

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДНІПРОВСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ ТЕХНІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

І.П. ТКАЧЕНКО

Конспект лекцій з дисципліни

ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ
СУБ'ЄКТІВ ПІДПРИЄМНИЦТВА
(частина 1)

освітньо-професійної програми першого (бакалаврського)
рівня вищої освіти
за напрямом підготовки 6.030508 Фінанси і кредит

Затверджено

Редакційно – видавничою секцією

Науково – методичної ради ДДТУ

15.06.2017 р., протокол № 6

Кам'янське

2017

Конспект лекцій з дисципліни «Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва» (частина 1) освітньо-професійної програми першого (бакалаврського) рівня вищої освіти за напрямом підготовки 6.030508 Фінанси і кредит / Укладач Ткаченко І.П. – Кам'янське: ДДГУ, 2017. - 129 с.

Укладач

Ткаченко І.П., к.е.н., доцент

Відповідальний за випуск

Юдіна С.В., д.е.н., професор

завідувач кафедри фінансів та обліку

Рецензент

Караван Н.А., к.е.н., доцент

декан факультету менеджменту

економіки, соціології та філології

Затверджено на засіданні кафедри
фінансів та обліку ДДГУ

протокол № 5 від 20.05.2017 р.

Коротка анотація. Видання містить основні положення курсу лекцій з дисципліни «Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва» (частина 1) освітньо-професійної програми першого (бакалаврського) рівня вищої освіти за напрямом підготовки 6.030508 Фінанси і кредит.

Вступ

Метою навчально-методичного посібника є формування у студентів сучасного економічного мислення та системи глибоких теоретичних знань і практичних навичок з питань організації фінансової діяльності суб'єктів підприємництва, а також навчити орієнтувати їх в сукупності фінансових відносин, які виражають розподіл і перерозподіл вартості валового внутрішнього продукту і національного доходу на макро- і мікрорівнях, розуміння фінансово-кредитного механізму й системи грошового обігу.

В результаті вивчення дисципліни «Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва» студенти повинні знати:

- основи фінансової діяльності суб'єктів господарювання;
- порядок формування власного капіталу підприємства;
- класифікацію внутрішніх джерел фінансування підприємств;
- зміст, призначення та основні завдання дивідендної політики підприємства;
- порядок фінансування підприємств за рахунок позичкового капіталу;
- фінансові аспекти реорганізації підприємств;
- необхідність, завдання та принципи оцінки вартості капіталу;
- фінансову діяльність підприємств у сфері зовнішньоекономічних відносин;
- фінансовий контролінг та бюджетування на підприємстві;
- порядок фінансової інвестиційної діяльності підприємств;
- особливості фінансової діяльності суб'єктів господарювання різних форм власності і галузевої спрямованості.

У процесі вивчення дисципліни рекомендується використовувати окрім підручників і навчальних посібників, Закони України, постанови Верховної Ради України, Господарський кодекс України, укази Президента і Уряду України з питань економіки, фінансів, інструктивні та методичні матеріали Міністерства економіки України, Міністерства фінансів, Національного банку та інших державних економічних органів, що стосуються питань фінансово-кредитного механізму.

Зазначена дисципліна є базовою для студентів економічних спеціальностей. Рівень її визначає професійну компетентність студента, його підготовленість до практичної діяльності. Студенти повинні активно працювати, творчо мислити, проявляти самостійність, вміти об'єктивно дати оцінку реальному фінансовому стану досліджуваного підприємства.

Тема 1 Основи фінансової діяльності суб'єктів підприємництва

План

- 1.1 Зміст та основні завдання фінансової діяльності суб'єктів підприємства
- 1.2 Організація фінансової діяльності підприємства
- 1.3 Форми фінансування підприємств
- 1.4 Критерії прийняття фінансових рішень

1.1 Зміст та основні завдання фінансової діяльності суб'єктів підприємництва

Фінансова діяльність посідає особливе місце в управлінні підприємством. Від неї залежить повнота фінансового забезпечення поточної виробничо-господарської діяльності та розвитку підприємства.

Фінансова діяльність - це діяльність, спрямована на забезпечення підприємства фінансовими ресурсами, досягнення ним визначених цілей економічного і соціального розвитку. Фінансова діяльність зумовлює зміни як величини, так і складу власного та залученого капіталів підприємства. Фінансова діяльність підприємства спрямована на вирішення таких основних **завдань**:

- забезпечення фінансовими ресурсами поточної операційної, фінансової та інвестиційної діяльності підприємства;
- пошук резервів збільшення доходів, прибутків і рентабельності підприємства;
- забезпечення виконання фінансових зобов'язань перед діловими партнерами (постачальниками, підрядниками, банками, страховими та інвестиційними компаніями тощо), бюджетом і цільовими фондами;
- фінансове забезпечення виробничого і соціального розвитку підприємства;
- контроль за ефективним розподілом і цільовим використанням фінансових ресурсів.

Ефективність фінансової діяльності забезпечується формуванням оптимального фінансового механізму підприємства. **Фінансовий механізм підприємства** - це сукупність форм і методів формування та використання фінансових ресурсів для забезпечення фінансування діяльності підприємства.

Фінансовий механізм підприємства включає систему **фінансових методів** (фінансове прогнозування, планування, фінансові показники і коефіцієнти, нормативи, ліміти, резерви, система розрахунків, кредитування, інвестування,

оподаткування, страхування, стимулювання тощо) **та фінансових важелів** (дохід, прибуток, ціна, норма амортизації, ставка податку, ставка дисконту, відсотки, нормативи фінансових санкцій тощо).

Фінансовий механізм вітчизняних підприємств формується на основі **правового** (закони України, постанови Верховної Ради України, укази Президента України, накази, розпорядження, листи міністерств і відомств, статутні документи підприємства), **нормативного** (інструкції, норми, нормативи, методичні вказівки, тощо) та **інформаційного** (звітні бухгалтерські і статистичні документи, дані вибіркового спостережень тощо) забезпечення.

При вивченні даної теми необхідно враховувати сутність видів діяльності господарюючих суб'єктів. У нормативних актах, науково-практичній літературі діяльність підприємства класифікують на звичайну та надзвичайну. В свою чергу, звичайна діяльність підприємства, згідно Національних стандартів бухгалтерського обліку, поділяється на операційну, фінансову та інвестиційну. З метою формування каталогу функціональних завдань фінансових служб підприємства та чіткого розмежування зазначених понять розглянемо економічний зміст кожного з них.

Інвестиційна діяльність. *Згідно з П(С)БО, інвестиційна діяльність - це придбання та реалізація тих необоротних активів, а також тих фінансових інвестицій, які не є складовою еквівалентів грошових коштів.*

Отже, ця діяльність пов'язана з ефективним вкладенням залученого капіталу. Загалом під інвестиціями розуміють усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (дохід). Рух грошових коштів у результаті інвестиційної діяльності визначається на основі аналізу змін у статтях таких розділів балансу:

- ◆ «Необоротні активи»;
- ◆ «Поточні фінансові інвестиції» (фінансові інвестиції на строк, що не перевищує один рік, які можуть бути вільно реалізовані в будь-який момент).

До типових прикладів руху коштів у результаті інвестиційної діяльності можна віднести такі:

- придбання фінансових інвестицій, необоротних активів, майнових комплексів;
- отримання відсотків, дивідендів;
- дезінвестиції.

На практиці досить часто з інвестиціями ідентифікують лише довгострокові капіталовкладення, тобто вкладення у довгострокові активи, у т. ч.

витрати на придбання основних засобів, корпоративних прав, науково-дослідні розробки, видатки розвитку, підвищення кваліфікації персоналу, маркетинг та ряд інших. За такого трактування інвестицій не враховується існування поточних фінансових вкладень, які є інвестиціями короткострокового характеру. Отже, під інвестиційними можна розуміти всі вкладення підприємства (як довгострокового, так і поточного характеру), що здійснюються з метою забезпечення приросту вартості його майна. Під поняттям «дезінвестиції» розуміють повернення (вивільнення) заморожених у конкретних майнових об'єктах коштів. Дезінвестиції можуть здійснюватися через реалізацію чи ліквідацію фінансових інвестицій, необоротних активів, майнових комплексів.

Операційна діяльність. Це основна діяльність підприємства, пов'язана з виробництвом та реалізацією продукції (товарів, робіт, послуг), що є головною метою створення підприємства і забезпечує основну частку його доходу, а також інші види діяльності, які не підпадають під категорію інвестиційної чи фінансової діяльності. До типових прикладів руху коштів у рамках операційної діяльності належать такі:

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

На основі систематизації руху грошових коштів у результаті операційної діяльності визначають операційний *Cash-flow*, який досить часто є основним джерелом фінансування діяльності підприємства. Перевищення вхідних грошових потоків від операційної діяльності над грошовими витратами є підґрунтям для забезпечення стабільної ліквідності підприємства та залучення коштів із зовнішніх джерел.

Фінансова діяльність. Успішна інвестиційна та операційна підприємницька діяльність можлива лише за наявності надійного фінансового фундаменту, тобто достатнього обсягу капіталу.

Мобілізація підприємством необхідних для виконання поставлених перед ним планових завдань фінансових ресурсів називається фінансуванням. З іншого боку, система використання різних форм і методів для фінансового забезпечення функціонування підприємств та досягнення ними поставлених цілей називається фінансовою діяльністю.

Згідно з П(С)БО **фінансова діяльність** - діяльність, яка веде до змін розміру і складу власного та позичкового капіталу підприємства (який не є

результатом операційної діяльності). *Отже, основний зміст фінансової діяльності (у вузькому розумінні) полягає у фінансуванні підприємства.* Рух грошових коштів у результаті фінансової діяльності визначається на основі змін у статтях балансу за розділами:

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

До типових прикладів руху коштів у результаті фінансової діяльності слід віднести: надходження власного капіталу; отримання позичок; погашення позичок; сплата дивідендів.

Можна стверджувати, що фінансова діяльність (фінансування) має вирішальний вплив на процеси генерування вартості підприємства. Так, оптимізація структури капіталу (оптимізація фінансування) веде до зменшення затрат на його залучення і створює фінансову базу для успішної операційної та інвестиційної діяльності.

У теорії і практиці досить часто зміст фінансової діяльності трактується ширше, ніж фінансування. У широкому значенні під фінансовою діяльністю розуміють усі заходи, пов'язані з мобілізацією капіталу, його використанням, примноженням (збільшенням вартості) та поверненням.

Інакше кажучи, фінансова діяльність (у широкому розумінні) включає весь комплекс функціональних завдань, здійснюваних фінансовими службами підприємства і пов'язаних з фінансуванням, інвестиційною діяльністю та фінансовим забезпеченням операційної діяльності суб'єкта господарювання.

1.2 Організація фінансової діяльності підприємств

Суттєвою причиною кризового стану багатьох вітчизняних підприємств є неналежне виконання фінансовими службами покладених на них функцій і завдань, зокрема відсутність фінансового планування (бюджетування) та аналізу, управління ризиками, роботи щодо оптимізації структури активів та пасивів тощо. Досить часто це зумовлено тим, що відповідальність за всю фінансову роботу на підприємстві покладається на бухгалтерію, а фінансові служби або взагалі відсутні, або їх завдання є невизначеними і не мають нічого спільного з тими, які виконують відповідні служби на підприємствах країн Західної Європи чи США. В цьому зв'язку актуальності набуває визначення місця та ролі фінансових служб у функціональній структурі підприємств. Організаційна структура фінансових

служб та їх місце в ієрархії підприємства значною мірою залежать від форми організації бізнесу, галузі та обсягів діяльності господарювання.

Для **підприємств малого бізнесу**, як правило, характерною є централізація всіх управлінських функцій, у т.ч. і функції управління фінансами на рівні керівника підприємства, який досить часто є і його власником (або співвласником). Якщо необхідно він звертається до послуг зовнішніх консультантів, аудиторів. Бухгалтерську роботу на таких підприємствах досить часто виконує бухгалтер-сумісник. Практика діяльності підприємств малого бізнесу в країнах Західної Європи та США показує, що складанням бухгалтерської, фінансової та податкової звітності таких підприємств займаються (за відповідну плату) здебільшого спеціалізовані консалтингові чи аудиторські фірми, а роботу щодо управління фінансами частково виконує відділ по роботі з корпоративними клієнтами обслуговуючого банку. Це пояснюється тим, що підприємствам дешевше обходиться сплата послуг зовнішніх консультантів, ніж утримання власних фінансових чи бухгалтерських служб.

На **середніх за величиною підприємствах** відповідальність за управління фінансами, як правило, покладається на головного бухгалтера, який підбирається таким чином, щоб його рівень кваліфікації дозволяв виконувати функції фінансового менеджера. Принципові рішення щодо управління фінансами на таких підприємствах приймаються за узгодженістю між головним бухгалтером і директором.

На **великих підприємствах** прийняття рішень у галузі управління фінансами є компетенцією фінансового директора, якому підпорядковані всі фінансово-економічні служби підприємства. Місце фінансових служб у структурі підприємства та їх функціональні компетенції залежать від типу організаційної структури, яка запроваджена на підприємстві. Розрізняють *функціональну, дивізійну та матричну організаційні структури*.

Характерною для *функціональної структури* є концентрація на рівні окремих відділів однотипних чи споріднених функціональних завдань з метою забезпечення ефективності їх виконання за рахунок переваг спеціалізації (таку організаційну структуру можуть запроваджувати також підприємства малого і середнього бізнесу).

На рис. 1.1 наведено приклад структури підприємства, побудованого за функціональним принципом, та місце фінансових служб у цій структурі. Як недолік такої структури можна відзначити низький рівень координації роботи різних функціональних підрозділів.

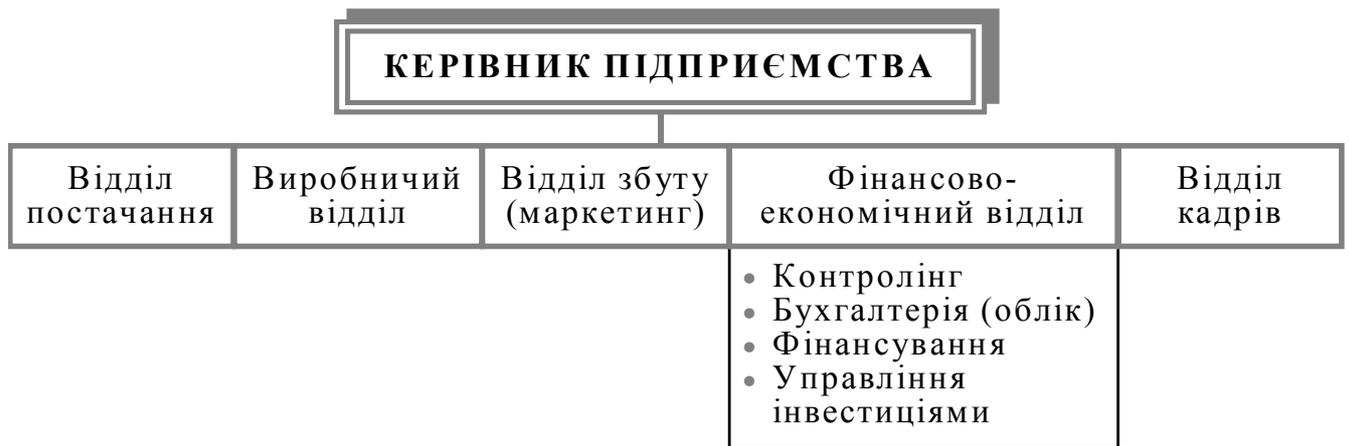


Рисунок 1.1 - Функціональна організаційна структура підприємства

Для великих підприємств чи концернів типовою є *дивізійна організаційна структура*. За дивізійного порядку організації підприємства децентралізація повноважень здійснюється в розрізі окремих об'єктів чи секторів, наприклад за групами продуктів чи клієнтів (споживачів), за регіональним принципом. На базі виділених секторів (дивізіонів, філій) можуть формуватися так звані центри прибутковості (*Profit center*).

У кожному дивізіоні сформовані відповідні функціональні підрозділи, які дисциплінарно підпорядковуються керівникові дивізіону, а функціонально - керівникові відповідного підрозділу на рівні центрального управління підприємством. Приклад дивізійної структури організації підприємства та місце в ній фінансових служб наведено на рис. 1.2.

Переваги такої форми організації полягають у можливості поєднання стратегічної лінії центрального керівництва та переваг спеціалізації на місцях. Успішна діяльність такого підприємства значною мірою залежить від ефективності виконання завдань координації та контролю службами контролінгу.

Серед недоліків дивізійної структури організації підприємства здебільшого виділяють зростання адміністративно-управлінських витрат, певний рівень дублювання окремих функцій тощо.

Окрім функціональної та дивізійної моделей організації управління підприємством, на практиці застосовують й інші, зокрема *матричну організаційну структуру* (див. рис. 1.3).

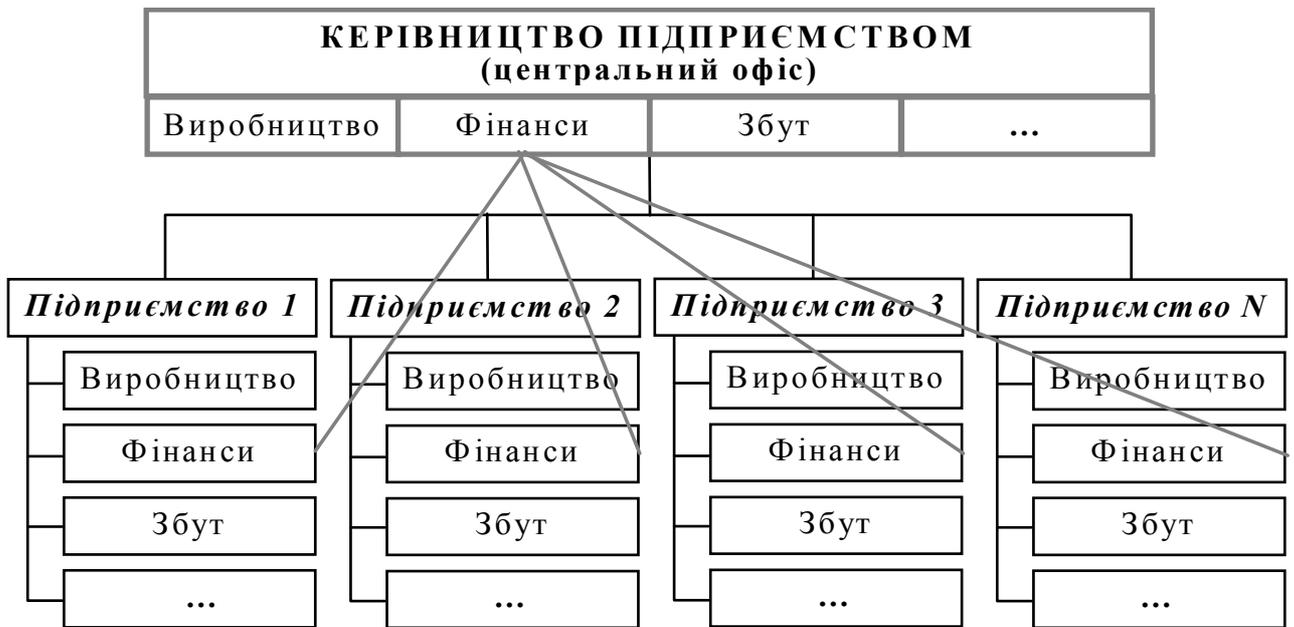


Рисунок 1.2- Місце фінансових служб у дивізіональній структурі організації підприємства

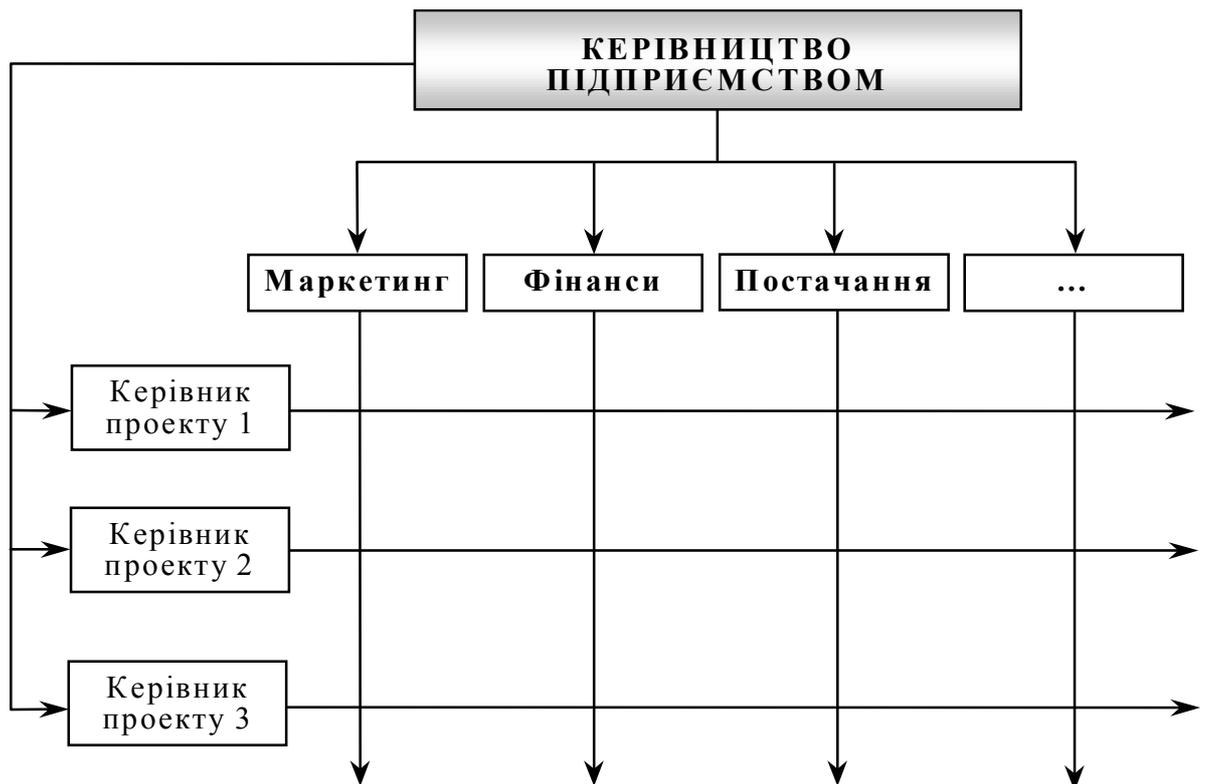


Рисунок 1.3 - Матрична структура організації підприємства

В основі такої структури лежить виокремлення сегментів діяльності залежно від обраних критеріїв без утворення окремих функціональних одиниць. Сегментація здійснюється в розрізі окремих проектів, продуктів, цілей тощо за горизонтальним принципом.

