беззбитковості та показника суми покриття в розрізі окремих видів продукції, груп клієнтів, регіонів збуту продукції та за підприємством в цілому здійснюються за системою багатоступінчастого розрахунку суми покриття постійних затрат (багатоступінчастого директ-костингу);

- **метод розрахунку сум покриття (різниці між виручкою від продажу та змінними витратами)**, за яким здійснюється оптимізація виробничої програми шляхом визначення найбільш рентабельних видів продукції та ранжирування груп продукції за ознакою їх прибутковості. Використовується поділ витрат на постійні та змінні для варіантних розрахунків виробничої програми;

- **аналіз «вузьких місць» на підприємстві**, який передбачає підвищення прибутковості за рахунок формування виробничої програми на основі альтернативних розрахунків сум покриття за варіантами виробничої програми, що враховує вузькі місця;

- **методи розрахунку інвестицій**, що передбачає підвищення ефективності окремих інвестиційних проектів та інвестиційних програм;

- **розрахунок виробничого результату на короткостроковий період**, який передбачає прийняття оперативних рішень щодо виконання річного плану. Визначається щомісячно прибуток від операційної діяльності на базі: а) повних витрат із врахуванням змін запасів готової продукції та незакінченого виробництва при варіантах виробничої програми; б) витрат на реалізовану продукцію;

- **оптимізація розмірів партій продукції у виробництві, визначення комісійної винагороди торгових посередників на базі сум покриття**, що забезпечує підвищення прибутковості за рахунок оптимізації складських запасів готової продукції та незакінченого виробництва. Оптимізувати розмір партії можна як за всією номенклатурою, так і за окремими видами продукції. Передбачає вибір форми оплати послуг торгових посередників, яка при вигідності посереднику одночасно знизить витрати підприємства на реалізацію продукції;

- **аналіз цінових знижок**, спрямований на збільшення прибутковості вдосконаленням системи знижок із цін для різних категорій покупців. Варіантні розрахунки сум знижок та збільшення сум покриття;

- **аналіз областей збуту**, спрямований на збільшення сум покриття за сегментами ринків на основі визначення відхилень сум покриття за різними областями збуту від середнього значення;

• **функціонально-вартісний аналіз** — це метод контролінгу, що полягає в дослідженні функціональних характеристик продукції, яка виробляється, на предмет еквівалентності їх вартості та корисності. У ході аналізу здійснюється класифікація функцій продукту у розрізі функціональних класів: головні, додаткові та непотрібні. На основі цього розробляються пропозиції щодо мінімізації затрат на виконання кожної функції, а також щодо анулювання другорядних функцій, які потребують значних затрат.

Виокремлюють два основні завдання вартісного аналізу:

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

10.4 Основи бюджетування

Для організації ефективного фінансового контролінгу на підприємстві створюють систему бюджетування, яка передбачає розроблення і контроль виконання ієрархічної системи бюджетів.

Впровадження системи наскрізного бюджетування робить підприємство інформаційно прозорим для комерційних банків та інвестиційних компаній, інших капіталодавців, що дозволяє розширити можливості підприємства з погляду отримання довгострокових кредитів або розміщення нових емісій на фондовому ринку на вигідніших умовах для емітента.

Принципи побудови системи бюджетів підприємства:

- *принцип повноти* (охоплення усіх видів діяльності і підрозділів підприємства);
- *принцип обґрунтованості і реальності* (врахування стану ринку та обґрунтованість нормативів);
- *принцип інтегрованості бюджетів за рівнями* (охоплення зведеним бюджетом показників діяльності всіх підрозділів підприємства);
- *принцип гнучкості* (можливість коригування всієї системи в обох напрямках і наявність системи резервів за видами ресурсів);
- *принцип економічності* (витрати на бюджетування повинні бути менше від отриманого додаткового прибутку);
- *принцип періодичності* бюджетування (бюджети повинні поділятися на окремі періоди, тривалість яких визначається специфікою організації фінансової діяльності підприємства (щоденні