1.3 Форми фінансування підприємств

Основне завдання фінансової діяльності підприємств полягає в мобілізації капіталу для фінансування їх операційної та інвестиційної діяльності.

Термін «фінансування» характеризує всі заходи, спрямовані на покриття потреби підприємства в капіталі, які включають мобілізацію фінансових ресурсів (грошових коштів, їх еквівалентів та майнових активів), їх повернення, а також відносини між підприємством та капіталодавцями, які з цього випливають (платіжні відносини, контроль та забезпечення).

Перш ніж перейти до вивчення механізмів залучення фінансових ресурсів суб'єктами господарювання, розглянемо основні форми фінансування. Їх здебільшого класифікують за такими критеріями:

- а) залежно від цілей фінансування;
- б) за джерелами надходження капіталу;
- в) за правовим статусом капіталодавців щодо підприємства.

Структурно-логічні взаємозв'язки між окремими формами фінансування наведені на рис. 1.4 у формі матриці.

Статус інвестора Джерела фінансування	<i>Позичковий капітал</i>	<i>Власний капітал</i>	<i>Реструктуризація активів</i>
Зовнішнє	Банківські, комерційні позички	Часткове фінансування (внески учасників та засновників)	Дезінвестиції
Внутрішнє	Забезпечення наступних витрат і платежів	Нерозподілений прибуток	Амортизаційні відрахування

Рисунок 1.4 - Матриця форм фінансування підприємств

Залежно від цілей фінансування виокремлюють такі його форми:

- фінансування при заснуванні підприємства;
- на розширення діяльності;
- рефінансування;
- санаційне фінансування.

За джерелами мобілізації фінансових ресурсів розрізняють зовнішнє та внутрішнє фінансування; за правовим статусом інвесторів - власний капітал і позичковий капітал. Власний капітал може бути сформований за рахунок внесків власників підприємства або шляхом реінвестування прибутку. В іноземних літературних джерелах фінансування за рахунок нерозподіленого прибутку та амортизаційних відрахувань досить часто позначають також як *Cash-flow*-фінансування.

Позичковий капітал, як і власний, може бути мобілізований із зовнішніх та внутрішніх джерел. До зовнішніх джерел формування позичкового капіталу належать:

- кредити банків (довго- і короткострокові);
- кредиторська заборгованість за матеріальні цінності, виконані роботи, послуги;
- заборгованість за розрахунками (з одержаних авансів, з бюджетом, з оплати праці тощо).

До внутрішніх джерел формування позичкового капіталу можна віднести:

- нараховані у звітному періоді майбутні витрати та платежі (у т. ч. так звані стійкі пасиви);
- доходи майбутніх періодів.

Як джерела фінансування можна розглядати фінансові ресурси підприємств, що формуються в результаті реструктуризації активів, під чим розуміють заходи, пов'язані зі зміною складу та структури окремих позицій активів. У рамках реструктуризації активів розглядають також амортизаційні відрахування і кошти, які одержує підприємство в результаті дезінвестицій. Загальний огляд форм фінансування та їх класифікацію подано на рис. 1.5.

У підприємств можуть бути різні альтернативи залучення капіталу. Звичайно, не можна надати однозначних рекомендацій щодо вибору тієї чи іншої форми фінансування. В одних випадках фінансові ресурси слід формувати через збільшення власного капіталу, в інших - на основі залучення додаткових позичок.

Для одних підприємств вигіднішою є можливість використовувати внутрішні джерела фінансування, для інших - зовнішні. Фінансовий менеджер під час прийняття рішень щодо вибору найбільш прийнятної форми фінансування повинен скористатися відповідними критеріями, про що йтиметься у наступному параграфі.



Рис. 1.5. Форми фінансування підприємств

1.4 Критерії прийняття фінансових рішень

Одним з головних завдань фінансового менеджера є **обґрунтування рішень щодо вибору оптимальних для конкретних фінансово-економічних умов форм фінансування підприємства.**

У цьому зв'язку фінансисти досить часто постають перед необхідністю прийняття рішень щодо вибору найкращої з існуючих альтернатив:

- емісія облігацій чи акцій?
- залучення банківських позичок чи капіталу власників?
- емісія простих чи привілейованих акцій?
- реінвестування прибутку чи виплата дивідендів?

Для прийняття правильних фінансових рішень слід зважати на критерії, за допомогою яких можна оцінити переваги та недоліки залучення позичкового і власного капіталу, зовнішніх і внутрішніх джерел фінансування тощо. До типових критеріїв можна віднести такі:

◆ **Прибуток/рентабельність.** Слід розрахувати, яким чином та чи інша форма фінансування вплине на результати діяльності підприємства. При цьому необхідно виходити з того, що рентабельність активів підприємства повинна перевищувати вартість залучення капіталу, а також враховувати, що зростання частки заборгованості в структурі капіталу в окремих випадках може привести до підвищення прибутковості підприємства, а в інших - навпаки.

◆ **Ліквідність.** Фінансист повинен розрахувати, яким чином форма фінансування вплине на рівень теперішньої та майбутньої платоспроможності підприємства. Вхідні та вихідні грошові потоки слід координувати таким чином, щоб у будь-який час підприємство було спроможним виконати свої поточні платіжні зобов'язання. Цього можна досягти дотриманням фінансової рівноваги в довгостроковому періоді, яка передбачає, що грошові надходження підприємства задовольняють або перевищують потребу в капіталі для виконання поточних платіжних зобов'язань. У разі, якщо фінансовим менеджментом підприємства неправильно розраховані строки залучення та використання капіталу або якщо вони порушені через погіршення умов діяльності підприємства (зменшення обсягів реалізації, неврахування інфляції при формуванні відпускних цін, високий рівень невиправданої дебіторської заборгованості, непередбачені штрафи за порушення податкового законодавства тощо), то фінансова рівновага порушується і підприємство не в змозі виконати свої платіжні зобов'язання. Якщо неплатоспроможність є стійкою, то це стає підставою для порушення справи про банкрутство підприємства.

◆ **Структура капіталу (незалежність).** Вдаючись до тієї чи іншої форми фінансування, слід прогнозувати, яким чином вона вплине на рівень автономності і самостійності підприємства у разі використання коштів, збереження інформаційної незалежності та контролю над підприємством у цілому. Окрім цього, необхідно виявляти можливі ризики, зокрема ризик структури капіталу.

◆ **Накладні витрати, пов'язані із залученням коштів.** Наприклад, емісійні витрати, витрати на обов'язкові аудиторські перевірки, витрати на обов'язкову публікацію звітності в засобах масової інформації тощо.

◆ **Мінімізація оподаткування.** Доцільно вибирати ту форму фінансування, яка дасть найбільший ефект з погляду зменшення податкових платежів. Звичайно, податковий фактор слід розглядати в контексті його впливу на вартість залучення капіталу в цілому. Наприклад, при мобілізації коштів шляхом збільшення статутного капіталу слід враховувати, що пов'язані з цим накладні

витрати зменшують об'єкт оподаткування, однак дивіденди, які є платою за використання власного капіталу, сплачуються за рахунок чистого прибутку після оподаткування. Натомість проценти за користування позичками відносяться на валові витрати. Разом з тим, податкові переваги, які можуть проявлятися при залученні позичкового капіталу, слід зіставляти із фінансовими ризиками, які при цьому виникають.

Використовуючи як джерела фінансування нерозподілений прибуток, підприємство практично уникає затрат на мобілізацію коштів, однак на реінвестування може спрямовуватися лише прибуток, який залишається в розпорядженні підприємства після оподаткування. Тут слід також враховувати рівень оподаткування розподіленого та нерозподіленого прибутку, ставки оподаткування доходів фізичних осіб.

- ◆ **Об'єктивні обмеження:** відсутність кредитного забезпечення, необхідного для залучення позичок, низький рівень кредитоспроможності, законодавчі обмеження щодо використання тієї чи іншої форми фінансування, договірні обмеження тощо.

- ◆ **Особливості законодавства про банкрутство:** черговість задоволення претензій кредиторів; переважання механізмів санації неспроможного боржника чи захисту інтересів кредиторів тощо.

- ◆ **Максимізація доходів власників (дивідендна політика),** так звана концепція *Shareholder-Value*. Згідно з цим критерієм усі рішення менеджменту підприємства, в т. ч. рішення у сфері фінансування, повинні спрямовуватися на досягнення головної мети діяльності суб'єкта господарювання - максимізації доходів власників.

На практиці кваліфіковані фінансові менеджери розробляють власну систему критеріїв, прийняття фінансових рішень, яка, окрім згаданих критеріїв, може бути доповнена іншими чи дещо спрощена. Для прикладу в табл. 1.1 наведено загальний огляд порівняльних характеристик фінансування підприємства за рахунок власного капіталу і позичок.

Як доповнення до наведених критеріїв зазначимо, що з позиції підприємства - об'єкта інвестування власний капітал є менш ризиковим порівняно з позичковим. Для капіталодавців, навпаки, перебувати в статусі кредитора підприємства є менш ризиковим, ніж як власник, що зумовлено особливостями законодавства про банкрутство та деякими іншими чинниками.

Таблиця 1.1.- Порівняльна характеристика фінансування підприємства за рахунок власного і позичкового капіталу

Критерії	Власний капітал	Позичковий капітал
1. Рівень відповідальності капіталодавців	Щонайменше у повному обсязі	Відсутня; статус кредитора
2. Участь в управлінні підприємством	Як правило, дає право	Як правило, участь в управлінні підприємством виключена
3. Участь у прибутках	Дає право участі у розподілі прибутків	Обумовлені договором проценти; участь у розподілі прибутків виключена
4. Строк використання	Необмежений	Обмеження згідно з договором
5. Кредитне забезпечення	Як правило, непотрібне	Як правило, необхідне
6. Податковий тягар	Плата за користування здійснюється за рахунок прибутку, що залишився після сплати всіх податків	Проценти за користування позиками відносяться на валові витрати, тобто зменшують податковий тягар
7. Порядок повернення у разі банкрутства	В останню чергу	Першочергово, залежно від типу кредитора

Характерною особливістю фінансування підприємств в економічно розвинутих країнах є те, що в останні десятиріччя спостерігається тенденція до зменшення залучення коштів на основі відкритої емісії акцій. Збільшення статутного капіталу шляхом розміщення акцій є «останнім» фінансовим джерелом, до якого вдається менеджмент підприємства. Оскільки додаткова емісія веде, як правило, до зниження біржового курсу акцій, випуск нових акцій здійснюється здебільшого у разі необґрунтовано завищеного їх курсу.

Питання для самоконтролю

1. Дайте визначення поняттю „капітал” та охарактеризуйте його форми.
2. Чому загальна величина активів повинна дорівнювати сумі пасивів підприємства?
3. Назвіть основні завдання фінансової діяльності суб’єктів господарювання.
4. Дайте характеристику двом основним напрямам діяльності фінансового менеджменту: фінансовий контролінг та Cash – менеджмент.
5. Назвіть переваги та недоліки структур всіх форм власності.
6. Охарактеризуйте основні форми фінансування підприємств.
7. Назвіть критерії прийняття правильних фінансових рішень.
8. Зробіть порівняльну характеристику фінансування підприємства за рахунок власного і позичкового капіталу.
9. Назвіть основні теоретичні підходи до визначення критеріїв прийняття фінансових рішень.
10. Назвіть елементи теорії управління фінансами підприємств.
11. Перерахуйте основні види теорій фінансування підприємств.

Тема 2 Особливості фінансової діяльності суб'єктів підприємництва різних організаційно-правових форм

План

- 2.1 Критерії прийняття рішення про вибір правової форми організації бізнесу
- 2.2 Фінансова діяльність суб'єктів господарювання без створення юридичної особи
- 2.3 Особливості фінансової діяльності приватних підприємств
- 2.4. Особливості фінансової діяльності товариств з обмеженою відповідальністю
- 2.5 Особливості фінансової діяльності акціонерних товариств
- 2.6 Особливості фінансової діяльності командитних і повних товариств
- 2.7 Фінансова діяльність кооперативів
- 2.8 Особливості фінансової діяльності підприємств з іноземними інвестиціями
- 2.9 Фінансова діяльність державних і казенних підприємств
- 2.10. Фінансування спільної діяльності підприємства на основі договорів кооперації

2.1 Критерії прийняття рішення про вибір правової форми організації бізнесу

Приймаючи рішення щодо створення нового суб'єкта господарювання чи реорганізації існуючого перед власниками і менеджментом постає питання щодо вибору найприйнятнішої з погляду оптимізації фінансової та інвестиційної діяльності організаційно-правової форми ведення бізнесу. Класифікація суб'єктів господарювання за правом власності та організаційно-правовою формою ведення бізнесу в Україні наведена в табл. 2.1.

За правом власності в Україні можуть діяти суб'єкти господарювання, що належать до державної та комунальної, колективної та приватної форм власності. Господарська діяльність, реалізація певного інвестиційного проекту може здійснюватися зі створенням юридичної особи в результаті об'єднання ресурсів згідно з договором про спільну діяльність та на основі підприємницької діяльності без створення юридичної особи.

Таблиця 2.1 - Класифікація організаційно-правових форм ведення бізнесу

Форма власності	Право власності		
	Приватне	Колективне	Державне
Юридичні особи	<ul style="list-style-type: none"> - Приватне підприємство - Селянське (фермерське) господарство 	<ul style="list-style-type: none"> - Колективне підприємство - Спільне підприємство - Кооператив - Господарські товариства: - АТ, ТОВ, товариство з додатковою відповідальністю - повне товариство - командитне товариство 	<ul style="list-style-type: none"> Державне підприємство Державне комунальне підприємство
Без створення юридичної особи	<ul style="list-style-type: none"> - Приватний підприємець 	<ul style="list-style-type: none"> - Договір про суспільну діяльність 	<ul style="list-style-type: none"> - Договір про суспільну діяльність
Об'єднання	<ul style="list-style-type: none"> - Асоціація 	<ul style="list-style-type: none"> Асоціація Корпорація Консорціум Концерн 	<ul style="list-style-type: none"> Асоціація Корпорація Консорціум Концерн

Отже, в Україні можуть діяти підприємства таких видів:

- приватні, засновані на власності фізичної особи;
- колективні, у т. ч. господарські товариства, кооперативи;
- комунальні, засновані на власності відповідної територіальної громади;
- державні, засновані на державній власності, в т. ч. казенні;
- суб'єкти господарювання з іноземними інвестиціями.

Як свідчить статисти стичні спостереження, найбільшою групою суб'єктів господарювання в Україні є підприємства колективної форми власності. Право такої власності виникає на підставі:

а) добровільного об'єднання майна громадян та (або) юридичних осіб для створення кооперативів, акціонерних товариств, інших господарських товариств і об'єднань;

б) передачі державних підприємств в оренду; викупу колективами трудящих державного майна; безоплатної передачі майна державного підприємства у власність трудового колективу;

в) перетворення державних підприємств на акціонерні та інші товариства; державних субсидій; пожертвувань організацій і громадян; інших цивільно-правових угод.

Існує тісний зв'язок між організаційною формою підприємництва та структурою капіталу, можливостями його фінансування та вартістю мобілізації фінансових ресурсів, формою організації менеджменту, оподаткуванням, рівнем накладних затрат, можливостями виходу на ринок капіталів тощо. Отже, правильний вибір форми організації бізнесу має для подальшої діяльності суб'єкта господарювання стратегічне значення. Нижче наведені основні критерії та чинники, які слід проаналізувати, приймаючи рішення щодо вибору форми організації бізнесу.

1. Рівень відповідальності власників та їх кількість. Розрізняють форми підприємницької діяльності з обмеженою відповідальністю власників за зобов'язаннями підприємства, з необмеженою відповідальністю, а також змішані форми. У світовій практиці спостерігається чітка тенденція до вибору форм організації бізнесу з обмеженою відповідальністю, що пояснюється прагненням власників суб'єктів господарювання обмежити свої ризики величиною вкладів у власний капітал.

2. Можливості участі в управлінні справами суб'єкта господарювання та контролю за ним. Найважливіша функція власників підприємства полягає в

участі в управлінні його діяльністю. Залежно від того, який обсяг капіталу планує інвестувати потенційний власник у бізнесову діяльність, його бачення свого місця в управлінні бізнесом, обирається та чи інша форма організації підприємницької діяльності.

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

4. Умови передачі права власності та правонаступництво (порядок та затрати коштів і часу на вихід з числа власників суб'єкта господарювання чи набуття права власності).

5. Умови оподаткування суб'єктів господарювання різних форм організації бізнесу. В цілому для всіх видів підприємств встановлені однакові умови оподаткування. Особливості передбачені для приватних підприємців, які здійснюють свою діяльність без створення юридичної особи; для підприємств, які за встановленими критеріями належать до малого бізнесу; для підприємств з іноземними інвестиціями (при репатріації доходів). Окрім цього, певні особливості встановлені для оподаткування об'єднань суб'єктів господарювання.

6. Накладні витрати, зумовлені окремими формами організації бізнесу. Для різних форм організації бізнесу характерний різний рівень накладних витрат як при заснуванні, так і при здійсненні поточної фінансово-господарської діяльності. Ці витрати пов'язані з особливостями ведення фінансового та податкового обліку, складання звітності, із залученням додаткового капіталу, організацією управління. Прикладом специфічних накладних витрат можуть бути емісійні витрати, витрати на обов'язкові аудиторські перевірки, обов'язкову публікацію звітності в засобах масової інформації, організацію зборів власників тощо. Окрім цього, слід враховувати законодавчі вимоги щодо мінімального розміру статутного капіталу для різних форм бізнесової діяльності.

7. Законодавчі вимоги щодо відповідності виду діяльності певним формам організації бізнесу. Наприклад, банки можуть створюватися лише у формі АТ чи ТОВ, страховики - юридичні особи - у формі акціонерних, повних, командитних товариств або товариств з додатковою відповідальністю, ломбарди - у формі повних товариств. Дозвіл на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів можуть отримати акціонерні товариства, статутний капітал яких сформовано за рахунок виключно іменних акцій, товариства з обмеженою відповідальністю, товариства з додатковою відповідальністю, повні та командитні

товариства, для яких операції з цінними паперами становлять виключний вид їх діяльності.

Суб'єкти господарювання можуть утворювати різного роду **об'єднання**. До основних видів об'єднань належать асоціації, корпорації, консорціуми, концерни.

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

Корпорації (від. лат. *corporatio* - спілка) - договірні об'єднання, створені на основі поєднання виробничих, наукових і комерційних інтересів, з делегуванням окремих повноважень централізованого регулювання діяльності від кожного з учасників.

Консорціуми (від. лат. *consortium* - спільність) - тимчасові статутні об'єднання промислового і банківського капіталу для досягнення спільної мети, як правило, при здійсненні крупних фінансових операцій чи реалізації спільного інвестиційного проекту.

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

2.2 Фінансова діяльність суб'єктів господарювання без створення юридичної особи

Згідно з положеннями Закону України «Про підприємництво» суб'єктами підприємницької діяльності можуть бути не тільки юридичні, а й фізичні особи - громадяни України, а також громадяни інших держав, не обмежені законом у правоздатності або дієздатності.

Фізична особа, яка має намір провадити підприємницьку діяльність без створення юридичної особи, подає до органу державної реєстрації реєстраційну картку за встановленим зразком, яка є одночасно заявою про державну реєстрацію суб'єкта підприємницької діяльності, та ряд інших документів, передбачених нормативними актами України. Суб'єкт підприємницької діяльності без створення юридичної особи має право відкрити рахунок у будь-якому банку України та інших державах за згодою цих банків у порядку, встановленому НБУ. Підставою для відкриття рахунка є свідоцтво про державну реєстрацію суб'єкта підприємницької діяльності та копія документа, що підтверджує взяття його на облік у державному податковому органі.

Фінансування. Власний капітал приватного підприємця формується виключно за рахунок його приватного майна. Основним джерелом його збільшення є внутрішнє фінансування, зокрема невикористаний для споживання прибуток. Кредитні рамки приватного підприємця обмежуються величиною приватного майна, яке він може надати як кредитне забезпечення.

Відповідальність і банкрутство. Приватний підприємець відповідає за боргами суб'єкта господарювання, власником якого він є, всім своїм майном, окрім майна, на яке згідно з цивільним процесуальним законодавством не може бути звернено стягнення.

За заявою кредиторів господарський суд може визнати недійсними угоди підприємця, пов'язані з відчуженням його майна заінтересованим особам протягом року до порушення справи про банкрутство. У разі визнання громадянина-підприємця банкрутом за заявою кредитора протягом п'яти років після завершення розрахунків з кредиторами (у разі недостатності коштів) підприємець не звільняється від подальшого виконання вимог кредиторів.

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

- 1) оподаткування сукупного чистого доходу та сплата інших податків, передбачених законодавством України (традиційне оподаткування);
- 2) сплата фіксованого податку з придбанням торгового патенту;
- 3) сплата єдиного податку.

2.3 Особливості фінансової діяльності приватних підприємств

Приватне підприємство - це юридична особа, заснована на власності окремого громадянина (в т. ч. нерезидента) з правом найму робочої сили. Приватне підприємство повинно мати статут, власну печатку, складає самостійний баланс, відкриває розрахунковий рахунок у банку, тобто має всі атрибути юридичної особи.

Переваги форми організації бізнесу у вигляді приватного підприємства зводяться до такого:

- ♦ максимально повне використання власником права на участь в управлінні підприємством (усі найважливіші питання діяльності підприємства приймаються власником особисто або призначеним ним директором);
- ♦ спрощений порядок реалізації права на правонаступництво;

- ♦ власник несе обмежену відповідальність за зобов'язаннями підприємства, тобто лише в межах вкладів у власний капітал (якщо інше не передбачено статутом);

- ♦ оплата внесків може здійснюватися як у грошовій, так і майновій формі;

- ♦ практично повністю відсутні так звані агентські ризики та витрати, зумовлені принципал-агент-конфліктом між окремими власниками та власниками і менеджментом.

До основних недоліків, які перешкоджають ефективній фінансовій діяльності приватного підприємства, можна віднести такі:

- низький рівень мобільності прав власності на приватне підприємство (позбутися права власності на приватне підприємство можна в результаті його ліквідації або внаслідок продажу підприємства у повному обсязі іншій особі);

- фактична неможливість залучення власного капіталу від інших, крім власника, інвесторів;

- відсутність детального нормативного регулювання діяльності приватного підприємства, що створює умови для свавілля бюрократії.

Фінансування приватного підприємства здійснюється на основі внесків його власника, тезаврації прибутку, одержання комерційних чи банківських позичок. Враховуючи статус приватного підприємства, оптимальним з погляду мінімізації накладних витрат способом поповнення власного капіталу є реінвестування прибутку. На практиці типовою є ситуація, коли в приватних підприємств повністю відсутній статутний капітал, а величина власного капіталу (в результаті одержаних збитків) має від'ємне значення. У такому разі проблематичним є залучення кредитних ресурсів.

Оподаткування. Приватні підприємства сплачують усі податки, передбачені законодавством для суб'єктів господарювання - юридичних осіб на загальних підставах. Разом з тим ці підприємства здебільшого належать до сфери малого бізнесу, а отже, можуть обирати спрощену систему звітності та оподаткування, що зменшує їх накладні витрати та податкові платежі.

2.4 Особливості фінансової діяльності товариств з обмеженою відповідальністю

Товариство з обмеженою відповідальністю (ТОВ) так само, як і акціонерне товариство, є суб'єктом колективної власності, має статутний капітал, поділений на частки, розмір яких визначається статутними документами. Згідно із

законодавством України у товаристві з обмеженою відповідальністю створюється статутний капітал, розмір якого повинен становити не менше суми, еквівалентної 100 мінімальним заробітним платам. Власниками (учасниками, засновниками) ТОВ можуть бути як фізичні, так і юридичні особи. Державні підприємства не можуть бути засновниками господарських товариств.

До моменту реєстрації товариства з обмеженою відповідальністю кожен з учасників зобов'язаний зробити до статутного капіталу внесок не менше 30 % зазначеного в установчих документах розміру, що підтверджується документами, виданими банківською установою. Учасник зобов'язаний внести необхідні кошти у повному обсязі не пізніше року після реєстрації товариства. Учаснику товариства з обмеженою відповідальністю, який повністю сплатив свій внесок, видається свідоцтво товариства.

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

Недоліком в організації фінансування ТОВ є складність і витратність **передачі права власності** на частки. На відміну від акцій АТ, частки ТОВ є не досить мобільними, оскільки відсутній організований ринок торгівлі ними. Окрім цього, операція купівлі-продажу (переуступлення) часток має бути нотаріально посвідчена.

Учасника ТОВ (на відміну від АТ) може бути виключено з товариства на підставі одностайного рішення зборів учасників товариства у разі систематичного невиконання своїх обов'язків або якщо він своїми діями перешкоджає досягненню цілей товариства. До числа типових зобов'язань, які на практиці не виконуються, можна віднести неповне внесення необхідних коштів (внеску) у статутний капітал згідно із засновницьким договором.

Законодавством передбачені певні особливості при передачі прав власності на частки ТОВ у разі правонаступництва. На відміну від інших форм організації бізнесу, правонаступники мають лише переважне (а не автоматичне) право вступу до товариства. Збори учасників мають право відмовити правонаступникові окремого учасника у прийнятті до товариства. У разі виходу учасника (чи його правонаступника) з ТОВ йому виплачується вартість частини майна товариства, пропорційна його частці у статутному капіталі. Також виплачується належна частка прибутку, одержаного товариством у звітному році до моменту виходу.

Звернення стягнення на частку учасника у товаристві з обмеженою відповідальністю по його власних зобов'язаннях не допускається.

Реалізація права учасника ТОВ на участь в управлінні підприємством аналогічно, як і для АТ, здійснюється на основі його участі у зборах власників. Учасники мають кількість голосів, пропорційну розміру їх часток у статутному капіталі. Повнота впливу окремого учасника на діяльність та управління підприємством залежить від величини його частки. Разом з тим власники ТОВ мають більше можливостей участі в управлінні, ніж акціонери АТ. Це зумовлено тим, що визначення основних напрямів діяльності ТОВ, затвердження його планів та звітів про їх виконання, внесення змін до статуту відбувається на основі одностайного голосування на зборах власників.

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

2.5 Особливості фінансової діяльності акціонерних товариств

Акціонерне товариство - господарське товариство, статутний капітал якого поділений на визначену кількість акцій рівної номінальної вартості і яке несе відповідальність за своїми зобов'язаннями всім належним майном. Специфіка фінансової діяльності АТ визначається особливостями формування статутного капіталу. Згідно з вітчизняним законодавством розмір статутного капіталу ВАТ повинен бути не меншим за суму, еквівалентну 1250 мінімальним заробітним платам, виходячи зі ставки мінімальної заробітної плати, чинної на момент створення товариства.

Акціонерами товариства визнаються фізичні та юридичні особи, які є власниками його акцій. Засновники АТ здійснюють свої внески у статутний капітал згідно із засновницьким договором, решта акціонерів - на умовах договору купівлі-продажу акцій, укладеного із засновниками; при збільшенні статутного капіталу - на основі договору з товариством чи фінансовим посередником.

Організація фінансово-господарської діяльності у формі акціонерних товариств є найприйнятнішою з погляду залучення капіталу, зокрема власного. Це пояснюється такими чинниками:

- поділ статутного капіталу на визначену кількість акцій рівної номінальної вартості, яка може бути досить малою, що дає можливість залучення як дрібних, так і великих інвесторів;
- високий рівень мобільності корпоративних прав (акцій), особливо, якщо вони котируються на біржі, а отже, мінімальні затрати на передачу прав власності;
- спрощений порядок реалізації права на правонаступництво;
- можливість розміщення емісії серед величезного числа інвесторів, значна частина яких не претендує на контроль над підприємством;
- досить детальне нормативне регулювання діяльності АТ, що створює умови для захисту інтересів акціонерів, у т. ч. від «розмивання» капіталу;
- акціонери відповідають за зобов'язаннями товариства лише в межах належних їм акцій;
- оплата вартості акцій може здійснюватися як у грошовій, так і в майновій формі;
- порівняно низький рівень інформаційної асиметрії, оскільки АТ повинні публікувати свою звітність у засобах масової інформації, надавати детальну інформацію при емісії цінних паперів, що в цілому зменшує ризики, зумовлені принципал-агент-конфліктом.

Повнота участі акціонера в **управлінні** товариством та контролі за його діяльністю залежить від величини належного йому пакета акцій та їх виду - прості чи привілейовані. Дрібні акціонери мають право на участь у загальних зборах товариства, що з формального боку дає можливість участі в управлінні підприємством. Фактичне управління АТ та контроль за його діяльністю здійснюється крупними акціонерами, які володіють контрольним чи блокуючим пакетом корпоративних прав і мають можливість реально впливати на призначення членів наглядової ради та виконавчих органів.

Контроль за фінансово-господарською діяльністю правління АТ здійснює ревізійна комісія, яка призначається з числа акціонерів.

Обираючи акціонерну форму організації бізнесу, слід враховувати накладні витрати, які в цілому збільшують вартість залучення власного капіталу. До таких витрат належать:

- витрати на оплату послуг незалежного оцінювача вартості майна АТ;

- витрати, пов'язані з друкуванням звітності;
- оплата послуг фінансових посередників і реєстраторів;
- витрати на аудиторські перевірки;
- витрати, пов'язані з емісією акцій;
- витрати на проведення зборів акціонерів;
- витрати, пов'язані з наданням Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) інформації про майновий стан і фінансово-господарську діяльність товариства тощо.

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

2.6 Особливості фінансової діяльності командитних і повних товариств

Поряд із суб'єктами господарювання, власники яких несуть обмежену відповідальність за боргами товариства, можуть створюватися також господарські одиниці, власники яких несуть необмежену відповідальність. До таких суб'єктів господарювання належать товариства з повною відповідальністю та командитні товариства. Ці товариства діють на підставі установчого договору.

Повним визнається таке **товариство**, всі учасники якого ведуть спільну підприємницьку діяльність і несуть солідарну відповідальність за зобов'язаннями товариства всім своїм майном. Установчий договір про повне товариство повинен визначати розмір частки кожного з учасників, розмір, склад і порядок внесення вкладів, форму їх участі у справах товариства.

Ведення справ товариства може здійснюватися або всіма учасниками, або одним чи кількома з них, які виступають від імені товариства. В останньому випадку обсяг повноважень учасників визначається дорученням, яке має бути підписано рештою учасників товариства. Якщо в установчому договорі визначаються кілька учасників, які наділяються повноваженнями на ведення справ товариства, то передбачається, що кожен з них може діяти від імені товариства самостійно. В установчому договорі може бути відзначено, що такі учасники мають право вчиняти відповідні дії лише спільно.

Командитним товариством визнається товариство, в якому разом з одним або більше учасниками, які здійснюють від імені товариства підприємницьку діяльність і несуть відповідальність за зобов'язаннями товариства всім своїм

майном (комплементаріями), є один або більше учасників, відповідальність яких обмежується вкладом у майні товариства (вкладників).

Вкладники командитного товариства, які несуть обмежену відповідальність, також називаються командитистами. В установчому договорі стосовно командитистів указуються тільки сукупний розмір їх часток у майні товариства, а також розмір, склад і порядок внесення ними вкладів. Сукупний розмір часток вкладників не повинен перевищувати 50 % майна товариства, зазначеного в установчому договорі.

Якщо у командитному товаристві беруть участь два або більше учасників з повною відповідальністю, вони несуть солідарну відповідальність за боргами товариства. Управління справами командитного товариства здійснюється тільки учасниками з повною відповідальністю.

Щодо учасників товариства з повною відповідальністю та комплементаріїв командитного товариства здебільшого діють однакові норми законодавства. Так, передача учасником повного товариства чи комплементарієм своєї частки (її частини) іншим учасникам товариства або третім особам може бути здійснена лише за згодою всіх учасників. З передачею частки (її частини) третій особі здійснюється одночасно перехід усієї сукупності прав та обов'язків, що належали учаснику, який вибув з повного товариства або уступив частину своєї частки.

Правонаступник учасника чи комплементарія має переважне право вступу до товариства за згодою решти учасників. Він несе відповідальність за борги учасника, що виникли за час діяльності товариства, перед повним (командитним) товариством, а також за борги товариства перед третіми особами. При виході учасника з товариства йому виплачується вартість його внеску відповідно до балансу, складеного на день виходу. Учаснику, який вибув, сплачується належна йому частина прибутку, одержаного товариством у даному році.

Звернення стягнення на частку учасника в товаристві за його власними зобов'язаннями не допускається. За недостатності майна учасника для покриття боргів за зобов'язаннями кредитори можуть вимагати в установленому порядку ліквідації товариства або виділення частки учасника-боржника.

Якщо при ліквідації товариства виявиться, що наявного майна не вистачає для сплати всіх боргів, за товариство у недостатній частині несуть солідарну відповідальність його учасники (комплементарії) усім своїм майном, на яке відповідно до законодавства України може бути звернено стягнення. Учасник (комплементарій) товариства відповідає за борги товариства незалежно від того, виникли вони після чи до його вступу до товариства.

При вибутті всіх вкладників з командитного товариства учасники з повною відповідальністю вправі замість ліквідації товариства перетворити його на повне товариство. У такому разі, як і при ліквідації товариства, необхідно внести відповідні зміни до установчого договору і державного реєстру.

Досить часто учасниками товариств з повною відповідальністю чи комплементаріями командитного товариства є ТОВ. Таким чином, з формального боку, учасники такого товариства несуть необмежену відповідальність, а фактичні власники (наприклад, фізичні особи) – обмежену.

2.7 Фінансова діяльність кооперативів

Кооператив - юридична особа, утворена фізичними та/або юридичними особами на засадах добровільного членства та об'єднання майнових пайових внесків для спільної виробничої діяльності та обслуговування переважно членів кооперативу.

Кооператив має всі ознаки підприємства: самостійний баланс, розрахунковий та інші рахунки в установах банків, печатку зі своїм найменуванням, виконавчі органи. Основним правовим документом, що регулює діяльність кооперативу, є статут.

Засновниками та членами кооперативу можуть бути лише резиденти України. Членом кооперативу може бути фізична або юридична особа, яка зробила вступний і пайовий внески в розмірах, визначених статутом кооперативу (чи спілки), визнає принципи і цілі кооперативу, дотримується вимог його статуту і користується правом ухвального голосу в кооперативі. Вступ до кооперативу здійснюється на підставі поданої заяви. Рішення правління (голови) кооперативу про прийняття до кооперативу підлягає схваленню загальними зборами.

Вступний внесок - внесок фізичної або юридичної особи в грошовій формі понад пай при вступі в кооператив для організаційного забезпечення його діяльності в розмірах, встановлених статутом. Вступний внесок зараховується в неподільний фонд і в разі виходу з кооперативу не повертається.

Статутний капітал кооперативів формується за рахунок пайових внесків. *Пай* - майновий внесок члена кооперативу у створення та розвиток капіталу кооперативу, який здійснюється шляхом передачі кооперативу майна, в т. ч. грошей, майнових прав, а також земельної ділянки. Розміри пайових внесків встановлюються в рівних частинах і/або пропорційно очікуваній участі члена кооперативу в його господарській діяльності.

Кооператив відповідає за своїми зобов'язаннями всім належним йому

майном. Члени кооперативу (якщо інше не передбачено статутом) відповідають за зобов'язаннями кооперативу тільки в межах пайового майнового внеску. Кооператив не несе відповідальності за зобов'язаннями членів кооперативу.

Розрізняють три основні види кооперативів: виробничі, споживчі (обслуговуючі), універсальні. Вітчизняним законодавством передбачена можливість створення сільськогосподарських, обслуговуючих, промислових, транспортних, житлових та будівельних кооперативів, багатофункціональних товариств у системі споживчої кооперації; кредитних спілок, кооперативних банків і товариств для взаємного страхування.

До основних принципів діяльності кооперативів можна віднести такі:

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

Основними правами членів кооперативу є:

- участь в управлінні справами кооперативу, право голосу на загальних зборах кооперативу, право обирати і бути обраним в органи управління кооперативом;
- користування послугами кооперативу;
- одержання кооперативних виплат - частини доходу кооперативу, що підлягає розподілу між його членами;
- одержання частки доходу на пай (додатковий пай);
- одержання паю в разі виходу з кооперативу в порядку і термін, визначені статутом кооперативу.

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

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

управління належить правління кооперативу. Правління або виконавчий директор кооперативу використовує фінансові ресурси відповідно до кошторисів або інших документів, зокрема бюджетів, затверджених органами управління кооперативу згідно з їх компетенцією. У разі потреби кооператив наймає виконавчого директора, утворює спостережну раду

2.8 Особливості фінансової діяльності підприємств з іноземними інвестиціями

Підприємство з іноземними інвестиціями - підприємство будь-якої організаційно-правової форми, створене відповідно до законодавства України, іноземна інвестиція в статутному капіталі якого, за його наявності, становить не менше 10 %. Рівень відповідальності іноземних інвесторів за боргами підприємства з іноземними інвестиціями залежить від особливостей обраної організаційно-правової форми. Зазначені підприємства можуть утворюватися в результаті:

- а) часткової участі у підприємствах, що створюються спільно з українськими юридичними і фізичними особами;
- б) придбання корпоративних прав діючих підприємств;
- в) створення підприємств, що повністю належать іноземним інвесторам, філій та інших відокремлених підрозділів іноземних юридичних осіб або придбання у власність діючих підприємств повністю.

Вітчизняне законодавство розрізняє такі основні види **іноземних інвестицій**:

- 1) іноземна валюта, що визнається конвертованою Національним банком України;
- 2) валюта України (у разі реінвестицій);
- 3) будь-яке рухоме і нерухоме майно та пов'язані з ним майнові права;
- 4) акції, облигації, інші цінні папери, а також корпоративні права (права власності на частку (пай) у статутному фонді юридичної особи, створеної відповідно до законодавства України або законодавства інших країн), виражені у конвертованій валюті;
- 5) грошові вимоги та права на вимоги виконання договірних зобов'язань, які гарантовані першокласними банками і вартість яких виражена у конвертованій валюті;
- 6) іноземні інвестиції у вигляді будь-яких прав інтелектуальної власності;
- 7) права на провадження господарської діяльності, включаючи права на

користування надрами та використання природних ресурсів, наданих відповідно до законодавства України або згідно з договорами;

8) інші цінності відповідно до законодавства України.

Якщо інвестиції здійснюються не у грошовій формі, то вони мають бути оцінені як в іноземній конвертованій валюті, так і в гривнях за угодою сторін. Оцінка проводиться з урахуванням міжнародних або українських ринкових цін із застосуванням обмінного курсу НБУ.

Державна реєстрація іноземних інвестицій здійснюється органами державної реєстрації після їх фактичного внесення. Державна реєстрація іноземної інвестиції діє протягом усього періоду функціонування інвестиції. У разі повної або часткової репатріації іноземної інвестиції за кордон іноземний інвестор або уповноважена ним особа повинні повідомити про це відповідний орган державної реєстрації.

Підприємства, створені за участю іноземних інвестицій, а також об'єкти (результати) спільної діяльності на території України за участю іноземних інвестицій без створення юридичної особи, в т. ч. на основі договорів (контрактів) про виробничу кооперацію, спільне виробництво, спільну діяльність тощо, *підлягають валютному регулюванню та оподаткуванню за правилами, встановленими законодавством України з питань валютного регулювання та оподаткування підприємств, створених без участі іноземних інвестицій*, за винятком випадків, коли законами України встановлено пільговий порядок оподаткування підприємств, створених без участі іноземних інвестицій.

Нерезидент може бути засновником суб'єкта малого підприємництва - юридичної особи, платника єдиного податку. Право на сплату єдиного податку виникає, якщо у статутному фонді суб'єкта малого підприємництва частка нерезидента не перевищує 25 %.

Майно, що ввозиться в Україну як внесок іноземного інвестора до статутного фонду підприємств з іноземними інвестиціями (крім товарів для реалізації або власного споживання), звільняється від обкладення митом. Згідно із законодавством операції з передачі основних засобів як внеску до статутного фонду юридичної особи для формування її цілісного майнового комплексу в обмін на емітовані такою юридичною особою корпоративні права, у т. ч. при ввезенні основних фондів на митну територію України (крім підакцизних товарів) або при вивезенні за межі митної території України, *не є об'єктом обкладення ПДВ*.

З доходів нерезидентів України (дивіденди, проценти, роялті) стягується **податок на репатріацію** за ставкою 15% у разі вивезення доходів за кордон.

Згадана ставка може бути знижена відповідно до положень міжнародних договорів про усунення подвійного оподаткування.

2.9 Фінансова діяльність державних і казенних підприємств

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

- приймають рішення про створення, реорганізацію, ліквідацію підприємств, установ і організацій, заснованих на загальнодержавній власності;
- затверджують статuti (положення) підприємств, контролюють їх дотримання та приймають рішення у зв'язку з порушенням статутів (положень);
- укладають і розривають контракти з керівниками підприємств;
- здійснюють контроль за ефективністю використання і збереженням закріпленого за підприємством державного майна;
- дають згоду Фонду державного майна України на створення спільних підприємств будь-яких організаційно-правових форм, до статутного фонду яких передається майно, що є загальнодержавною власністю;
- готують разом з відповідними місцевими Радами народних депутатів висновки та пропозиції Кабінету Міністрів України щодо розмежування державного майна між загальнодержавною і комунальною власністю.

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

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

Підприємствам загальнодержавної власності *забороняється передавати безоплатно* закріплене за ними майно іншим підприємствам, організаціям і установам, а також громадянам. Державні підприємства не можуть бути учасниками комерційних банків.

Правонаступниками державних підприємств стосовно суб'єктів підприємницької діяльності, створених за їх участю, є органи, уповноважені управляти державним майном та державні органи приватизації (щодо суб'єктів зі змішаною формою власності).

Казенні підприємства. На казенне підприємство, за рішенням Кабінету

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

- ◆ підприємство провадить виробничу або іншу діяльність, яка відповідно до законодавства може здійснюватись тільки державним підприємством;
- ◆ головним споживачем продукції підприємства (більше ніж 50 %) є держава;
- ◆ підприємство є суб'єктом природних монополій.

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

Міністерство або інший центральний орган виконавчої влади:

- призначає на посаду та звільняє з посади керівника казенного підприємства за погодженням з Кабінетом Міністрів України;
- затверджує статут казенного підприємства та зміни до нього, здійснює контроль за додержанням статуту та приймає рішення у зв'язку з його порушенням;
- здійснює контроль за ефективністю використання майна, що є у державній власності і закріплене за казенним підприємством;
- здійснює планування і фінансовий контроль за господарською діяльністю казенного підприємства, затверджує фінансовий план і план розвитку казенного підприємства та обов'язково укладає з ним державні контракти на поставку продукції (виконання робіт, надання послуг) для державних потреб;
- визначає порядок використання чистого прибутку казенного підприємства шляхом встановлення обов'язкових нормативів розподілу такого прибутку;
- затверджує умови та фонд оплати праці казенного підприємства з урахуванням умов, передбачених галузевою угодою.

Казенне підприємство відповідає за своїми зобов'язаннями коштами та іншим майном, що є в його розпорядженні, крім основних засобів. У разі недостатності у казенного підприємства таких коштів та майна відповідальність за його зобов'язаннями несе орган управління. Казенні підприємства мають право вступати до асоціацій, консорціумів, концернів та інших об'єднань підприємств лише за погодженням з Кабінетом Міністрів України.