бюджети, щодакдні, тижневі, на місяць, квартал тощо));

- *принцип декомпозиції* (кожний бюджет нижчого рівня є деталізацією бюджету більш високого рівня);

Цілі впровадження комплексної системи бюджетування на підприємстві:

- консолідація зусилля підрозділів і служб підприємства в досягненні поставлених цілей;

- узгодження операційних, інвестиційних і фінансових планів;

- відбір найкращого з можливих варіантів розвитку підприємства на основі порівняння різних варіантів бюджетів;

- забезпечення практичного управління зниженням витрат за центрами відповідальності і підприємством в цілому;

- визначення ефективних шляхів збільшення прибутку і рентабельності;

- підвищення якості поточного і стратегічного планування на підприємстві шляхом узгодження витрат та джерел ресурсів.

Побудова системи бюджетування передбачає:

- вибір виду основного та часткових бюджетів: дискретні або ковзаючі (за методом складання), статичні (тверді) або гнучкі (за методом регулювання);

- вибір обрїю планування і першочерговості складання бюджетів (*оперативний* (у межах кварталу), *короткостроковий* (до 1 року), *середньостроковий* (до 3–5 років) і *довгостроковий* (понад 3–5 років));

- вибір бюджетів за цільовою орієнтацією (*стратегічний* (довгостроковий інвестиційний бюджет, спрямований на довгостроковий розвиток або підвищення вартості підприємства) і *тактичний бюджет*).

Функції бюджетування на підприємстві:

- визначення послідовності дій для досягнення поставлених цілей та кількісні характеристики цих дій (вартісні і натуральні);

- координація діяльності окремих підрозділів і служб узгодженням їх бюджетів;

- управління вартістю підприємства за допомогою розробки стратегічного бюджету;

- синхронізація та контроль грошових потоків для підтримки тривалої платоспроможності;

- оцінювання діяльності підрозділів і структурних одиниць для розроблення заходів з удосконалення управління підприємством.

10.5 Види бюджетів і способи бюджетування

Система бюджетів підприємства складається зі зведеного (генерального, головного) бюджету та часткових (функціональних) бюджетів, інтегрованих у зведений бюджет.

Зведений (генеральний) бюджет — це комплексний план діяльності підприємства, показники якого поєднують планові показники маркетингової, виробничої, інвестиційної і фінансової діяльності. Він складається на основі часткових бюджетів: операційного, інвестиційного і фінансового.

Операційні бюджети включають часткові бюджети продажів, запасів виробництва, прямих змінних витрат (матеріалів, витрат праці та ін.), загальновиробничих витрат, комерційних витрат та управлінських витрат. Операційні і допоміжні бюджети потрібні насамперед для узгодження натуральних показників планування (кг, шт.) з вартісними для більш точнішого складання основних бюджетів, визначення найбільш важливих пропорцій, обмежень і припущень.

Склад операційних і допоміжних бюджетів визначається, виходячи з цілей підприємства, рівня кваліфікації працівників фінансових і планово-економічних служб, ступеня методичної, організаційної і технічної готовності підприємства до запровадження бюджетування.

Інвестиційний бюджет призначений для узагальнення даних про інвестиційні проекти з метою оптимізації інвестиційних витрат і їх обліку у фінансовому бюджеті.

Фінансові (основні) бюджети включають бюджет доходів і витрат, бюджет руху грошових коштів, бюджет із балансового листа.

Усі три основні бюджети обов'язкові, оскільки призначені для управління фінансами підприємства, оцінки його фінансового стану.

Допоміжні бюджети не є обов'язковими, їх призначенням є поглиблення планування динаміки активів та визначення системи обмежень конкретного бізнесу. Головними з допоміжних бюджетів є бюджет капітальних (первісних) витрат та кредитний план.

Спеціальні (додаткові) бюджети деталізують окремі статті основних бюджетів, зокрема це план податків, бюджети розподілу прибутку, бюджети окремих проектів і програм.