Положення законодавства про банкрутство не застосовуються до юридичних осіб - казенних підприємств. До підприємств, що є об'єктами права державної власності, які не підлягають приватизації, зазначене законодавство застосовується в частині санації чи ліквідації лише після виключення їх у встановленому порядку з переліку таких об'єктів.

Якщо порушено провадження у справі про банкрутство державного підприємства, його трудовий колектив має переважне право вимагати передачі йому цілісного майнового комплексу підприємства-боржника в оренду за умови взяття на себе грошових зобов'язань боржника і за наявності згоди на це кредиторів.

2.10 Фінансування спільної діяльності підприємства на основі договорів кооперації

Спільна діяльність - це господарська діяльність зі створенням або без створення юридичної особи, котра є об'єктом спільного контролю двох або більше сторін згідно з письмовою угодою між ними. Отже, суб'єкти господарювання можуть фінансувати спільні інвестиційні проекти чи окремі операції на підставі договорів про спільну діяльність без створення нової юридичної особи. Договори (контракти) про спільну інвестиційну діяльність (виробничу кооперацію, спільне виробництво тощо), не пов'язану зі створенням юридичної особи, можуть укладатися як між резидентами України, так і між резидентами та іноземними інвесторами.

Грошові та інші майнові внески учасників такого договору, а також майно, створене або придбане в результаті їх спільної діяльності, є спільною власністю сторін, яка за своїм характером є частковою власністю. За кожною угодою про спільну діяльність без створення юридичної особи дозволяється відкривати один рахунок у банку в іноземній та (або) національній валюті.

Управління та контроль. Укладаючи договір про спільну діяльність, сторони повинні вирішити питання про порядок ведення спільних справ та управління цією діяльністю. На практиці використовують такі варіанти управління спільною діяльністю:

1) сторонами може бути створена рада з числа їх працівників, яка приймає рішення не більшістю голосів, а за загальною згодою;

2) керівництво спільною діяльністю доручається одному з учасників договору, на нього ж покладається і ведення спільних справ.

У процесі дії договору про спільну діяльність кожний з її учасників без згоди інших сторін не має права розпоряджатись своєю часткою у спільній власності. З метою досягнення результатів такої діяльності право розпорядження спільним майном, у т. ч. шляхом його відчуження, має особа, на яку покладено ведення спільних справ, за умови, що це передбачено договором і довіреністю.

Відповідальність учасників спільної діяльності. У процесі реалізації договору про спільну діяльність особа, на яку покладено ведення спільних справ, може мати певні витрати, збитки (наприклад, витрати на орендну плату, експлуатаційні витрати, сплата мита, курсові збитки тощо). Порядок їх покриття визначається договором.

Фінансовий та податковий облік. Сторони за договорами кооперації повинні вести окремий фінансовий облік та складати звітність про операції, пов'язані з виконанням умов цих договорів (контрактів). Чинне податкове законодавство покладає ведення податкового обліку результатів спільної діяльності (окремо від обліку власної діяльності) на учасника, якому доручено ведення спільних справ та управління діяльністю. Цей учасник вважається платником податку за договором про спільну діяльність. Частка кожного учасника спільної діяльності без створення юридичної особи в активах, що спільно контролюються, відображається в бухгалтерському обліку цього учасника у складі відповідних активів.

Якщо протягом звітного періоду витрати, понесені платником податку у зв'язку з проведенням спільної діяльності, перевищують доходи, отримані від таких операцій, то балансові збитки переносяться на зменшення прибутку наступного звітного (податкового) кварталу, а також кожного з наступних 20-ти звітних (податкових) кварталів до повного погашення суми таких збитків.

Юридичні особи, що отримують дохід від спільної діяльності, з якого утримано податок, не включають такі доходи до складу валового доходу.

Учасником спільної діяльності без створення юридичної особи може бути іноземний інвестор. Загальний порядок здійснення такої спільної діяльності є такий самий, як і без його участі. Особливості стосуються лише порядку реєстрації таких договорів, оподаткування внесків у таку діяльність та валютного регулювання і оподаткування у разі репатріації доходів.

Договори кооперації за участю іноземного інвестора підлягають державній реєстрації. Реєстрація договорів (контрактів) відповідно до Закону України «Про режим іноземного інвестування» є підставою для здійснення іноземної інвестиції за такими договорами.

Питання для самоконтролю

1. У яких формах може здійснюватися фінансова діяльність суб'єктів господарювання?
2. Перелічіть і охарактеризувати критерії прийняття рішення щодо вибору форми організації бізнесу.
3. Як здійснюється фінансування приватного підприємства?
4. Назвіть переваги і недоліки в організації фінансування ТОВ.
5. Назвіть основних учасників АТ.
6. Хто здійснює контроль за фінансово-господарською діяльністю АТ?
7. За рахунок чого може здійснюватися фінансування АТ?
8. Дайте визначення повного товариства.
9. Яку відповідальність несуть вкладники командитних товариств?
10. Охарактеризуйте фінансову діяльність кооперативів.
11. Мета створення підприємств з іноземними інвестиціями.
12. Особливості фінансової діяльності державних підприємств.
13. Яку відповідальність несе за своїми зобов'язаннями казенне підприємство?
14. Назвіть органи управління казенним підприємством.

Тема 3 Формування власного капіталу підприємств

План

- 3.1 Власний капітал, його функції та складові
- 3.2 Статутний капітал і корпоративні права підприємства
- 3.3 Резервний капітал підприємства, його види та джерела формування
- 3.4 Збільшення статутного капіталу підприємства
- 3.5 Зменшення статутного капіталу підприємства
- 3.6 Звіт про власний капітал

3.1 Власний капітал, його функції та складові

Власний капітал показує частку майна підприємства, яка фінансується за рахунок коштів власників і власних засобів підприємства. Для успішного здійснення операцій з власним капіталом підприємства та ефективного використання даної форми фінансування на практиці фінансистам слід оволодіти такими блоками питань:

- цілі, порядок та умови збільшення (зменшення) статутного і власного капіталу;
- резерви підприємства, їх види, значення та порядок формування;
- додатковий капітал: порядок його формування та використання;
- оподаткування операцій, пов'язаних зі збільшенням (зменшенням) статутного капіталу, додаткового капіталу, здійсненням реінвестицій у корпоративні права.

У науково-практичній літературі досить часто можна зустріти такі поняття, як «власний капітал», «додатковий капітал», «статутний капітал», «номінальний капітал». Для чіткого розуміння процесів, які будуть охарактеризовані далі, необхідно чітко ідентифікувати ці поняття.

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. Відомості про розміри статутного і резервного капіталу містяться у статуті підприємства. Показник власного капіталу є одним з головних індикаторів кредитоспроможності підприємства. Він - основа для визначення фінансової незалежності підприємства, його фінансової стійкості та стабільності.

Сутність власного капіталу підприємства проявляється через його функції. Функції статутного капіталу, а також цілі його зменшення та збільшення у систематизованому вигляді згруповані в табл. 3.1

Таблиця 3.1 Функції та цілі збільшення (зменшення) статутного капіталу

Функції статутного капіталу	Цілі збільшення	Цілі зменшення
• заснування та введення підприємства в дію	• реалізація інвестиційного проекту	• згортання діяльності
• відповідальність і гарантії (забезпечення кредитоспроможності)	• виконання вимог щодо мінімального розміру статутного капіталу	• підвищення ринкового курсу корпоративних прав
• захисна функція	• проведення санації	• санація балансу (одержання санаційного прибутку)
• управління та контролю	• поглинання чи придбання контрольного пакета інших підприємств	• концентрація капіталу в руках активних власників
• фінансування та забезпечення ліквідності	• поліпшення ліквідності та платоспроможності	• приведення у відповідність обсягів власного капіталу та майна
• рекламна (репрезентативна) функція	• модернізація чи розширення виробництва	• вирішення конфліктів між власниками
• база для нарахування дивідендів	• оптимізація дивідендної політики	• проведення певної дивідендної політики

Абсолютна та відносна величини власного капіталу підприємства залежать від фінансових можливостей підприємства та обраної ним політики щодо структури капіталу. Фінансування діяльності підприємства за рахунок власного капіталу є альтернативою до залучення позичкових коштів. Основні переваги і недоліки фінансування за рахунок власного капіталу пояснюються, виходячи з його функцій, цілей зменшення та збільшення.

3.2 Статутний капітал і корпоративні права підприємства

Корпоративні права - це права власності на частку (пай) у статутному капіталі юридичної особи, включаючи права на управління, отримання відповідної частки прибутку такої юридичної особи, а також частки активів у разі її ліквідації. *Емітентом корпоративних прав* може бути держава в особі уповноваженого органу або юридична особа, яка від свого імені розміщує корпоративні права і зобов'язується виконувати обов'язки, що випливають з умов їх випуску.

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

Різниця між зареєстрованою сумою статутного (номінального) капіталу та фактично внесеною засновниками являє собою неоплачений капітал підприємства. У балансі ця сума наводиться в дужках і вираховується при визначенні величини власного капіталу.

Статутний капітал акціонерного товариства поділений на визначену кількість акцій рівної номінальної вартості.

Загальна номінальна вартість усіх емітованих акцій АТ (чи внесених вкладів ТОВ) становить його номінальний капітал

Акції можуть бути іменними та на пред'явника, привілейованими та простими. Кожна проста акція АТ надає акціонеру - її власнику однакову сукупність прав. Форми випуску акцій: документарна або бездокументарна.

Статутом акціонерного товариства може бути передбачено розміщення одного чи кількох типів привілейованих акцій, що надають їх власникам різні права. Привілейовані акції характеризуються тим, що вони мають переваги порівняно зі звичайними акціями, причому привілейовані акції одного типу надають їх власникам однакову сукупність прав (переваг).

Преференції, які надаються власникам привілейованих акцій, визначаються в статуті товариства та повідомленні про розміщення акцій і можуть полягати у:

- одержанні певних переваг при розподілі прибутку та виплаті дивідендів;
- додаткових правах при розміщенні нових акцій;
- перевагах при голосуванні на зборах акціонерів;
- перевагах при розподілі ліквідаційної виручки.

Балансовий і ринковий курси акцій. Окрім номінального курсу акцій, у теорії і практиці досить часто оперують показниками балансового та ринкового курсу акцій. Показник **балансового (розрахункового) курсу корпоративних прав** характеризує структуру власного капіталу підприємства. Він показує величину чистих активів, які припадають на одну акцію (частку, пай) і дорівнює вираженому в процентах відношенню між власним капіталом (ВК) і статутним капіталом (СК):

$$\text{Балансовий курс (БК)} = \frac{\text{ВК}}{\text{СК}} \cdot 100 \% \quad (3.1)$$

Приклад 3.1 Розрахуємо балансовий курс акцій підприємства, якщо власний капітал підприємства характеризують такі наведені в балансі дані, тис. грн:

<i>Актив</i>		<i>Пасив</i>	
1. Необоротні активи	600	1. Статутний капітал	550
2. Оборотні активи	300	2. Додатковий вкладений капітал	30
		3. Інший додатковий капітал	50
		4. Нерозподілений прибуток	10
		5. Вилучений капітал	(40)
		6. Зобов'язання	300
Баланс	900	Баланс	900

Власний капітал підприємства становить 600 тис. грн. (550+30+ 50+ 10–40).

Балансовий курс акцій дорівнює 109 % (600/550) · 100 %.

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

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

Недоліком показника балансового курсу є те, що він характеризує не реальну вартість корпоративних прав підприємства, а бухгалтерську. Для надання цьому показнику більшої об'єктивності розраховують скоригований балансовий курс, який, окрім іншого, враховує приховані резерви (чи збитки) підприємства.

$$\text{Скоригований балансовий курс} = \frac{\text{Власний капітал} + \text{приховані резерви}}{\text{Статутний капітал}} \cdot 100. \quad (3.2)$$

Балансовий курс є одним із чинників, який визначає інвестиційну привабливість корпоративних прав підприємства. За певних обставин він може стати відправною точкою для встановлення ринкового курсу а також може братися також за основу при визначенні курсу емісії корпоративних прав.

Ринковий курс акцій. Ринковий курс - це вартість, за якою акції можуть купуватися і продаватися на біржах, позабіржових торговельно-інформаційних системах та позабіржовому ринку. У країнах з розвинутим фондовим ринком ринковий курс акцій здебільшого встановлюється на фондовій біржі. Ринковий курс залежить від співвідношення попиту та пропозиції на цінні папери.

Підприємства, як правило, прагнуть максимізувати ринковий курс корпоративних прав. Чим цей курс вищий, тим більше можливостей у підприємства залучити додатковий капітал на основі додаткової емісії. За високого ринкового курсу емітент може розмістити акції за достатньо високим курсом емісії та отримати значний емісійний дохід (ажіо). Навпаки, за низького ринкового курсу у підприємства можуть виникнути проблеми із залученням капіталу.

Ринковий курс корпоративних прав підприємства майже ніколи не збігається з балансовим курсом. Окрім іншого, це зумовлено тим, що сума власного капіталу майже ніколи не збігається із загальною ринковою вартістю акцій підприємства чи із вартістю, яку можна отримати в результаті продажу чистих активів або підприємства в цілому.

Позитивну різницю між біржовим та балансовим курсом акції можна інтерпретувати як ринковий індикатор потенціалу прибутковості підприємства. З іншого боку, ця різниця може трактуватися як оцінка прихованих резервів, у т. ч. гудвілу, які є в розпорядженні підприємства, однак, недостатньо повно відображені в балансі.

Окрім балансового та ринкового курсу акцій, у науково-практичній літературі досить часто можна зустріти показник курсу акцій, визначений на

основі розрахунку їх **капіталізованої вартості**. Зазначений курс розраховується як виражене у процентах відношення між капіталізованою вартістю (КВ) підприємства до його статутного капіталу (СК):

$$\text{Курс за капіталізованою вартістю (ККВ)} = \frac{\text{КВ}}{\text{СК}} \cdot 100 \%. \quad (3.3)$$

Цей підхід побудований на концепції теперішньої вартості очікуваних майбутніх доходів від володіння корпоративними правами. Капіталізована вартість підприємства - це приведена до теперішньої вартості величина майбутніх доходів на основі їх дисконтування. За порівняно стабільних доходів підприємства та ставки дисконтування капіталізована вартість може визначатися за формулою:

$$\text{КВ} = \frac{\text{ЧП}}{r}, \quad (3.4)$$

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

3.3 Резервний капітал підприємства, його види та джерела формування

Резервний капітал підприємства можна розглядати в широкому та вузькому розумінні. У *широкому розумінні* до резервного капіталу належать усі складові капіталу, призначені для покриття можливих у майбутньому непередбачених збитків і втрат. У *вузькому розумінні* з резервним капіталом ідентифікується капітал, який формується за рахунок відрахувань з чистого прибутку і відображений за статтею балансу «Резервний капітал». В економічній літературі резерви підприємства прийнято класифікувати за такими ознаками:

- ◆ джерелами формування;
- ◆ способом відображення у звітності;
- ◆ обов'язковістю створення.

За джерелами формування резерви поділяють на:

- капітальні резерви - формуються за рахунок коштів власників та інших осіб (відображаються за статтями «додатковий вкладений капітал» та «інший додатковий капітал»);
- резервний капітал, сформований за рахунок чистого прибутку підприємства (резервний капітал у вузькому розумінні);
- резерви, які створюються за рахунок збільшення витрат підприємства.

За **способом відображення у звітності** резерви поділяють на відкриті та приховані. Відкриті резерви можуть бути засвідчені в балансі за статтями «Додатковий капітал» та «Резервний капітал», а приховані резерви жодним чином не фігурують у балансі.

Зрозуміло, що основне призначення резервів полягає в забезпеченні виконання захисної функції власного капіталу підприємства. Порядок реалізації цієї функції та використання на покриття збитків різних типів резервів наведено на рис. 3.1.

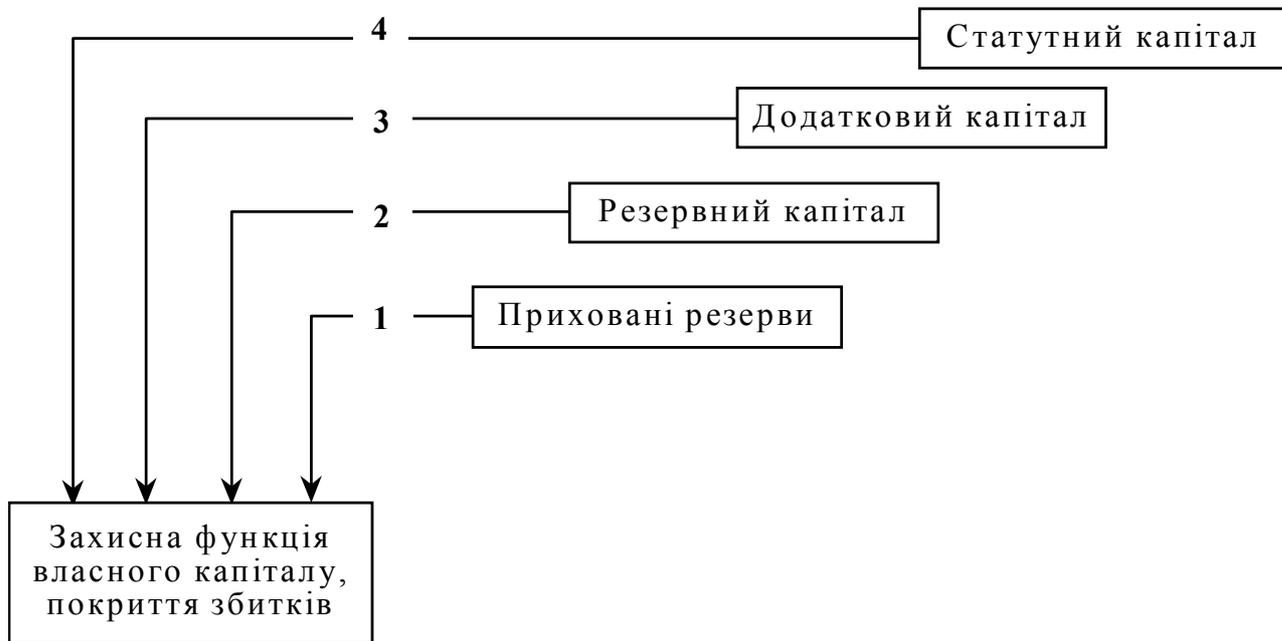


Рис. 3.1. Порядок реалізації захисної функції власного капіталу

Як бачимо, підприємства можуть спрямовувати на покриття збитків усі види резервів, а також за певних обставин - статутний капітал. Останньою можливістю покриття збитків є спроба отримати санаційний прибуток у результаті зменшення статутного капіталу, про що йтиметься далі.

Резервний капітал (у вузькому розумінні) - це сума резервів, сформованих за рахунок чистого прибутку в розмірах, установлених засновницькими документами підприємства та нормативними актами. Резервний капітал може використовуватися на такі основні цілі:

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

До так званих капітальних резервів, тобто резервів, які створюються за рахунок капіталу власників (чи інших осіб), належить додатковий капітал.

Джерелом формування зазначених резервів не є господарська діяльність підприємства.

Згідно з визначенням, яке наводиться у стандартах бухгалтерського обліку, **додатковий капітал** - це сума приросту майна підприємства, яка виникла в результаті переоцінки (індексації), безоплатно одержаних необоротних активів та від емісійного доходу. Вітчизняними нормативними актами не встановлено жодних обмежень щодо розмірів капітальних резервів.

Розрізняють додатковий вкладений капітал та інший додатковий капітал. **Додатковий вкладений капітал** характеризує суму емісійного доходу (різниця між продажною і номінальною вартістю первісно розміщених акцій), отриманого в результаті реалізації акціонерними товариствами власних корпоративних прав. До складу іншого додаткового капіталу належать такі складові:

- інший вкладений капітал;
- дооцінка (уцінка) необоротних активів;
- вартість безкоштовно отриманих необоротних активів.

Додатковий вкладений капітал та інший додатковий капітал здебільшого можна використовувати за такими основними напрямками:

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

До основних обмежень щодо використання додаткового капіталу слід віднести заборону його спрямування на збільшення статутного капіталу чи викуп власних корпоративних прав, якщо в балансі відображені непокриті збитки та недопустимість його розподілу з метою виплати дивідендів у грошовій формі.

До числа обов'язкових резервів, які повинні створюватися на підприємстві, належить **резерв сумнівних боргів**, який формується з метою покриття можливих збитків підприємства в результаті непогашення боржником сумнівної чи безнадійної дебіторської заборгованості.

Нарахування суми резерву відображається у складі інших операційних витрат. Оскільки в результаті формування резерву сумнівних боргів зменшується чистий прибуток підприємства, опосередковано це впливає на розмір власного капіталу.

Крім обов'язкового резервування сум, підприємства на свій розсуд можуть створювати забезпечення (резерви) для відшкодування майбутніх витрат.

3.4 Збільшення статутного капіталу підприємства

Основні цілі та передумови збільшення статутного капіталу підприємства зводяться до:

- збільшення частки капіталу, в межах якої власники підприємства відповідають за його зобов'язаннями перед кредиторами. Таким чином підвищується кредитоспроможність суб'єкта господарювання та його фінансова незалежність;
- мобілізація фінансових ресурсів для реалізації інвестиційних проектів, планів санації, модернізації існуючих потужностей, переобладнання чи розширення виробництва;
- поліпшення ліквідності та платоспроможності підприємства, оскільки збільшення статутного капіталу пов'язане, як правило, із залученням додаткових грошових ресурсів;
- акумуляція фінансового капіталу для придбання корпоративних прав інших підприємств, у т. ч. з метою посилення впливу на дані підприємства, їх поглинання чи придбання їх потужностей.

Серед інших причин збільшення статутного капіталу слід виокремити зменшення ринкової ціни акцій. Високий курс має недолік, що це перешкоджає широкій диверсифікації акцій, оскільки приватні інвестори, як правило, побоюються вкладати кошти в акції з високою купівельною ціною. Ефекту зниження курсу можна досягти і без збільшення номінального капіталу. Це можна зробити зменшенням номінальної вартості акцій з одночасним збільшенням їх кількості.

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

Збільшення статутного капіталу підприємств може відбуватися за рахунок зовнішніх фінансових джерел (внески учасників і засновників) та в результаті зміни структури власного капіталу у напрямі збільшення номінального капіталу. В останньому випадку збільшення відбувається за рахунок нерозподіленого прибутку, резервного чи додаткового капіталу.

Важливе значення у разі збільшення статутного капіталу має врегулювання механізму використання переважних прав власників на участь у збільшенні капіталу та встановлення курсу емісії корпоративних прав. Вирішальною при

цьому є форма організації бізнесу. Залежно від типу підприємства застосовуються ті чи інші методи та нормативне регулювання порядку збільшення статутного капіталу. Форма організації та величина підприємства визначають його можливості доступу до фондового ринку.

Збільшення статутного капіталу ТОВ. Статутний капітал ТОВ можна збільшувати шляхом здійснення додаткових внесків чи реінвестування прибутку. Здійснюючи внески в статутний капітал, учасники не змінюють свого юридичного статусу (не відбувається ні реорганізації, ні ліквідації).

При збільшенні статутного капіталу товариства слід враховувати те, що, викупивши додаткову частку, новий учасник стає співвласником раніше створених підприємством резервів. Саме тому, окрім номінальної вартості частки, учасник повинен сплатити ажю, яке відповідає належному на цю частку еквіваленту раніше сформованих резервів. Величина ажю може встановлюватися за результатами оцінки вартості підприємства та узгоджуватися зборами учасників. Перевищення фактичної ціни продажу частки над її номіналом належить до іншого додаткового капіталу.

Учасник товариства з обмеженою відповідальністю може за згодою решти учасників уступити свою частку (її частину) одному чи кільком учасникам цього ж товариства, а якщо інше не передбачено установчими документами, то і третім особам. Учасники товариства користуються **переважним правом** на здійснення додаткових внесків у статутний капітал чи на придбання частки учасника, який її уступив пропорційно їх часткам у статутному капіталі товариства або в іншому погодженому між ними розмірі.

Методи та джерела збільшення статутного капіталу АТ. До основних методів збільшення статутного капіталу АТ належать такі:

- збільшення кількості акцій існуючої номінальної вартості;
- збільшення номінальної вартості акцій.

На практиці також широко використовують спосіб збільшення статутного капіталу на основі обміну облігацій на акції. Взаємозв'язки між основними методами збільшення статутного капіталу та джерела збільшення статутного капіталу підприємства характеризуються з допомогою рис. 3.2.

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

- додаткових внесків учасників і засновників;
- дивідендів (реінвестиції прибутку);
- резервів (якщо вони сформовані на належному рівні).



Рисунок 3.2 - Методи та джерела збільшення статутного капіталу підприємства

Зрозуміло, реальний приплив фінансових ресурсів на підприємство відбувається лише у разі здійснення додаткових внесків інвесторів в обмін на корпоративні права суб'єкта господарювання. Ця операція пов'язана з додатковою емісією таких прав (в АТ - акцій). Порядок збільшення статутного капіталу даним методом представлено на рис. 3.3.

При збільшенні статутного капіталу здійснюється випуск акцій тієї ж номінальної вартості, що визначена за раніше випущеними акціями. У разі емісії акцій внаслідок збільшення статутного капіталу за рахунок реінвестицій чи резервів акції додаткового випуску розподіляються серед акціонерів пропорційно їх частці у статутному капіталі відкритого акціонерного товариства на момент прийняття рішення про додатковий випуск акцій. Якщо на момент прийняття рішення про додатковий випуск акцій змінився власник акцій, то всі права і зобов'язання щодо отримання акцій додаткового випуску переходять до нового акціонера.

При збільшенні статутного капіталу *шляхом підвищення номінальної вартості акцій* акції попередніх випусків обмінюються на акції нової номінальної вартості відповідно до кількості акцій, якими володіє акціонер. Обмеження терміну обміну акцій не допускається. Подібне збільшення статутного капіталу АТ

є підставою для анулювання реєстрації попередніх випусків акцій і потребує реєстрації випуску акцій нової номінальної вартості та інформації про випуск нових акцій.

При підвищенні номінальної вартості акцій статутний капітал збільшується переважно за рахунок використання на ці цілі інших (окрім статутного капіталу) позицій власного капіталу. У разі збільшення статутного капіталу даним методом кожен з акціонерів може здійснити доплату до визначеного рівня нової номінальної вартості акцій. Якщо акціонер відмовився здійснити доплату акцій, емітент зобов'язаний запропонувати акціонеру викупити його акції.

У разі, якщо акціонер не здійснив доплату за акції і не прийняв пропозицію емітента щодо викупу належних йому акцій, він отримує акції нової номінальної вартості у кількості, яка визначається шляхом ділення загальної номінальної вартості акцій, що належать акціонеру, на нову номінальну вартість акцій. При цьому нова номінальна вартість акцій повинна бути визначена таким чином, щоб забезпечити виконання умови неподільності акцій та здійснення обміну акцій, які належать акціонеру, на цілу кількість акцій нової номінальної вартості.

У разі збільшення статутного капіталу власники корпоративних прав можуть зазнати певних втрат. Ці втрати виражаються у зменшенні ринкового курсу акцій (часток), яке може спостерігатися при збільшенні номінального капіталу та зменшенні рівня контролю над підприємством. Саме тому законодавством передбачено, що у разі збільшення статутного капіталу акціонери (АТ) та учасники (ТОВ) користуються переважним правом на купівлю додатково випущених акцій (часток). Кількість переважних прав на придбання акцій нової емісії є пропорційною частці окремих акціонерів у статутному капіталі на дату прийняття рішення про емісію акцій, тобто залежить від кількості наявних «старих» акцій, які належать акціонерам.

Фактична ринкова ціна переважних прав визначається попитом і пропозицією на них і тому може відрізнятися від розрахункової. Головним фактором, який визначає попит на переважні права, є прогнози щодо майбутнього ринкового курсу акцій та розмір очікуваних дивідендів. У разі, якщо курс емісії акцій встановлено на рівні їх ринкового курсу, то «розмивання» власного капіталу буде відсутнє; як наслідок, вартість переважного права дорівнюватиме нулю.

Якщо рішенням загальних зборів акціонерів не передбачені переважні права на купівлю нових акцій, то акціонери можуть уникнути збитків лише в тому разі, якщо курс емісії нових акцій буде встановлено на рівні біржового курсу старих.

Порядок збільшення статутного капіталу на основі додаткової емісії корпоративних прав. Збільшення статутного капіталу акціонерних товариств і товариств з обмеженою відповідальністю може бути здійснено лише після повної сплати всіма учасниками (акціонерами) своїх внесків (оплати акцій) за вартістю, не нижчою за номінальну (див. рис. 3.3).



Рисунок 3.3 - Порядок збільшення статутного капіталу акціонерного товариства в результаті залучення додаткових внесків

Рішення про збільшення статутного капіталу АТ приймається зборами акціонерів або наглядовою радою. Таке рішення набирає чинності з дня внесення цих змін до державного реєстру. Підкреслимо, що законодавчими актами заборонено збільшення статутного капіталу (випуск акцій) з метою покриття збитків, пов'язаних з господарською діяльністю емітента.

Розглянуті цілі, порядок та загальні передумови збільшення статутного капіталу підприємств слід обов'язково враховувати при прийнятті рішення про використання даного інструменту у залученні фінансових ресурсів.

3.5. Зменшення статутного капіталу підприємств

До основних цілей зменшення статутного капіталу слід віднести такі:

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

Нормативне регулювання порядку зменшення статутного капіталу здійснюється з метою захисту майнових інтересів кредиторів. Зменшення статутного капіталу, пов'язане з виплатами компенсацій (у вигляді грошових коштів чи товарно-матеріальних цінностей) власникам корпоративних прав *за наявності заперечень кредиторів не допускається*, оскільки в даному разі зменшуються капітал, у межах якого власники несуть відповідальність перед кредиторами підприємства, та обсяг майна, за рахунок якого могли б погашатися його борги.

При зменшенні статутного капіталу його розмір не може бути меншим за мінімальний розмір статутного капіталу, визначений законодавством.

Зменшення статутного капіталу ТОВ може здійснюватися двома основними способами:

- 1) в результаті виходу одного або кількох учасників зі складу товариства;
- 2) на основі зменшення частки у статутному капіталі всіх чи окремих учасників.

Зменшення статутного капіталу ТОВ може відбуватися лише за рішенням зборів засновників. Що слід вчинити, якщо засновники не винесуть відповідного рішення? Крім того, *зменшення статутного капіталу за наявності заперечень будь-кого з кредиторів товариства не допускається.*

Способи зменшення статутного капіталу АТ. Зменшення розміру статутного капіталу акціонерного товариства може відбуватися за такими способами:

- а) зменшення номінальної вартості акцій;
- б) зменшення кількості акцій існуючої номінальної вартості.

В останньому випадку можливі такі варіанти:

- зменшення кількості акцій на основі їх конверсії;
- безкоштовна передача акцій до анулювання;
- зменшення кількості акцій на основі їх викупу з подальшим анулюванням.

Порядок зменшення статутного капіталу АТ наведено на рис. 3.4.

Послідовність зменшення статутного капіталу значною мірою залежить від обраного способу зменшення. Якщо зменшення здійснюється на основі **деномінації** (зменшення номінальної вартості акцій), то здійснюється емісія акцій за новою номінальною вартістю. При цьому емісія акцій реєструється у ДКЦПФР та проводиться інший стандартний набір дій, які супроводжують нову емісію. За використання цього методу слід дотримуватися принципу пропорційного зменшення номіналу всіх акцій, які належать акціонерам. Це робиться для збереження існуючих пропорцій участі акціонерів у статутному капіталі.

Зменшення кількості акцій, які є в обігу, досягається або за рахунок вилучення з обігу та анулювання частини акцій, або на основі конверсії акцій. *Конверсія акцій* - це об'єднання кількох акцій в одну (або обмін за встановленим співвідношенням однієї кількості акцій на іншу). Деномінація не допускається, якщо номінальна вартість акцій дорівнює мінімально встановленому розміру. В даному разі зменшення статутного капіталу відбувається шляхом конверсії акцій або їх вилучення з обігу для анулювання.

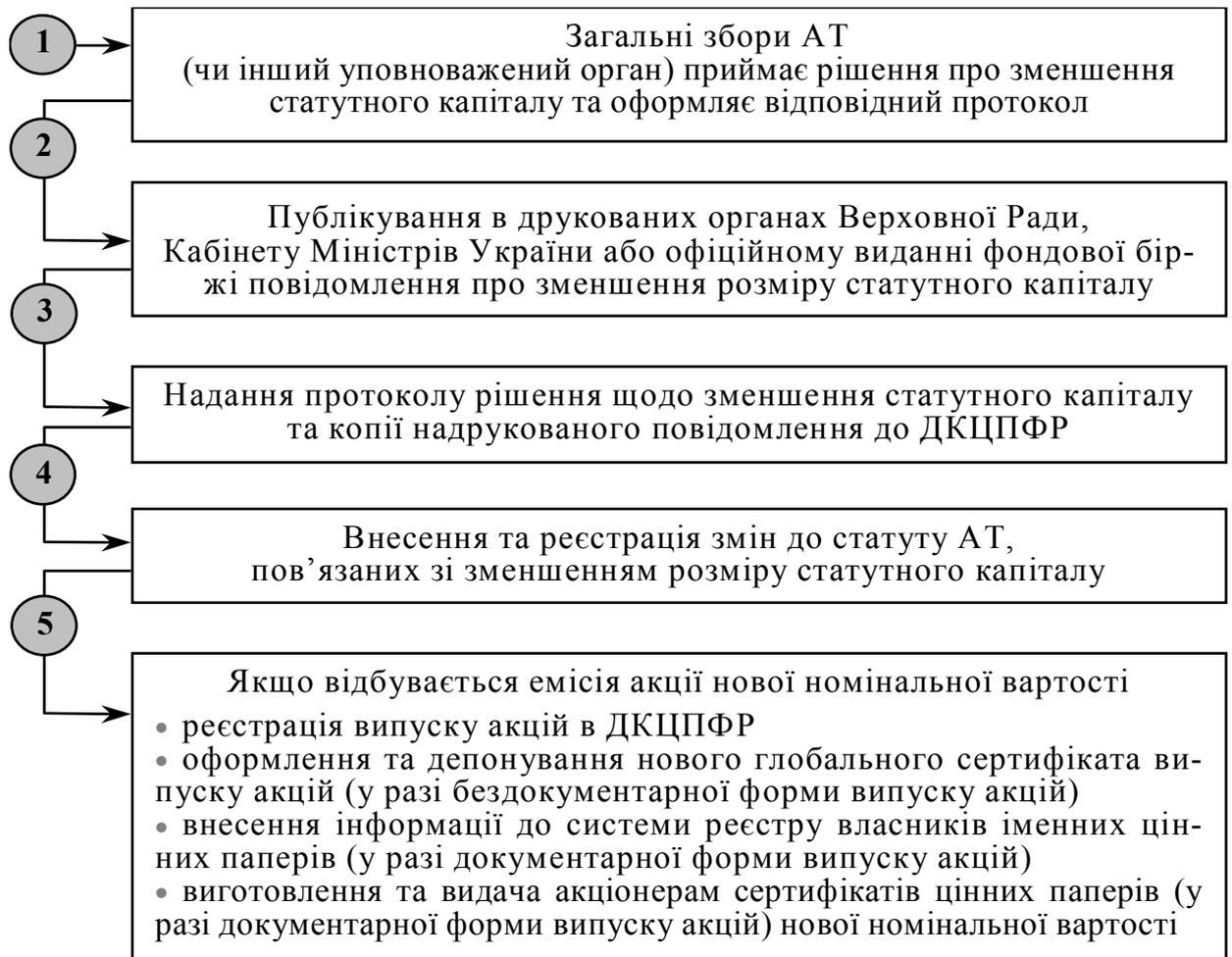


Рис. 3.4. Порядок зменшення статутного капіталу АТ

У зарубіжній практиці проблематика неподання до деномінації чи консолідації акцій вирішується так. Акціонерне товариство визнає акції недійсними. Натомість у ході обміну емітуються нові акції, які тут же реалізуються на біржі, а виручка від їх реалізації зараховується на рахунок акціонерів, чії акції оголошені недійсними.

Зменшення кількості акцій, які є в обігу, можна досягти не лише об'єднанням акцій, а й шляхом їх викупу чи безоплатної передачі товариству для анулювання. Загалом акціонерне товариство має право викупити в акціонера оплачені ним акції для таких цілей: подальшого перепродажу; розповсюдження серед своїх працівників; з метою анулювання.

Викуплені корпоративні права власної емісії не призводять до приросту активів підприємства. Зазначені корпоративні права відображаються за статтею «Вилучений капітал» першого розділу пасиву балансу за фактичною собівартістю акцій чи часток.

3.5.4. Санація балансу. Досить часто рішення про зменшення статутного капіталу підприємства приймається з метою проведення санації балансу. Остання полягає в покритті відображених у балансі збитків і створенні необхідних резервів за рахунок одержання санаційного прибутку. Основна мета - приведення статутного капіталу підприємства у відповідність із чистими активами, які йому відповідають. Балансовий курс корпоративних прав при цьому досягає позначки 100 % або перевищує її. Це дає можливість залучити фінансові ресурси шляхом додаткової емісії корпоративних прав.

Санація балансу за рахунок санаційного прибутку доцільна лише у разі вичерпання всіх інших можливостей покриття балансових збитків (після спрямування на це всіх відкритих і прихованих резервів). Даний (балансовий) прибуток утворюється в результаті зменшення статутного капіталу підприємства, добровільних доплат власників його корпоративних прав або в разі списання кредитором підприємства-боржника своїх вимог.

Санаційний прибуток - це прибуток, який виникає внаслідок викупу підприємством власних корпоративних прав (акцій, часток) за курсом, нижчим за номінальну вартість цих прав (дизажію), в результаті їх безкоштовної передачі до анулювання, зниження номінальної вартості або при одержанні безповоротної фінансової допомоги від власників корпоративних прав, кредиторів та інших заінтересованих у санації підприємства осіб. Дизажію розглядають як один з видів емісійного доходу. Якщо санація балансу здійснюється за рахунок емісійного доходу, то в результаті даної операції змінюється лише структура власного капіталу, а загальна його сума залишається незмінною.

У разі санації шляхом викупу емітентом корпоративних прав в їх держателів, незважаючи на важкий фінансовий стан, підприємство повинно мати у своєму розпорядженні достатньо ліквідних засобів, необхідних для виплати відшкодування держателям акцій (часток). При цьому слід дотримуватися вимог щодо захисту прав кредиторів у разі зменшення статутного капіталу.

Загалом акціонерне товариство може викупити власні акції за цінами, встановленими рішенням зборів акціонерів або за цінами, які склалися на ринку. В останньому випадку можливі три варіанти:

- а) акції викупуваються за ціною, вищою за номінал;
- б) викуп акцій за номіналом;
- в) акції викупуваються за ціною, нижчою за номінальну вартість.

Варіант а) означає, що ринкова ціна акцій є вищою за номінал, оскільки за нормально функціонуючого фондового ринку підприємство може викупити акції

власної емісії лише на таких же умовах, як й інші інвестори. Джерелом викупу акцій є статутний і додатковий капітал, зокрема емісійний дохід. Якщо ж останній відсутній, то на ці цілі можна спрямувати прибуток. Зрозуміло, що для санаційних цілей даний варіант не придатний, оскільки санаційний прибуток не виникає.

Варіант б) є суто теоретичним. Він передбачає, що ринкова ціна акцій дорівнює їх номінальній вартості. На практиці такі випадки майже не зустрічаються. Джерелом викупу акцій при цьому є статутний капітал.

Варіант в) означає, що ринкова ціна акцій є нижчою за їх номінальну вартість, інакше жоден акціонер добровільно не продав би підприємству свої акції за ціною, нижчою за номінал. Ціна акцій може бути нижчою за їх номінальну вартість передусім у разі збиткової діяльності підприємства.

У даному випадку на придбання акцій спрямовується лише частина активів підприємства, яка відповідає еквівалентній частці статутного капіталу. При цьому підприємство отримує санаційний прибуток у вигляді емісійного доходу. Він дорівнює різниці між номінальною вартістю корпоративного права та ціною його викупу емітентом і затратами, пов'язаними з процедурою викупу прав і зменшенням статутного капіталу.

Таким чином, найважливішою умовою використання даного методу санації є те, що для акціонерного товариства викуп акцій може бути доцільним лише за курсом, нижчим за номінальну вартість. У протилежному разі санаційний прибуток, який може бути спрямований на покриття балансових збитків, не виникає, а отже, зменшувати статутний капітал немає сенсу.

При використанні даного методу санації підприємство може покрити засвідчені в балансі збитки, однак його платоспроможність і ліквідність дещо погіршуються, оскільки для придбання власних корпоративних прав витрачаються ліквідні засоби.

Слід ще раз підкреслити: за економічним змістом зменшення статутного капіталу з метою покриття балансових збитків підприємства означає приведення розміру номінального капіталу у відповідність до його реальної вартості, яка впливає зі стану балансу. Збитки для власників виникають не в момент зменшення номіналу (чи анулювання акцій), а тоді, коли підприємство зазнало збитків від фінансово-господарської діяльності.

У разі зменшення розміру статутного капіталу інформація про випуск акцій не підлягає обов'язковій реєстрації та опублікуванню. Звіт про результати зменшення розміру статутного капіталу не складається і до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку не подається.

3.6 Звіт про власний капітал

Інформація, відображена в першому розділі пасиву балансу «Власний капітал», показує загальну картину стану власного капіталу та його окремих позицій на початок та кінець звітного періоду. На основі цієї інформації можна провести поверховий аналіз показників, в основі розрахунку яких є власний капітал. Розшифрування першого розділу пасиву балансу, яке дає змогу фінансовому аналітику дійти висновків щодо змін, які відбулися в складі власного капіталу підприємства, причини цих змін та існуючі тенденції, міститься у звіті про власний капітал. Порядок складання звіту регламентується П(С)БО 5.

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

Звіт про власний капітал складається на підставі балансу, звіту про фінансові результати, а також аналітичних даних до відповідних облікових регістрів. За правильного відображення операцій, які призвели до змін у складі власного капіталу, залишок власного капіталу на кінець року (в цілому та у розрізі окремих статей), який відображається у балансі, збігається з тим, який показується у звіті про власний капітал. Суми, що зменшують статті власного капіталу, наводяться в дужках.

Власний капітал підприємства може змінитися в результаті переоцінки необоротних активів, зокрема уцінки чи дооцінки нематеріальних активів, основних засобів, незавершеного будівництва. Сума дооцінки збільшує інший додатковий капітал, якщо така дооцінка є першою переоцінкою необоротних активів, тобто до дооцінки не провадилася уцінка необоротних активів, суму якої було списано на інші витрати. Сума уцінки необоротних активів зменшує інший додатковий капітал у разі, якщо до уцінки вже було проведено дооцінку таких необоротних активів (сума якої збільшила додатковий капітал).

Важливим чинником, який впливає на величину власного капіталу підприємства, є **обсяг чистого прибутку (збитку)** та порядок його використання (чи покриття) у звітному періоді. Базова інформація щодо цього міститься у звіті про фінансові результати та в рішенні зборів власників підприємства щодо порядку використання прибутку.

У разі прийняття рішення щодо використання чистого прибутку звітного року, нерозподіленого прибутку чи частини резервного капіталу на виплату

дивідендів величина дивідендів відображається за відповідними позиціями власного капіталу у дужках і зменшує власний капітал підприємства.

Якщо ж нерозподілений прибуток спрямовано на збільшення статутного і резервного капіталу, то відбувається внутрішній перерозподіл сум власного капіталу підприємства: відповідну суму прибутку у звіті про власний капітал відображають двічі - за статтею «Нерозподілений прибуток» у дужках (як величина, що зменшує прибуток) і за статтями «Статутний капітал» і «Резервний капітал» (як величина, що збільшує власний капітал).

Наступний блок операцій, пов'язаних зі зміною власного капіталу, - це операції, результатом яких є **вилучення капіталу**. Вилучення капіталу може здійснюватися з допомогою таких операцій: вилучення частки в капіталі; викуп акцій; анулювання викуплених акцій; перепродаж раніше викуплених акцій; зменшення номінальної вартості акції.