Залежно від цілей порівняння та аналізу показників діяльності підприємства бюджети поділяються на статичні (тверді) та гнучкі і за певних умов система бюджетування підприємства може використовувати за різними напрямками обидва види бюджетів.

Статичний (фіксований) бюджет розрахований на конкретний

рівень ділової активності і не перераховується у плановому періоді при змінах обсягу збуту. За принципом фіксованого бюджетування складають бюджет адміністративних витрат, бюджет на рекламу тощо.

Гнучкий бюджет складається не для конкретного рівня ділової активності, а для певного його діапазону, тобто передбачається кілька альтернативних варіантів обсягу реалізації. Для кожного можливого рівня реалізації тут визначена відповідна сума витрат. Гнучкий бюджет враховує зміни витрат залежно від зміни рівня реалізації і становить динамічну базу для порівняння досягнутих результатів із запланованими показниками. В основі складання гнучкого бюджету лежить поділ витрат на змінні та постійні. В ідеальному випадку гнучкий бюджет складається після аналізу впливу змін обсягу реалізації на кожен вид витрат.

За *способами бюджетування* розрізняють: нуль-базис-бюджетування і традиційне бюджетування.

Нуль-базис-бюджетування (ZBB – Zero-Based Budgeting) використовується у разі заснування нового підприємства, розширення діючих виробничих потужностей (для збільшення обсягів та асортименту продукції) чи в рамках контролінгу витрат з метою виявлення резервів їх зниження. Основою для нуль-базис-бюджетування є так звана точка-нуль (без урахування результатів діяльності попередніх періодів). Бюджетні показники за цим способом розраховуються на основі нового обрахунку потреби в капіталі для фінансування необоротних та оборотних активів із використанням широкого масиву інформації щодо технологічних процесів, норм і нормативів, калькулювання собівартості продукції, ціноутворення тощо.

Головною метою ZBB є визначення оптимального рівня витрат підприємства та пріоритетних напрямів використання обмежених фінансових ресурсів. У рамках ZBB аналізуються всі статті затрат і за кожною із них визначаються можливості економії. Враховуючи те, що ZBB є більш трудомістким і витратнішим методом, його необхідно використовувати лише за неможливості застосування традиційного бюджетування (наприклад, при заснуванні нового підприємства) або у разі, якщо воно є недостатньо об'єктивним.

Традиційне бюджетування ґрунтується на показниках діяльності попередніх періодів. При цьому застосовується методологія екстраполяції (за умови відносно стабільних тенденцій у сфері виробництва та реалізації продукції (асортимент та обсяги виробництва в плановому періоді суттєво не відрізняються від

попередніх періодів або ж зміни відбуваються згідно з чітко вираженою тенденцією)). Коли недоцільно наново здійснювати розрахунок усіх позицій затрат, використовується коригування показників попередніх періодів на відповідні прогнозні величини.

10.6 Формування системи бюджетування

Впровадження системи бюджетування на підприємстві передбачає певну послідовність робіт:

1 Виокремлення центрів відповідальності на основі структуризації виробничого та комерційного циклів підприємства.

2 *Опис і паспортизація бізнес-процесів.* Під *описом бізнес-процесу* розуміється визначення переліку операцій, розрядів робіт, умов праці, час операцій, перелік і основні характеристики використовуваних машин і устаткування тощо, тобто всього, що характеризує кожен процес. Опис бізнес-процесу є обов'язковим для виробничих процесів і продажів. Опис, зроблений за стандартною для галузі формою, є *паспортом бізнес-процесу*.

3 Створення бюджетного комітету.

Для координації процесу бюджетування та контролю за виконанням бюджету створюється *бюджетний комітет* на чолі з віце-президентом з бюджету (директором із планування або іншим керівником вищого рівня. До складу бюджетного комітету також входять головний бухгалтер, начальники і провідні спеціалісти маркетингового (комерційного), планового, фінансового і виробничого відділів, відділу постачання, праці і заробітної плати та інших підрозділів.