Як уже зазначалося, підприємство може викупити корпоративні права власної емісії з метою їх анулювання чи перепродажу. Операція викупу акцій (часток) не змінює статутного капіталу підприємства, однак сума власного капіталу зменшується на фактичну величину викуплених корпоративних прав. Факт зменшення активів підприємства в результаті здійснення вказаної операції призводить до зменшення пасивів за позицією «Вилучений капітал».

Залежно від прийнятого рішення щодо викуплених корпоративних прав у звіті про власний капітал будуть зафіксовані такі зміни:

- ♦ якщо протягом звітного року здійснювались операції з анулювання викуплених акцій (часток), то за статтею «Статутний капітал» відображається номінальна вартість анульованих корпоративних прав, а за позиціями додаткового, резервного капіталу чи нерозподіленого прибутку - перевищення ціни викупу корпоративних прав над їх номіналом;

- ♦ якщо протягом звітного року викуплені акції (частки) перепродавались, то за відповідними позиціями відображається зменшення вилученого капіталу, статутного капіталу чи капітальних резервів (залежно від ціни продажу корпоративних прав).

До інших змін у капіталі можна віднести:

- зменшення статутного, пайового, додаткового капіталу, нерозподіленого прибутку у зв'язку зі списанням невідшкодованих збитків;
- збільшення додаткового капіталу внаслідок безоплатного отримання необоротних активів (відображається з урахуванням зменшення додаткового капіталу на суму амортизації таких активів).

Питання для самоконтролю

1. Власний капітал та його складові.
2. Джерела поповнення статутного капіталу.
3. Види резервного капіталу підприємства.
4. Вартість залучення власного капіталу – це.....
5. Корпоративні права – це.....
6. Кожна проста акція АТ надає її власнику права, зокрема на:
7. Назвіть категорії привілейованих акцій.
8. Які з чинників визначають інвестиційну привабливість корпоративних прав підприємства.
9. Методи та шляхи збільшення статутного капіталу ТОВ та АТ, їх відмінності.
10. Емісія акцій або облігацій підприємства – це
11. Емісійний дохід, або ажю, -
12. Способи збільшення статутного капіталу ТОВ та АТ, їх відмінності.
13. Санація балансу, її основна мета.
14. Як складається звіт про власний капітал?

Тема 4 Внутрішні джерела фінансування підприємств

План

- 4.1. Класифікація внутрішніх джерел фінансування підприємства
- 4.2. Самофінансування підприємств
- 4.3. Збільшення статутного капіталу без залучення додаткових внесків
- 4.4. Забезпечення наступних витрат і платежів
- 4.5. Чистий грошовий потік (Cash-flow)
- 4.6. Показники Cash-flow
- 4.7. Звіт про рух грошових коштів

4.1 Класифікація внутрішніх джерел фінансування підприємства

У науково-практичній літературі можна зустріти дві основних концепції трактування сутності та класифікації внутрішніх джерел фінансування. Перший підхід зорієнтований на фінансові результати, другий - на рух грошових потоків. Це зумовлено тим, що *не завжди доходи та витрати підприємства, відображені у звіті про фінансові результати, збігаються з грошовими надходженнями (видатками) в рамках операційної та інвестиційної діяльності відповідного періоду*. Наприклад, величина виручки від реалізації продукції, відображена у звітності, може не збігатися з грошовими надходженнями від реалізації в тому ж періоді. З іншого боку, не всі витрати, які враховуються при визначенні фінансових результатів певного періоду, пов'язані з грошовими видатками.

До внутрішніх джерел фінансування підприємств здебільшого відносять:

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

Принциповим є те, що *при внутрішньому фінансуванні капітал, який був вкладений в необоротні та оборотні активи (за винятком грошових еквівалентів), вивільняється і трансформується в ліквідні засоби, у вигляді частини виручки від реалізації та інших доходів, які залишаються на підприємстві після сплати всіх податків*. Інакше кажучи, це та частина фінансових ресурсів підприємства, джерелом формування якої є операційна та інвестиційна діяльність і яка не пов'язана із залученням ресурсів на ринку капіталів.



Рисунок 4.1 - Внутрішні джерела фінансування підприємств

Для підприємств, які не мають можливості залучити кошти із зовнішніх фінансових джерел (через низьку кредитоспроможність чи інвестиційну привабливість, недостатнє кредитне забезпечення), внутрішнє фінансування є єдиним способом забезпечення фінансовими ресурсами. Однак суттєвою проблемою, яка при цьому виникає, є проблема контролю власниками за ефективним використанням фінансових ресурсів.

4.2 Самофінансування підприємств

Основним внутрішнім джерелом фінансування є самофінансування, пов'язане з реінвестуванням (тезаврацією) прибутку у відкритій чи прихованій формі. Підкреслимо, що амортизаційні відрахування не належать до самофінансування. Ефект самофінансування проявляється з моменту одержання чистого прибутку до моменту його визначення, розподілу та виплати дивідендів, оскільки отриманий протягом року прибуток вкладається в операційну та інвестиційну діяльність. Рішення власників підприємства про обсяги самофінансування є одночасно і рішенням про розмір дивідендів, які підлягають виплаті. У світовій економічній літературі, залежно від способу відображення прибутку в звітності, зокрема в балансі, виокремлюють:

- а) приховане самофінансування;

б) відкрите самофінансування (тезаврація прибутку).

Приховане самофінансування. Ця форма фінансування підприємства пов'язана з використанням прихованого прибутку. Приховування прибутку здійснюється (у розумінні західних фахівців) у результаті формування прихованих резервів. Оскільки приховані резерви проявляються лише при їх ліквідації, **приховане самофінансування здійснюється за рахунок прибутку до оподаткування.** Отже, відбувається відстрочка сплати податків і виплати дивідендів.

Приховані резерви - це частина власного капіталу підприємства, яка жодним чином не відображена в його балансі, отже, обсяг власного капіталу в результаті формування прихованих резервів буде меншим, ніж це є насправді. Є два способи формування прихованих резервів у балансі:

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

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

Величина прихованих резервів в активній стороні балансу дорівнює різниці між балансовою вартістю окремих майнових об'єктів підприємства та їх реальною (вищою) вартістю. Мобілізація прихованих резервів здійснюється:

шляхом реалізації окремих об'єктів основних та оборотних засобів;

у результаті індексації балансової вартості майнових об'єктів, які неможливо реалізувати без порушення нормального виробничого циклу (даний метод реструктуризації активів не пов'язаний з реальним поліпшенням платоспроможності, однак безпосередньо впливає на підвищення кредитоспроможності підприємства).

До суттєвого недоліку прихованого самофінансування слід віднести порушення принципу достовірності при складанні звітності та підвищення рівня асиметрії в інформаційному забезпеченні її зовнішніх користувачів.

Тезаврація прибутку - це спрямування його на формування власного капіталу підприємства з метою фінансування інвестиційної та операційної діяльності. Величина тезаврації відповідає обсягу чистого прибутку, який залишився в розпорядженні підприємства після сплати всіх податків та нарахування дивідендів. Збільшення власного капіталу в результаті тезаврації прибутку підприємства позначається також як **відкрите самофінансування.** Для визначення рівня самофінансування розраховують коефіцієнт самофінансування:

$$K_{сф} = \frac{\text{Тезаврований прибуток}}{\text{Чистий прибуток}}$$

Тезаврований прибуток відображається в балансі за такими позиціями:

у пасиві за статтями: нерозподілений прибуток; резервний капітал; статутний капітал. При тезаврації прибутку, як правило, підвищується курс корпоративних прав підприємства;

в активі він може бути спрямований на фінансування будь-яких майнових об'єктів: оборотних і необоротних; короткострокових і довгострокових.

До основних *переваг самофінансування* слід 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 самофінансування (тезаврації):

- оскільки на реінвестування спрямовується чистий прибуток, попередньо він підлягає оподаткуванню, в результаті чого вартість цього джерела фінансування збільшується;

- обмежені можливості контролю за внутрішнім фінансуванням знижують вимоги до ефективного використання коштів;

- помилковість інвестицій (оскільки рентабельність реінвестицій може бути нижча за середньоринкову процентну ставку, можливе зниження ефективності ринку капіталів у цілому).

Рішення на користь реінвестицій власниками прийматиметься в тому разі, якщо рентабельність вкладень в дане підприємство буде вищою, ніж прибутковість можливих зовнішніх альтернатив.

4.3 Збільшення статутного капіталу без залучення додаткових внесків

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

1. Чистий прибуток звітного періоду (одночасно із тезаврацією збільшується власний капітал).

2. Додатковий вкладений капітал або інший додатковий капітал у межах суми дооцінки необоротних активів.

3. Прибуток, тезаврований у попередніх періодах (резервний капітал чи нерозподілений прибуток минулих років).

В останніх двох випадках змінюються пропорції власного капіталу: той, що приносить дивіденди, і той, на який вони не нараховуються, а курс корпоративних прав має тенденцію до падіння. Зазначимо, що резервний капітал можна спрямовувати на виплату дивідендів чи на збільшення статутного капіталу у сумі, що перевищує мінімально встановлений (законодавством чи статутом підприємства) його обсяг.

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

Майновий стан власників у результаті збільшення капіталу за рахунок коштів підприємства не змінюється, оскільки трансформація резервів і нерозподіленого прибутку в номінальний капітал є ніщо інше як фінансування збільшення капіталу за рахунок несплаченого власникам прибутку (дивідендів) чи здійснених ними ж внесків у додатковий капітал. Ринковий курс реагує на емісію додаткових (безкоштовних) акцій зменшенням ринкової ціни корпоративних прав. Ринкова ціна збільшується в період тезаврації прибутку в інші позиції власного капіталу: резерви, страхові фонди тощо. З теоретичного погляду, капітал акціонера (кількість акцій, помножена на їх ринкову вартість) до збільшення статутного капіталу дорівнює обсягу капіталу після його збільшення.

Ефекту зниження курсу можна досягти і без збільшення номінального капіталу. Це можна зробити шляхом зменшення номінальної вартості акцій з одночасним збільшенням їх кількості (*Splitting* - подрібнення).

Іншою причиною збільшення статутного капіталу даним методом може бути розширення бази для нарахування дивідендів - з метою проведення політики стабільної ставки виплати дивідендів з одночасним збільшенням абсолютної суми дивідендних виплат (висока ставка дивідендів свідчить про ризиковість підприємства). Якщо раніше тезаврований прибуток спрямовується на збільшення статутного капіталу, то обсяг активів не змінюється, якщо на виплату дивідендів - то активи зменшуються. При трансформації резервів і нерозподіленого прибутку в інші позиції власного капіталу ефекту фінансування не виникає. При спрямуванні їх на покриття збитків обсяг капіталу приводиться у відповідність з наявними активами.

4.4 Забезпечення наступних витрат і платежів

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

Забезпечення створюється при виникненні внаслідок минулих подій зобов'язання, погашення якого ймовірно призведе до зменшення ресурсів, що втілюють в собі економічні вигоди, та його оцінка може бути розрахунково визначена. Забезпечення використовуються для відшкодування лише тих витрат, для покриття яких вони були створені. Забороняється створювати забезпечення для покриття майбутніх збитків від діяльності підприємства.

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 здійснюються регулярно (револьверно) і зберігаються стабільні залишки на відповідних рахунках, то їх можна трактувати як довгостроковий капітал.

Забезпечення можуть відноситися або на рахунок витрат підприємства (у складі інших операційних витрат), або відшкодовуватися за рахунок прибутку. Величина забезпечень визначається на основі прогнозних розрахунків фінансових і бухгалтерських служб підприємства. Розмір забезпечень, які відносяться на валові витрати, лімітується податковим законодавством.

Забезпечення наступних витрат і платежів можна розглядати як один із інструментів прихованого самофінансування. *За своїми характеристиками забезпечення можна трактувати як позичковий капітал підприємства з невизначеними строками та сумами погашення.* До основних видів забезпечень, які можуть створюватися на підприємствах, належать такі:

- забезпечення виплат персоналу;
- додаткове пенсійне забезпечення;
- виконання гарантійних зобов'язань;
- реструктуризація;

- виконання зобов'язань за ризиковими контрактами тощо.

Забезпечення виплат персоналу. Найтиповішим видом забезпечень, з яким обізнані вітчизняні економісти, є **резерв на виплату відпусток**. Він створюється з метою рівномірного включення майбутніх витрат на виплату відпусток до витрат звітного періоду (наприклад, місяця). При безпосередньому нарахуванні відпускних працівникам відповідна сума уже не включається до витрат звітного періоду, а нараховується за рахунок коштів сформованого резерву.

До забезпечень виплат персоналу належать також інші суми нарахованих у звітному періоді витрат і платежів персоналу, що здійснюватимуться в майбутніх звітних періодах. До таких виплат потрібно віднести витрати на обов'язкові відрахування (збори) для забезпечення виплат на оплату відпусток, зокрема збори на обов'язкове державне пенсійне та соціальне страхування, обов'язкове соціальне страхування на випадок безробіття.

Резерв на додаткове пенсійне забезпечення. Хоча законодавством України передбачена можливість реалізації програм додаткового пенсійного забезпечення за рахунок створення внутрішньовиробничих пенсійних фондів, у практиці господарювання вітчизняних підприємств вони ще не набули поширення. Між тим залишки у фондах (які є складовою забезпечень наступних витрат) на підприємствах країн з розвинутою ринковою економікою розглядаються як важливе джерело фінансування.

Якщо трудовим договором між працівником та працедавцем передбачаються грошові компенсації у разі непрацездатності, інвалідності, смерті чи старості, то протягом активної діяльності працівника нараховуються внески у відповідні фонди. Грошові видатки з цих фондів здійснюються лише з настанням певних обставин (вихід на пенсію, настання страхового випадку тощо), як правило, через багато років. Таким чином, підприємства мають у своєму розпорядженні постійні залишки коштів, які використовуються для покриття потреби в капіталі. Ці кошти можна розглядати як довгостроковий позичковий капітал.

Резерв на виконання гарантійних зобов'язань. По товарах, на які встановлено гарантійний термін, до обов'язків продавця (виробника) входить виконання гарантійних зобов'язань протягом терміну гарантії. З метою рівномірного віднесення на собівартість продукції витрат на гарантійний ремонт (обслуговування) підприємство може сформувати резерв на виконання гарантійних зобов'язань.

Забезпечення для відшкодування витрат на **реструктуризацію** створюється

у разі наявності затвердженого керівництвом підприємства плану реструктуризації з конкретними заходами, строками їх виконання та сумою очікуваних витрат під час і після початку реалізації цього плану. Аналогічно до інших видів забезпечень залишки резерву витрат на реструктуризацію та виконання гарантійних зобов'язань можуть використовуватися як джерела прихованого фінансування підприємств.

Виняток із загальних правил, що стосуються забезпечень, становлять кошти цільового фінансування і цільових надходжень, які згідно з П(С)БО також включаються до складу забезпечень наступних витрат і платежів. Залишки цільового фінансування (субсидії, асигнування з бюджету та позабюджетних фондів, цільові внески фізичних та юридичних осіб) можна розглядати як власний капітал. До того ж ці кошти надходять на підприємство ззовні.

4.5 Чистий грошовий потік (Cash-flow)

Чистий рух грошових коштів у результаті операційної діяльності прийнято позначати як операційний Cash-flow, чистий рух коштів від інвестиційної діяльності - як інвестиційний Cash-flow. Різниця між вхідними та вихідними потоками в рамках фінансової діяльності (у вузькому розумінні) - Cash-flow від фінансової діяльності.

Чистий Cash-flow (рух грошових коштів) по підприємству за звітний період розраховується як арифметична сума Cash-flow від усіх видів діяльності. Він дорівнюватиме приросту грошових коштів та їх еквівалентів за означений період.

Основою розрахунку загального Cash-flow є **операційний Cash-flow**, який характеризує величину чистих грошових потоків, що утворюються в результаті операційної діяльності, тобто частину виручки від реалізації, яка залишається в розпорядженні підприємства в певному періоді після здійснення всіх грошових видатків операційного характеру. Цей показник можна розглядати як критерій оцінки внутрішнього потенціалу фінансування підприємства. Достатній розмір операційного Cash-flow створює сприятливі передумови для залучення фінансових ресурсів із зовнішніх джерел. Наявність операційного Cash-flow характеризує здатність підприємства:

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

Структурно-логічна схема виникнення та використання операційного Cash-flow наведена на рис. 4.2.

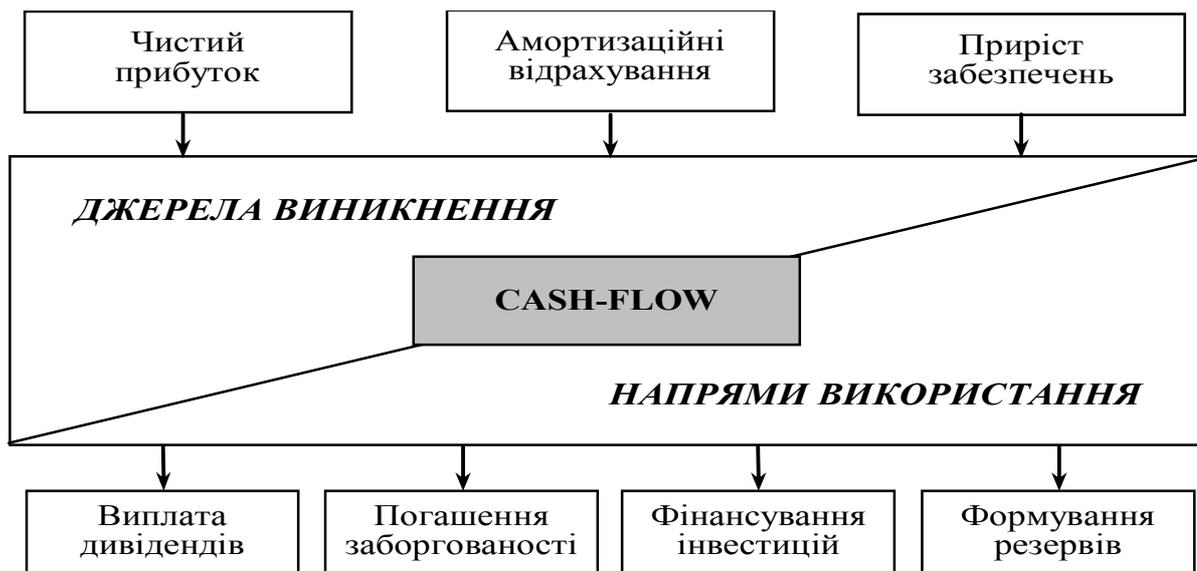


Рисунок 4.2 - Виникнення та використання операційного Cash-flow

Операційний Cash-flow та загальну суму грошових надходжень у рамках інвестиційної діяльності можна розглядати як внутрішнє джерело фінансування.

Базу для визначення Cash-flow від операційної діяльності утворюють дані звіту про фінансові результати (про прибутки і збитки) та баланс підприємства. Серед економістів до цього часу немає єдності щодо методології визначення Cash-flow.

Класичний спосіб розрахунку операційного Cash-flow полягає в тому, що до чистого прибутку підприємства (після оподаткування) за визначений період додаються амортизаційні відрахування, нараховані у цьому самому періоді, та приріст забезпечень.

Якщо від «класичного» (брutto) Cash-flow відняти суму нарахованих дивідендів, то одержимо - нетто Cash-flow. Однак при використанні цього підходу до визначення чистого грошового потоку не враховуються зміни у складі поточних активів та пасивів, які також суттєво впливають на величину грошових коштів підприємства.

Дискусійним є питання віднесення до складу операційного Cash-flow процентів за користування позичками. Хоча за логікою, сплата процентів мала б належати до грошових видатків у рамках фінансової діяльності, згідно з П(С)БО і міжнародними стандартами складання фінансової звітності ця позиція відноситься до операційного Cash-flow.

На практиці поширення набули два основні методи розрахунку Cash-flow від операційної діяльності, які враховують згадані зміни у складі оборотних

активів і поточних зобов'язань і передбачають віднесення процентів за користування позичками до складу операційних витрат:

1. **Прямий метод**, при використанні якого чистий грошовий потік (Cash-flow) від операційної діяльності розраховується як різниця між вхідними та вихідними грошовими потоками, що мають безпосереднє відношення до операційної діяльності підприємства. До вхідних грошових потоків належать: грошові надходження від продажу товарів у звітному періоді; погашення дебіторської заборгованості; інші грошові надходження від операційної діяльності (від реалізації оборотних активів, операційної оренди активів тощо). До вихідних грошових потоків належать грошові видатки на покриття витрат, які включаються у собівартість продукції, адміністративних витрат, витрат на збут, інших витрат у рамках операційної діяльності, а також податки на прибуток та проценти за користування позичками.

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

Схема розрахунку операційного Cash-flow з умовними сумами прямим і непрямим методами наведена в табл. 4.1.

Якщо операційний Cash-flow скоригувати на позитивний (негативний) Cash-flow від інвестиційної діяльності, то ми отримаємо так званий **Free (незалежний) Cash-flow**, який характеризує здатність підприємства забезпечити операційну діяльність та планові інвестиції за рахунок внутрішніх фінансових джерел (незалежно від зовнішнього фінансування).

Від'ємне значення Free Cash-flow показує, що для здійснення запланованих видатків підприємство має потребу у зовнішньому фінансуванні, яка утворилася в результаті дефіциту внутрішніх джерел фінансування.

Позитивне значення Free Cash-Flow свідчить про наявність надлишку коштів, які можуть бути використані для таких цілей:

- виплата дивідендів;
- погашення банківських позичок;
- викуп власних корпоративних прав.

Таблиця 4.1 - Розрахунок операційного Cash-Flow, тис. грн.