4 *Розроблення бюджетного регламенту.* Бюджетний регламент — це затверджена процедура розробки зведеного та часткових бюджетів, включаючи порядок обміну інформацією між функціональними підрозділами, методи контролю та оцінювання виконання бюджету, заходи мотивації ефективної роботи.

Бюджетний регламент включає:

- положення про розроблення бюджету, в окремих випадках із розподілом на положення про розроблення зведеного бюджету та розроблення часткових бюджетів;
- положення про бюджетний комітет;
- методичні матеріали з бюджетування;
- положення про контроль виконання бюджету;
- положення про оцінювання діяльності та стимулювання

виконання бюджетних показників;

- інші положення залежно від специфіки підприємства.

5 Розроблення організаційно-фінансової моделі бюджетування.

Вона будується від вищого рівня управління підприємством (де визначаються цільові показники розвитку виробництва в цілому) до нижчих рівнів моделі бюджетування (де формуються алгоритми руху ресурсів та коштів по центрах відповідальності).

6 Автоматизація аналізу виконання бюджету.

7 Створення системи мотивацій виконання бюджетів.

10.7 Система бюджетів на підприємстві

Запровадження наскрізної системи бюджетів дозволяє встановити жорсткий бюджетний контроль за надходженням і витрачанням коштів, створити умови для підвищення ефективності фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання.

Рішення щодо залучення та використання фінансових ресурсів приймаються на основі двох основних критеріїв: прибутковість та ліквідність (платоспроможність). Саме тому в ході фінансового планування необхідно чітко розмежовувати планування фінансових результатів і планування вхідних та вихідних грошових потоків (планування ліквідності). Оцінювання майбутніх фінансових результатів (прибутків, збитків) здійснюється шляхом складання бюджету доходів і витрат за всіма видами звичайної діяльності підприємства, які очікуються в плановому періоді. Прогнозування ліквідності проводиться на основі зіставлення грошових надходжень і видатків, які очікуються в плановому періоді. Координація цих двох напрямів бюджетування здійснюється в результаті їх інтеграції у формі планового балансу та бюджету Cash-flow.

Система бюджетів повинна охоплювати всю базу фінансових розрахунків підприємства. Вона включає первинний бюджет, групу основних бюджетів та сукупність часткових бюджетів. У стандартному вигляді група основних бюджетів містить:

- план інвестицій;
- план фінансових результатів (прибутків і збитків);
- планування ліквідності (оперативний фінансовий бюджет);
- плановий баланс;
- план звіту про рух грошових коштів (Cash-flow).

План інвестицій, план прибутків (збитків), плановий баланс, план руху грошових коштів належать до середньо- і довгострокових планів.

Як правило, вони складаються на період від 1 до 5 років із поквартальною розбивкою і забезпечують ліквідність підприємства у довгостроковому періоді (структурна ліквідність). Показники окремих кварталів (чи місяців) розраховуються в рамках короткострокового бюджетування. Зіставлення короткострокових складових довгострокових планів з оперативним фінансовим планом забезпечує поточну ліквідність підприємства.

Важливими елементами системи бюджетування є вибір і розроблення так званого первинного бюджету, в якому фіксуються планові значення фактора, що найбільше обмежує діяльність підприємства. Первинним бюджетом, як правило, обирається бюджет реалізації продукції, оскільки саме величина продажів найчастіше є обмежуючим діяльність підприємства чинником. Враховуючи можливості збуту продукції, обчислюється необхідний рівень технологічних потужностей підприємства, для забезпечення якого розраховується потреба в капіталі для фінансування основних засобів та нематеріальних активів. На основі інформації про тривалість операційного циклу та величини затрат на виробництво і реалізацію продукції визначають потребу в капіталі для фінансування оборотних активів. Можливості покриття потреби в капіталі прогнозуються на основі аналізу руху коштів у рамках фінансової діяльності та відносин з капіталодавцями.

Базовою ланкою системи бюджетування є *часткові бюджети*, які формуються відповідно до принципів спеціалізації та декомпозиції і включають окремі частини грошових доходів і витрат підприємства (наприклад, бюджети структурних підрозділів, центрів витрат чи доходів, функціональні бюджети у розрізі окремих затрат тощо). До типових часткових бюджетів відносяться:

- план реалізації продукції;
- бюджет виробництва;
- бюджет товарно-матеріальних запасів;
- бюджет фонду оплати праці та нарахувань на неї;
- бюджет матеріальних витрат;
- бюджет споживання енергії;
- бюджет інших витрат;
- бюджет погашення кредитів (згідно з графіками виконання зобов'язань);
- податковий бюджет (складається лише в цілому по підприємству).

СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

Основна література

- 1 Кравчук О. М. Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва: навч. посіб. / О. М. Кравчук, В. П. Лещук. – Київ : ЦУЛ, 2010. – 504 с.
- 2 Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання : навч. посіб. / О. О. Терещенко. – Київ : КНЕУ, 2003. – 554 с.
- 3 Філіна Г. І. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання : навч. посіб. / Г. І. Філіна. – 2-ге вид., перероб. та доп. – Київ : ЦУЛ, 2009. – 320 с.

Додаткова література

- 4 Бланк И. А. Управление формированием капитала / И. А. Бланк. – Київ : Ника-Центр, 2000. – 512 с.
- 5 Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – Москва : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 1008 с.
- 6 Воловец Я. В. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посібник / Я. В. Воловец. – Київ : Алерта, 2005. – 199 с.
- 7 Грідчина М. В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): навч. посіб. / М. В. Грідчина. – Київ : МАУП, 2002. – 232 с.
- 8 Довгалоук В. І. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання : навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / В. І. Довгалоук. – Хмельницький : НВП «Еврика» ТОВ, 2003. – 156 с.
- 9 Зятковський І. В. Фінансове забезпечення діяльності підприємств : монографія / І. В. Зятковський. – Тернопіль. Економічна думка. – 2000. – 214 с.
- 10 Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия / Б. Коласс. – Москва : ЮНИТИ, 1997. – 576 с.
- 11 Ли Ч. Ф. Финансы корпораций: теория, методы и практика: учебник / Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти; пер. Б. С. Пинскер. – Москва : ИНФРА-М, 2000. – 686 с.
- 12 Никонова И. А. Финансирование бизнеса / И. А. Никонова. – Москва : Альпина Паблшер, 2003. – 197 с.
- 13 Рудык Н. Б. Структура капитала корпораций. Теория и практика / Н. Б. Рудык. – Москва : Дело, 2004. – 272 с.
- 14 Теплова Т. В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: учебник для вузов / Т. В. Теплова. – Москва : ГУ-ВШЭ, 2000. – 504 с.
- 15 Финансовое управление компанией / общ. ред. Е. В. Кузнецовой. –

Москва : Фонд «Правовая культура», 1995.– 383 с.

- 16 Финансовое управление фирмой / под ред. В. И. Терехина. – Москва : ОАО «Изд-во «Экономика», 1998. – 350 с.
- 17 Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник / под ред. Е. С. Стояновой. – 5-е изд., перераб. и доп. – Москва : Изд-во «Перспектива», 2003. – 656 с.

Навчальне видання

Рубанов Павло Миколайович,
Абрамчук Марина Юріївна,
Гриценко Лариса Леонідівна,
Похилько Світлана Василівна

**ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ
СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ**

Конспект лекцій

для студентів спеціальності
6.030508 «Фінанси і кредит»
усіх форм навчання

Відповідальний за випуск В. М. Боронос
Редактор Н. М. Мажуга
Комп'ютерне верстання П. М. Рубанова

Підписано до друку 24.11.2016, поз.
Формат 60x84/16. Ум. друк. арк. 8,84. Обл.-вид.арк. 7,65. Тираж 50 пр. Зам. №
Собівартість видання грн к.

Видавець і виготовлювач
Сумський державний університет,
вул. Римського-Корсакова, 2, м. Суми, 40007
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 3062 від 17.12.2007.