ПРЯМИЙ МЕТОД	Сума
(+) Грошові надходження від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	1200
(-) Грошові виплати постачальникам за сировину, матеріали, послуги	600
(-) Грошові видатки на утримання персоналу	400
(+) Інші грошові надходження, які не належать до інвестиційної та фінансової діяльності	-
(-) Інші грошові видатки для покриття операційних витрат, які не стосуються інвестиційної та фінансової діяльності	100
(-) Сплата процентів за користування позичками	15
(-) Сплата податків на прибуток	24
= <i>Cash-flow</i> (операційний)	61
НЕПРЯМИЙ МЕТОД	Сума
(+) Чистий прибуток від операційної діяльності	56
(+) Витрати, не пов'язані з грошовими виплатами	70
(-) Доходи, не пов'язані з грошовими надходженнями	-
(-) Приріст; (+) Зменшення оборотних активів (крім грошових коштів, їх еквівалентів, поточних фінансових інвестицій, інших статей неопераційних оборотних активів)	-70
(-) Зменшення; (+) Збільшення поточних зобов'язань, у т. ч. відсотки (крім короткострокових кредитів банків та інших статей, не пов'язаних з операційною діяльністю)	+5
= <i>Cash-flow</i> (операційний)	61
(-) Інвестиції в необоротні активи	245
(+) Дезінвестиції	50
(±) Доходи (збитки) від інвестиційної діяльності	+30
= <i>Free Cash-flow</i> (перед фінансуванням)	-104

Прямий метод розрахунку використовується, як правило, під час внутрішнього аналізу в рамках фінансового контролінгу для оцінки впливу руху грошових коштів на нинішню та потенційну ліквідність підприємства. За зовнішнього аналізу визначити чистий рух грошових коштів прямим методом неможливо за браком необхідної інформації, зокрема щодо грошових видатків підприємства на придбання сировини, матеріалів, на утримання персоналу тощо. Саме тому при оцінці кредитоспроможності чи інвестиційної привабливості підприємства використовується непрямий метод розрахунку *Cash-flow*, за якого використовується інформація, що міститься в офіційній звітності.

4.6 Показники Cash-flow

Показники, базою розрахунку яких є операційний Cash-flow, широко використовуються при оцінці фінансового стану підприємства та визначенні його кредитоспроможності. Показник Cash-flow характеризується більшою об'єктивністю порівняно з чистим прибутком чи показниками рентабельності, розрахованими з використанням прибутку, адже при розрахунках Cash-flow є менше можливостей для маніпуляцій, зокрема пов'язаних з обліковою політикою підприємства та формуванням прихованих резервів. Так, чистий прибуток зі збільшенням рівня амортизаційних відрахувань та забезпечень наступних витрат зменшується, в той же час Cash-flow залишається незмінним. Показник Cash-flow можна розглядати з трьох позицій:

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

До основних показників Cash-flow, які розраховують на практиці, належать такі:

1. Показник тривалості погашення заборгованості. Визначається шляхом ділення позичкового капіталу нетто (зменшеного на суму грошових коштів, їх еквівалентів, поточних фінансових інвестицій та чистої реалізаційної вартості поточної дебіторської заборгованості) на Cash-flow (операційний). Під позичковим капіталом розуміють усі зобов'язання підприємства: короткострокові, довгострокові, забезпечення наступних витрат і платежів тощо. Показує, скільки років підприємству потрібно (за даного рівня операційного Cash-flow), щоб розрахуватися зі своїми боргами за рахунок результатів операційної діяльності. Тривалість погашення заборгованості 1 - 3 роки свідчить про нормальну ситуація з погляду перспектив виконання підприємством своїх зобов'язань; 4-5 років - задовільну; понад 5 років - незадовільну.

2. Показник обернено пропорційний до тривалості погашення заборгованості. Відношення Cash-flow до заборгованості (нетто). Показує здатність підприємства розрахуватись зі своїми боргами за рахунок грошових надходжень від операційної діяльності.

3. Показник самофінансування інвестицій, %. Визначається шляхом ділення операційного Cash-flow на величину чистих інвестицій (сума приросту нематеріальних активів, основних засобів і довгострокових фінансових інвестицій). Показує частку інвестицій, профінансовану за рахунок внутрішніх джерел. Чим

вищий цей показник, тим менше підприємство вдавалося до залучення зовнішніх фінансових ресурсів при фінансуванні інвестицій.

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

5. Показник відношення Cash-flow до власного капіталу. Показує чистий грошовий потік на одиницю власного капіталу.

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

4.7 Звіт про рух грошових коштів

Рух грошових коштів - надходження і вибуття грошових коштів та їх еквівалентів. Інформація про надходження і видатки грошових коштів підприємства міститься у звіті про рух грошових коштів. Він є вітчизняним еквівалентом звіту про *Cash-flow*, який складають підприємства відповідно до вимог IAS-7 та GAAP. Зміст і форма звіту про рух грошових коштів та загальні вимоги до розкриття його статей визначаються Положенням (стандартом) бухгалтерського обліку 4.

Метою складання звіту про рух грошових коштів є надання користувачам фінансової звітності повної, правдивої та неупередженої інформації про зміни, що відбулися у грошових коштах підприємства та їх еквівалентах за звітний період. Фінансові аналітики, співробітники фінансових та контролінгових служб підприємств повинні вміти читати відповідні форми звітності з тим, щоб робити правильні висновки про нинішній та потенційних фінансовий стан підприємства. На основі інформації, яка міститься у звіті, можна дійти висновків про:

- чистий рух грошових коштів (*Cash-flow*) протягом звітнього періоду в результаті операційної, інвестиційної та фінансової діяльності;
- суми надходжень і видатків, що виникають у результаті цих видів діяльності;
- величину інвестиційних вкладень підприємства у звітному періоді та рівень їх фінансування за рахунок внутрішніх фінансових джерел;
- обсяг фінансових ресурсів, які підприємство залучило із зовнішніх джерел;
- зміну ліквідних засобів протягом звітнього періоду.

Для правильного тлумачення показників звітності фінансист повинен розуміти причинно-наслідкові взаємозв'язки, які існують між окремими формами звітності. В основі розрахунків руху грошових коштів у результаті операційної діяльності, який передбачено в П(С)БО 4, покладено непрямий метод визначення *Cash-flow*.

Чистий рух грошових коштів у результаті операційної діяльності визначається шляхом коригування прибутку (збитку) від звичайної діяльності до оподаткування на суми:

- наведені в негрошових статтях;
- змін запасів, дебіторської та кредиторської заборгованості, пов'язаної з операційною діяльністю, протягом звітнього періоду;
- наведені в статтях, пов'язаних з рухом грошових коштів у результаті інвестиційної та фінансової діяльності.

Оскільки прибуток від звичайної діяльності до оподаткування визначається з урахуванням неопераційних (наприклад, фінансових) доходів та витрат, з метою визначення операційного *Cash-flow* слід «очистити» згаданий прибуток від доходів від володіння (дивіденди, проценти тощо) та реалізації фінансових інвестицій, а також від продажу основних засобів, нематеріальних активів, інших довгострокових активів, від обміну оборотних активів на необоротні і фінансові інвестиції, від неопераційних курсових різниць, інших прибутків і збитків від інвестиційної та фінансової діяльності.

Рух грошових коштів у результаті інвестиційної діяльності. Інвестиційний *Cash-flow* визначається на основі аналізу змін у статтях розділу балансу «Необоротні активи» та статті «Поточні фінансові інвестиції» як різниця між вхідними та вихідними грошовими потоками за цими статтями.

Вхідні грошові потоки в результаті інвестиційної діяльності формуються з таких складових:

- грошові надходження від реалізації фінансових інвестицій - суми, які надійшли на підприємство від продажу акцій або боргових зобов'язань інших підприємств, а також часток у капіталі інших підприємств;
- надходження грошових коштів від продажу основних засобів, нематеріальних активів, дочірніх підприємств та інших господарських надходжень;
- надходження грошових коштів у вигляді процентів за аванси грошовими коштами та позичками, наданими іншим сторонам за фінансовими інвестиціями в боргові цінні папери, за використання переданих у фінансову оренду необоротних активів тощо;
 - вирахувані з операційного *Cash-flow* доходи у вигляді дивідендів;
 - надходження грошових коштів від повернення авансів (крім авансів, пов'язаних з операційною діяльністю) і позичок, наданих іншим сторонам;
 - надходження грошових коштів від ф'ючерсних, форвардних контрактів, опціонів тощо.

До *вихідних грошових потоків* у рамках інвестиційної діяльності належать:

- виплати грошових коштів для придбання акцій або боргових зобов'язань інших підприємств, а також часток участі у спільних підприємствах;
- грошові виплати, спрямовані на придбання основних засобів, нематеріальних активів та інших необоротних активів (крім фінансових інвестицій); визначається як різниця між первісною вартістю основних засобів на початок і кінець періоду, збільшена на вартість реалізованих необоротних активів;
- грошові кошти, сплачені за придбані дочірні підприємства та інші господарські одиниці (за вирахуванням грошових коштів, придбаних у складі майнового комплексу);
- аванси (крім пов'язаних з операційною діяльністю) і позички грошовими коштами, надані іншим сторонам (крім авансів і позичок фінансових установ);
- виплати грошових коштів за ф'ючерсними, форвардними контрактами, опціонами тощо (за винятком випадків, коли такі контракти укладаються для операційної діяльності підприємства або виплати класифікуються як фінансова діяльність).

Рух грошових коштів у результаті фінансової діяльності (у вузькому розумінні) визначається на основі оцінки змін у статтях балансу за розділом «Власний капітал» і статтях, пов'язаних з фінансовою діяльністю, у розділах балансу «Забезпечення наступних витрат і платежів», «Довгострокові

зобов'язання» і «Поточні зобов'язання» («Короткострокові кредити банків» і «Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями», «Поточні зобов'язання за розрахунками з учасниками» тощо). До **вхідних грошових потоків** у результаті фінансової діяльності підприємства належать такі:

- надходження грошових коштів від розміщення акцій та інших операцій, що призводять до збільшення власного капіталу на основі залучення зовнішніх джерел (у балансі, як правило, відображається за статтями «Статутний капітал» і «Додатковий вкладений капітал»);
- надходження грошових коштів у результаті утворення боргових зобов'язань (позичок, векселів, облігацій, а також інших видів коротко- і довгострокових зобов'язань, не пов'язаних з операційною діяльністю).

Вихідні грошові потоки у рамках фінансової діяльності включають:

- виплати грошових коштів для погашення отриманих позичок;
- сплачені грошовими коштами дивіденди;
- грошові видатки, спрямовані для викупу раніше випущених акцій підприємства;
- виплати грошових коштів орендодавцеві для погашення заборгованості за фінансовою орендою та іншими платежами, пов'язаними з фінансовою діяльністю.

У статті звіту про рух грошових коштів «Чистий рух коштів від фінансової діяльності» відображається різниця між відповідними вхідними та вихідними грошовими потоками. Слід зазначити: якщо у підприємства були надходження або видаток коштів, пов'язаних з надзвичайними подіями в процесі операційної, інвестиційної чи фінансової діяльності, то дані про це відображаються за статтями «Рух коштів від надзвичайних подій» у відповідних розділах і коригуються відповідні показники *Cash-flow*.

Чистий рух коштів за звітний період визначається як різниця між сумою грошових надходжень і видатків, відображених у статтях: «Чистий рух коштів від операційної діяльності», «Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності» та «Чистий рух коштів від фінансової діяльності» або як арифметична сума *Cash-flow* за трьома видами діяльності. Знайдена сума повинна відповідати різниці між статтями залишків грошових коштів на початок і кінець періоду, які відображені в балансі. Якщо звіт про рух грошових коштів складено правильно, то, додавши до залишку грошових коштів підприємства на початок періоду чистий рух коштів у результаті всіх видів діяльності за звітний період, отримаємо залишок грошових коштів на кінець періоду, який відображається в балансі підприємства.

Питання для самоконтролю

1. Назвіть внутрішні джерела фінансування підприємства.
2. Дайте характеристику прихованому самофінансуванню.
3. Надайте характеристику тезаврації прибутку.
4. Дайте визначення поняттю Cash-flow?
5. В чому полягає класичний спосіб розрахунку операційного
6. Назвіть і охарактеризуйте основні методи розрахунку Cash-flow?
7. Перерахуйте основні показники Cash-flow.
8. Назвіть мету складання звіту про рух грошових коштів.

Тема 5 Дивідендна політика підприємств

План

- 5.1 Зміст, значення та основні завдання дивідендної політики
- 5.2 Теорії в галузі дивідендної політики
- 5.3 Фактори дивідендної політики
- 5.4 Порядок нарахування дивідендів
- 5.5 Форми виплати дивідендів
- 5.6 Інструменти дивідендної політики
- 5.7 Методи нарахування дивідендів
- 5.8 Оподаткування дивідендів
- 5.9 Ефективність дивідендної політики

5.1 Зміст, значення та основні завдання дивідендної політики

Одним з важливих завдань фінансового менеджменту є формування та реалізація політики підприємства в галузі виплати дивідендів.

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

Дивідендна політика - це набір цілей і завдань, які ставить перед собою керівництво підприємства у галузі виплати дивідендів, а також сукупність методів і засобів їх досягнення.

Оптимізація дивідендної політики - це оптимізація співвідношення між прибутком, що виплачується у вигляді дивідендів, і тим, який реінвестується з метою максимізації доходів власників.

Приймаючи рішення в галузі дивідендної політики, слід враховувати, що вони впливають на ряд ключових параметрів фінансово-господарської діяльності підприємства: величину самофінансування, структуру капіталу, ціну залучення фінансових ресурсів, ринковий курс корпоративних прав, ліквідність та ряд інших. Найбільш чітко вираженим є зв'язок між дивідендною політикою та самофінансуванням підприємства: чим більше прибутку виплачується у вигляді дивідендів, тим менше коштів залишається у підприємства для здійснення реінвестицій. Якщо ж приймається рішення про тезаврацію прибутку, то збільшується величина власного капіталу, а отже, змінюється загальна структура капіталу підприємства, що за певних обставин впливає на його вартість.

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

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

Важливим є також обернений зв'язок між ринковим курсом корпоративних прав і фінансово-господарською діяльністю емітента. Вплив низького ринкового курсу проявляється під час залучення підприємством фінансових ресурсів. За низького ринкового курсу корпоративних прав емісія може або взагалі не відбутися, або з мінімальним курсом емісії, відповідно і мінімальним емісійним доходом. Отже, якщо підприємство планує залучати кошти за рахунок додаткової емісії, йому слід реалізувати дивідендну політику, спрямовану на підвищення ринкового курсу корпоративних прав.

До *основних завдань*, які слід вирішити в ході формування та реалізації дивідендної політики, слід віднести:

- виявлення основних факторів, які впливають на прийняття рішення щодо виплати дивідендів чи реінвестування прибутку;
- визначення оптимального співвідношення між розподіленням і тезаврованим прибутком;
- оцінку впливу рішення щодо порядку розподілу чистого прибутку на ринкову вартість корпоративних прав підприємства та його інвестиційну привабливість;
- визначення оптимальної для підприємства величини статутного і власного капіталу;
- узгодження стратегії виплати дивідендів із податковим законодавством;
- вибір найприйнятнішого методу та форми нарахування і виплати дивідендів;
- оцінку впливу дивідендної політики на вирішення конфлікту інтересів між власниками, кредиторами та керівництвом підприємства.

5.2 Теорії в галузі дивідендної політики

Принциповим питанням, яке стоїть в основі теоретичних досліджень, присвячених дивідендній політиці, є питання взаємозв'язку між напрямом використання чистого прибутку (дивіденди чи тезаврація) та вартістю підприємства. Інакше кажучи, чи існує оптимальне співвідношення використання чистого прибутку, за якого мінімізуються витрати на залучення капіталу, чи дивідендна політика жодним чином не впливає на оптимізацію структури капіталу і вартість підприємства? Залежно від характеру відповіді на це запитання рекомендується приймати ті чи інші рішення в галузі виплати дивідендів. Зупинимося на найвідоміших концепціях дивідендної політики.

Теза щодо «іррелевантності (нейтральності) дивідендної політики». Ф. Модільяні, М. Міллер, Ф. Блек відстоюють позицію, що між сумою сплачуваних дивідендів і ринковим курсом акцій не існує зв'язку, оскільки курс акцій визначається нинішніми та майбутніми доходами підприємства, а також потенціалом його зростання. Найраціональнішою з їх погляду є фінансова політика, в рамках якої відбувається відмова від виплати дивідендів і весь прибуток спрямовується на реінвестиції. Отже, самофінансування підприємства розглядається як пріоритетне джерело фінансування. У такому разі акціонери максимізують доходи здебільшого в результаті зростання курсу акцій. Правило використання прибутку відповідно до цієї концепції формулюється таким чином: *спрямовувати на виплату дивідендів слід лише ту частину прибутку, яку неможливо ефективно реінвестувати*. Йдеться про так званий залишковий принцип дивідендних виплат.

Теза про пріоритетність дивідендів. Як свідчить біржова статистика, факт виплати дивідендів усе ж таки впливає на вартість корпоративних прав. Це зумовлено тим, що ряд інвесторів, зокрема дрібні акціонери, віддають перевагу реальним дивідендам порівняно з майбутніми доходами від зміни курсу, зумовленими тезаврацією прибутку *«краще синиця в руках, ніж журавель у небі»*. На цьому припущенні ґрунтується американська модель оптимізації дивідендної політики (*Bird-in-the-Hand-Argument*).

Згідно з цим підходом, найвідомішими прихильниками якого є Дж. Лінтнер та М. Гордон, актуальний курс акцій визначається теперішньою вартістю очікуваних доходів на ці акції, які включають усі майбутні дивіденди, а також очікувану виручку від реалізації акцій. Зростання дивідендів досить часто сприймають як *сигнал до того, що підприємство працює успішно*, і

навпаки, зменшення рівня дивідендів може сигналізувати про фінансові проблеми суб'єкта господарювання. Отже, дивіденди впливають на вартість підприємства. На цій тезі ґрунтується так звана модель виплати дивідендів Гордона, згідно з якою виплата дивідендів є пріоритетнішою, ніж реінвестування.

Концепція мінімізації податкових платежів. Поряд з власниками корпоративних прав, котрі віддають перевагу стабільним дивідендам, є група інвесторів, які при прийнятті своїх рішень виходять насамперед з критерію мінімізації податкових платежів. Якщо податковим законодавством країни (наприклад, США, Швейцарія, країни Бенілюксу) передбачено нижчий рівень оподаткування нерозподіленого прибутку порівняно з розподіленим, то підприємство отримує податкові переваги при використанні як джерела фінансування реінвестованого прибутку. Водночас вартість обслуговування власного капіталу, залученого із зовнішніх джерел, підвищується. Якщо ж рівень оподаткування дивідендів є нижчим, ніж рівень нерозподіленого прибутку (наприклад, Німеччина), то вигіднішою буде виплата дивідендів. Ця обставина лежить в основі ще однієї досить відомої теорії у галузі дивідендної політики - *концепції податкових переваг*.

Слід зазначити, що остаточного підтвердження на практиці переваг тієї чи іншої концепції не знайдено. Прийнятність того чи іншого підходу залежить від конкретних умов діяльності підприємства, структури та психологічних особливостей інвесторів, їх інформаційного забезпечення тощо. Саме тому фінансовий менеджер повинен проаналізувати всю сукупність факторів дивідендної політики і виробити найоптимальнішу для конкретного підприємства дивідендну стратегію.

5.3 Фактори дивідендної політики

Рішення щодо розподілу прибутку, а отже, вибору тих чи інших пріоритетів при реалізації дивідендної політики приймаються зборами власників підприємства. Завданням менеджменту в цілому і фінансового менеджменту зокрема є обґрунтування необхідності прийняття того чи іншого рішення в галузі дивідендної політики. Для цього слід проаналізувати фактори впливу на неї. До основних з таких факторів належать:

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

2. *Наявність у підприємства прибуткових інвестиційних проектів.* Якщо в підприємства відсутні обґрунтовані плани щодо прибуткового реінвестування прибутку, то найраціональнішим буде максимальний розподіл прибутку (виплата дивідендів).

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

- кредитоспроможності підприємства та наявності в нього кредитного забезпечення;
- вартості залучення позичкового капіталу;
- інвестиційної привабливості та можливостей залучення додаткового акціонерного чи пайового капіталу (шанси розміщення нової емісії);
- накладних витрат, пов'язаних із залученням власного капіталу із зовнішніх джерел.

4. *Обмеження.* Законодавством, статутом чи угодами підприємства можуть бути встановлені певні обмеження на виплату дивідендів. Ці обмеження можуть застосовуватися, як правило, в таких випадках:

- у разі заборгованості власників (учасників) за внесками до статутного капіталу;
- за наявності на момент виплати дивідендів підстав щодо порушення справи про банкрутство підприємства чи виникнення таких підстав у результаті виплати дивідендів;
- власний капітал підприємства є меншим за обсяг його статутного та резервного капіталу;
- повністю не сплачені поточні та накопичені дивіденди за привілейованими акціями;
- відсутність відповідних фінансових джерел виплати дивідендів;
- наявність договірних обмежень, наприклад з банком-кредитором.

5. *Преференції найважливіших груп власників:* більшість з них орієнтовані на споживання (дивіденди) чи заощадження (тезаврація та збільшення вартості підприємства).

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

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

5.4 Порядок нарахування дивідендів

Рішення про виплату дивідендів та їх розмір за корпоративними правами кожної категорії приймають власники (загальні збори власників) підприємства за рекомендацією наглядової ради чи пропозицією виконавчих органів. Порядок повідомлення власників корпоративних прав про виплату дивідендів регламентується статутом товариства. Як правило, підприємства дають відповідне оголошення у заздалегідь визначених друкованих засобах масової інформації.

Величина дивідендів, яка належить окремому власнику, залежить від трьох основних показників:

- величини чистого прибутку, резерву дивідендів (інших джерел виплати);
- встановленого співвідношення між розподіленим і нерозподіленим прибутком;
- частки учасника (власника) в статутному капіталі.

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

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

Акціонерні товариства. Право на одержання дивідендів в АТ мають акціонери, які є власниками акцій (обліковуються в реєстрі акціонерів) на початок строку виплати дивідендів, який встановлюється загальними зборами акціонерів незалежно від періоду, протягом якого акціонери володіли акціями. У разі продажу акціонером належних йому акцій після складання переліку осіб, що мають право на отримання дивідендів, але раніше дати виплати, право на отримання дивідендів залишається в особи, зазначеної в такому переліку. Дивіденди за акціями виплачуються один раз на рік за результатами календарного року в повному обсязі.

Товариства з обмеженою відповідальністю. На відміну від акціонерних товариств, ТОВ можуть виплачувати дивіденди протягом року. Окрім того, учаснику товариства з обмеженою відповідальністю виплачуються дивіденди, які відповідають частці прибутку, одержаного товариством за період, протягом якого

учасник володів корпоративними правами підприємства. Це означає, що на одержання дивідендів претендують не лише власники, які володіють корпоративними правами товариства на момент прийняття рішення про розподіл прибутку, а й ті, котрі належали до числа власників протягом періоду, за який виплачуються дивіденди.

Виплата дивідендів приватними підприємствами. Приватні підприємства не належать до господарських товариств. Кошти, які залишаються в розпорядженні приватного підприємства після сплати всіх податків та зборів, можуть бути виплачені власнику підприємства. До 1 квітня 2000 р. такі виплати оподатковувалися прибутковим податком з фізичних осіб. Були внесені зміни у законодавство, згідно з якими ці підприємства нараховують і сплачують податок на дивіденди в розмірі 25% нарахованої суми дивідендів.

Особливості перерахування в бюджет дивідендів підприємствами з часткою державної власності в статутному капіталі. Платниками дивідендів є господарські товариства, створені в процесі приватизації та корпоратизації державних підприємств, у статутному капіталі яких є частка державного майна. У разі прийняття рішення про виплату дивідендів такі підприємства повинні надати органу державної податкової служби копію платіжного доручення із зазначенням суми перерахованих до Державного бюджету дивідендів на державну частку у статутному капіталі. Сума дивідендів, яка підлягає перерахуванню в Державний бюджет, визначається як результат від множення маси дивіденду на частку державного майна в статутному капіталі підприємства (в процентах). Якщо величина зазначеної частки змінювалася протягом звітного періоду, для розрахунку суми дивідендів визначається середньоарифметична частка майна, яка перебуває в державній власності.

5.5 Форми виплати дивідендів

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

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

Стандартною **формою** виплати дивідендів є **грошова**. З прийняттям зборами власників рішення про нарахування дивідендів частина власного капіталу

перетворюється на позичковий. Заборгованість підприємства його власникам, пов'язана з нарахуванням дивідендів, відображається за статтею «Поточні зобов'язання за розрахунками з учасниками». Виплачуючи дивіденди, підприємство погашає згаданий борг.

На практиці досить часто приймається рішення про виплату дивідендів у **негрошовій формі**: корпоративними правами, іншими фінансовими інструментами, товарами, знижками на товари тощо. Найпоширенішою негрошовою формою є виплата дивідендів у формі додаткових корпоративних прав, зокрема *акцій*. Специфічною формою виплати дивідендів у негрошовій формі, до якої досить часто вдаються підприємства в економічно розвинутих країнах, є дивіденди у **формі цінних паперів інших емітентів**, які є в інвестиційному портфелі підприємства.

Характерною рисою дивідендної політики багатьох вітчизняних підприємств є те, що дивіденди досить часто виплачуються у **товарній формі**. Її використовують як підприємства, що виробляють товари народного споживання, так і ті, які ці товари отримують за бартерними схемами. Зазвичай дивіденди товарами отримують дрібні акціонери, які не можуть впливати на фінансову політику підприємств. Великі акціонери, які контролюють такі підприємства, формально не отримують ніяких дивідендів або віддають перевагу корпоративним правам. Досить часто реальні власники таких підприємств отримують приховані дивіденди за різного роду схемами ухилення від оподаткування.

Змішана форма виплати дивідендів передбачає комбінацію різних форм виплати винагороди власникам: частково у вигляді грошових коштів, а частково іншими (негрошовими) засобами. Зборами власників може бути прийняте рішення, згідно з яким частина акціонерів (за їх вибором) одержує дивіденди в грошовій формі, а інша - у формі корпоративних прав. При цьому можуть порушуватися існуючі пропорції участі всіх власників у статутному капіталі. З метою компенсації збитків окремих власників, які виникають у результаті зменшення їх частки, вони можуть бути наділені додатковими дивідендами в грошовій формі. З іншого боку, можуть передбачатися також стимули для заохочення акціонерів до реінвестування прибутку та виплати дивідендів корпоративними правами. Врешті-решт, власники самі повинні вирішувати, яка форма дивідендів є для них вигіднішою з погляду максимізації їх капіталу.

Приховані дивіденди. Керівництво підприємства може маніпулювати розміром чистого прибутку, який засвідчується в звітності і є джерелом виплати

дивідендів та основою для прийняття рішення про це на зборах власників. Приховані виплати дивідендів здійснюються безпосередньо на користь власників підприємства або на користь так званих пов'язаних, або афілійованих, осіб. Ці доходи можуть утворюватися в результаті здійснення таких операцій:

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

Приховування керівництвом підприємства реального чистого прибутку на свою користь або на користь окремих власників є суттєвою проблемою в галузі дивідендної політики, яка загострює принципал-агент-конфлікт. Причини прихованого розподілу прибутку криються здебільшого в недоліках податкового законодавства та законодавства про господарські товариства.

5.6 Інструменти дивідендної політики

У процесі реалізації обраного типу дивідендної політики підприємства вдаються до специфічних прийомів. Такими прийомами є:

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

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

- 1) забезпечити певний рівень самофінансування, оскільки прибуток залишається на підприємстві;
- 2) збільшити базу для нарахування дивідендів.

Збільшення статутного капіталу супроводжується, як правило, виплатою дивідендів акціями, які емітуються за номінальною вартістю, тобто без ажіо. Виплата дивідендів акціями здійснюється відповідно до частки участі кожного з власників у статутному капіталі. Зазвичай така виплата не змінює пропорцій участі всіх акціонерів (власників) у статутному капіталі підприємства-емітента. Акціонери, які бажають отримати грошові кошти, можуть реалізувати безоплатно отримані акції (*Gratisaktien*) на ринку. Після збільшення статутного капіталу можна підвищити абсолютну суму дивідендів за стабільної ставки їх нарахування.

Якщо збільшення статутного капіталу відбувається в рамках реалізації певного типу дивідендної політики, то курс емісії, як правило, встановлюється на рівні номіналу або дещо перевищує його. Курс емісії повинен бути встановлений таким чином, щоб це дало змогу забезпечити стабільний розмір дивідендів після збільшення номінального капіталу.

Досить відомим інструментом дивідендної політики, до якого вдаються підприємства європейських країн та США, є **подрібнення акцій та викуп акціонерним товариством акцій власної емісії**. Механізм подрібнення акцій у рамках дивідендної політики застосовується за високого ринкового курсу акцій та високого рівня капіталізації. За рішенням загальних зборів акціонерів АТ може бути проведене подрібнення акцій (спліт): кожна з випущених товариством акцій замінюється на кілька акцій меншого номіналу. Величина статутного капіталу при цьому не змінюється. Однак, як і у випадку зі збільшенням статутного капіталу, досягається зменшення ринкової ціни акції.

Грошові компенсації за викуп акцій можна трактувати як дивідендні платежі, що до того ж не підлягатимуть оподаткуванню. Як правило, на подрібнення акцій ринок реагує позитивно, оскільки до такого роду операцій вдаються великі, динамічні підприємства. Однак значним недоліком виплати дивідендів акціями та подрібнення акцій є значні накладні витрати, зокрема пов'язані з емісією акцій, їх вилученням, внесенням змін у статут тощо.

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

5.7 Методи нарахування дивідендів

Враховуючи фактори впливу на дивідендну політику і теоретичні концепції у цій галузі, в практиці використовуються такі основні підходи (методи) нарахування та виплати дивідендів:

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

Загальний огляд методів нарахування дивідендів, їх переваги та недоліки наведено у табл. 5.2.

Таблиця 5.2 - Методи нарахування дивідендів

Методи	Переваги	Недоліки
1. Залишковий метод, стратегія припинення дивідендних виплат	<ul style="list-style-type: none"> • забезпечення високих темпів росту підприємства • платоспроможність • фінансова незалежність 	<ul style="list-style-type: none"> • нестабільність дивідендів • відтік дрібних інвесторів
2. Метод стабільних дивідендів	<ul style="list-style-type: none"> • збільшення довіри до підприємства • стабілізація котировок акцій 	<ul style="list-style-type: none"> • слабкий зв'язок з фінансовими результатами • мінімізація самофінансування
3. Метод гнучкої дивідендної політики	<ul style="list-style-type: none"> • зв'язок з фінансовими результатами 	<ul style="list-style-type: none"> • нестабільність розмірів дивідендів
4. Метод стійкого приросту дивідендів	<ul style="list-style-type: none"> • забезпечення зростання ринкового курсу акцій • привабливість для інвесторів при додатковій емісії 	<ul style="list-style-type: none"> • відсутність гнучкості • постійне зростання фінансової напруги
5. Метод стабільної та бонусної частин	<ul style="list-style-type: none"> • регулярність виплати мінімальної частини • залежність від фінансових результатів 	<ul style="list-style-type: none"> • нестабільність розмірів дивідендів

Залишковий метод. Метод ґрунтується на теоретичних висновках *М. Міллера* та *Ф. Модільяні*, згідно з яким за джерела фінансування підприємства насамперед слід використовувати його прибуток. На дивіденди повинна спрямовуватися частина чистого прибутку, що залишилася у підприємства після здійснення всіх необхідних реінвестицій.

До переваг методу належать забезпечення високих темпів розвитку підприємства. Головним недоліком є нестабільність дивідендів та відтік у інвесторів, орієнтованих на споживання, зокрема дрібних інвесторів. У рамках цього методу використовують і так звану стратегію припинення дивідендних виплат. При цьому широко застосовується негрошова форма виплати дивідендів (*Gratisaktien*).

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

Для уникнення порушення фінансової рівноваги за використання цього методу підприємство повинне створювати резерв виплати дивідендів, який слід поповнювати у роки з високою прибутковістю і використовувати, коли фінансові результати є недостатніми.

Метод гнучкої дивідендної політики. На противагу до попереднього цей метод ґрунтується на принципі залежності розміру дивідендів від фінансових результатів у періоді, за який виплачуються дивіденди. Метод побудований на тезі про те, що, на відміну від облігацій, корпоративні права є ризиковими вкладеннями і тому винагородою за ризик повинен бути відповідний дохід, який коливається залежно від рівня прибутковості підприємства. Використання цього методу не означає, що величина дивідендів буде дзеркальним відображенням фінансових результатів суб'єкта господарювання. Обсяг сплачуваних дивідендів можна регулювати також шляхом зміни співвідношення розподіленого та нерозподіленого прибутку. В цілому метод є ефективним для підприємств зі стабільними доходами.

Метод стійкого приросту дивідендів. Метод ґрунтується на моделі виплати дивідендів М. Гордона і передбачає стабільне їх зростання, як правило, в твердо встановленому проценті приросту до розміру дивідендів у попередні роки. Аналогічно до методу стабільних дивідендів за цього методу обсяг дивідендів не залежить від прибутків підприємства у відповідному періоді.

До переваг методу можна віднести відносне зростання ринкової вартості корпоративних прав, а отже, сприятливі можливості залучення коштів при додатковій емісії. Недоліком такої політики є відсутність гнучкості. Якщо використання методу не підкріплене відповідними фінансовими результатами та достатніми резервами, то це може призвести до порушення фінансової рівноваги та втрати підприємством ліквідності.

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

5.8 Оподаткування дивідендів

Обрана підприємством дивідендна політика має узгоджуватися з податковим законодавством. Основні питання, які повинні з'ясувати фінансові служби в контексті виплати дивідендів та оподаткування, стосуються порядку оподаткування нерозподіленого прибутку (на рівні підприємства), розподіленого прибутку (на рівні одержувачів дивідендів) та нарахувань на дивіденди.

Згідно із законодавством України підприємство, яке виплачує дивіденди своїм акціонерам (власникам), нараховує та утримує податок на дивіденди в розмірі 25 % нарахованої суми виплат за рахунок таких виплат, незалежно від того, чи є емітент платником податку на прибуток.

Отже, ставка оподаткування розподіленого прибутку (як і нерозподіленого) становить 25%, безпосереднім платником податку на дивіденди є суб'єкт підприємницької діяльності - емітент корпоративних прав; об'єкт оподаткування - сума дивідендів; строк сплати - до/або одночасно з виплатою дивідендів.

Важливим є те, що емітент корпоративних прав зменшує суму нарахованого податку на прибуток на суму внесеного до бюджету податку на дивіденди. Якщо сума сплаченого податку на дивіденди перевищує суму податкових зобов'язань підприємства-емітента за податком на прибуток звітного періоду, різниця

переноситься на зменшення зобов'язань за податком на прибуток такого підприємства у майбутніх податкових періодах.

За прийняття рішення про спрямування чистого прибутку на збільшення статутного капіталу та виплату дивідендів у формі корпоративних прав (акцій, часток, паїв), податок на дивіденди не застосовується за умови, що така виплата жодним чином не змінює пропорцій участі власників у статутному капіталі підприємства-емітента. При цьому слід враховувати, що держава у будь-якому разі отримує всю суму податку. В останньому випадку не сплачується податок на дивіденди, однак на всю суму оподаткованого прибутку нараховується податок на прибуток.

Якщо одержувачем дивідендів є **юридична особа**, то цей вид доходів не включається до складу валового доходу такого підприємства для цілей оподаткування за умови, що з дивідендів утримано податок на рівні емітента корпоративних прав. Аналогічний порядок встановлений для одержувачів дивідендів - **фізичних осіб**: до сукупного оподаткованого доходу, одержаного громадянами, не включаються суми дивідендів, що були оподатковані під час їх виплати.

Дивіденди, що виплачуються в грошовій формі або у формі цінних паперів (корпоративних прав), не оподатковуються також податком на додану вартість.

На суми виплачених дивідендів не нараховуються збори на: обов'язкове пенсійне страхування; обов'язкове соціальне страхування (в т. ч. на випадок безробіття) тощо, оскільки дивіденди не є платежем у рамках оплати праці.

Порядок, за яким емітент корпоративних прав здійснює виплати дивідендів нерезиденту пропорційно його частці в статутному капіталі, має свої особливості.

На нерезидентів не поширюються положення Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» щодо оподаткування дивідендів. Ставку податку на доходи нерезидентів, отримані у вигляді дивідендів, встановлено в розмірі 15 %. Такий порядок поширюється на юридичних осіб і суб'єктів господарської діяльності, що не мають статусу юридичної особи з місцезнаходженням за межами України, які створені та здійснюють свою діяльність відповідно до законодавства іншої держави.

Загальними принципами міжнародного права та внутрішнім законодавством України передбачено, що у разі, коли нормами міжнародних договорів встановлено інші правила, ніж ті, що містяться в національному законодавстві, застосовуються правила міжнародних договорів.

Умовами договорів про уникнення подвійного оподаткування встановлено

максимальні ставки оподаткування доходів нерезидентів у вигляді дивідендів. Окрім цього, майже всі відповідні договори містять застереження, що у разі, коли нерезидент здійснює свою господарську діяльність в Україні через постійне представництво або надає незалежні послуги через постійну базу й отримує дивіденди, які йому виплачує компанія - резидент України через такі постійне представництво або постійну базу, то пільгові ставки не застосовуються.

5.9 Ефективність дивідендної політики

Ефективність дивідендної політики оцінити надзвичайно складно. Очевидно, ефективною буде така політика, за якої забезпечується мінімізація принципал-агент-конфлікту між окремими власниками, власниками, кредиторами та менеджментом підприємства. Зрозуміло, що уникнути таких конфліктів можна за максимізації доходів власників (*Shareholder Value*) за відсутності обмежень з боку кредиторів. Як уже зазначалося, ці доходи можуть бути у формі підвищення курсової вартості та (або) дивідендів. Висновки щодо ефективності дивідендної політики можна зробити на основі аналізу показників прибутковості корпоративних прав, від значення яких залежать обидві складові доходів власників. До таких показників можна віднести:

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

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

3. Коефіцієнт цінності акцій: розраховується діленням ринкової ціни однієї акції на дивіденд на одну просту акцію.

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

5. Коефіцієнт дивідендних виплат: відношення маси дивіденду до суми чистого прибутку.

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

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

В інформації про фінансово-господарську діяльність АТ, що публікується емітентом у друкованих виданнях, наводяться окремі показники, які характеризують ефективність дивідендної політики, зокрема:

- частка чистого прибутку, спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис. грн);
- чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн);
- дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн).

За певних обставин ефективною буде така дивідендна політика, за якої забезпечується зростання ринкової ціни корпоративних прав. У традиційному розумінні рішення власників щодо дивідендів чи реінвестування прибутку залежить від очікуваної рентабельності власного капіталу підприємства (P_v) та від ставки зовнішніх доходів (p) за альтернативних вкладень відповідного обсягу капіталу на ринку.

Якщо на ринку є можливість вкласти капітал з вищою нормою доходності, ніж у підприємство-емітент (за однакового рівня ризику), то доцільно приймати рішення щодо виплати дивідендів. Якщо ж навпаки, то найраціональнішою буде тезаврація прибутку. Отже, доти, доки $P_v > p$, з погляду прибутковості власникам доцільно реінвестувати весь чистий прибуток. У такому разі ринковий курс акцій зростатиме. Згідно з класичним підходом алгоритм розрахунку ринкового курсу корпоративних прав має такий вигляд:

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

де KA - ринковий курс корпоративних прав (акцій);

P - чистий прибуток на одну акцію;

D - дивіденди на одну акцію.

Оцінюючи ефективність дивідендної політики, необхідно враховувати, що класична формула (курс акцій прямо пропорційний дивіденду й обернено пропорційний процентній ставці за альтернативними вкладеннями) застосовується на практиці далеко не в усіх випадках.

Питання для самоконтролю

1. Що належить до основних факторів дивідендної політики?
2. Розповісти порядок нарахування дивідендів у АТ.
3. У яких формах можуть виплачуватися дивіденди?
4. Що є інструментами дивідендної політики?
5. Перерахуйте і дайте характеристику методам нарахування дивідендів.
6. У якому розмірі оподатковуються дивіденди?
7. Яка особливість оподаткування дивідендів, які отримують нерезиденти?
8. Які показники висвітлюють ефективність дивідендної політики?
9. Які фактори впливають на рівень оподаткування дивідендів?
10. Переваги й недоліки методів нарахування дивідендів?

Тема 6 Фінансування підприємств за рахунок позичкового капіталу

План

- 6.1 Позичковий капітал підприємства, його ознаки та складові
- 6.2 Фінансові кредити
- 6.3 Облігації підприємств
- 6.4 Комерційні кредити
- 6.5 Факторинг

6.1 Позичковий капітал підприємства, його ознаки та складові

Залежно від типу фінансових відносин, які виникають між капіталодавцями і підприємством-об'єктом фінансування, вони можуть стати співвласниками або кредиторами суб'єкта господарювання. Якщо між капіталодавцем і підприємством виникають відносини позички, це означає, що фінансування відбувається за рахунок позичкового капіталу: капіталодавець набуває статусу кредитора.

Позичковий капітал підприємства може формуватися за рахунок зовнішніх та внутрішніх джерел. У балансі позичковий капітал підприємства відображається у складі зобов'язань за умови, що оцінка цих зобов'язань може бути достовірно визначена та існує ймовірність зменшення економічних вигід у майбутньому внаслідок їх погашення. Найважливіші параметри позичкового капіталу підприємства наведені в табл. 6.1.

Залежно від строків виконання зобов'язань вітчизняними стандартами бухгалтерського обліку позичковий капітал поділяється на довгостроковий і поточний. 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 відстрочена заборгованість з податків, фінансова допомога на зворотній основі тощо.

Таблиця 6.1 - Характеристика позичкового капіталу підприємства

Параметри	Класифікація
Строковість	<ul style="list-style-type: none"> • короткостроковий позичковий капітал (до 12 місяців) • довгостроковий позичковий капітал (понад рік)
Капіталодавець	<ul style="list-style-type: none"> • банки та інші фінансово-кредитні інститути • постачальники та клієнти • власники • персонал • держава
Умови одержання	<ul style="list-style-type: none"> • згідно з кредитним чи іншим договором • за відсутності договору
Цілі використання	<ul style="list-style-type: none"> • здійснення інвестицій • поповнення оборотних активів
Форми залучення	<ul style="list-style-type: none"> • грошові кошти: <ul style="list-style-type: none"> - національна валюта; - іноземна валюта; - валютний фіксинг • товарна форма
Забезпечення	<ul style="list-style-type: none"> • забезпечені заставою (майном, майновими правами, цінними паперами) • гарантовані (банками, фінансами чи майном третьої особи) • з іншим забезпеченням (поручительство, свідоцтво страхової організації) • незабезпечені
Плата за користування капіталом	<ul style="list-style-type: none"> • виплата процентів: <ul style="list-style-type: none"> - фіксована процентна ставка; - плаваюча процентна ставка • без процентів
Порядок погашення	<ul style="list-style-type: none"> • одноразовий платіж • багаторазові платежі • з регресією платежів • у заздалегідь визначений термін чи без такого

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 протягом 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 отримані 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 по інших розрахунках за страхуванням);
 - поточні зобов'язання за розрахунками з оплати праці (заборгованість по нарахованій, але не виплаченій оплаті праці, преміях, допомогах 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 по внутрішньовідомчих розрахунках);

- інші поточні зобов'язання, 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, отримані протягом поточного або попередніх звітних періодів, які належать до наступних звітних періодів. Зокрема, до їх складу належать доходи у вигляді одержаних авансових платежів за здані в оренду основні засоби та інші необоротні активи, передплата на періодичні та довідкові видання, виручка за вантажні перевезення, від продажу квитків транспортних і театральних-видовищних підприємств, абонентна плата за користування засобами зв'язку тощо.

Враховуючи викладене, можна констатувати, що 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.

6.2 Фінансові кредити

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

Основним різновидом фінансових кредитів є **банківський кредит**, який надається суб'єктам кредитування всіх форм власності у тимчасове користування на умовах, передбачених кредитним договором. Основними з цих умов є: забезпеченість, повернення, строковість, платність і цільова спрямованість.

Кредити, які надаються банками, за строками користування поділяються здебільшого на:

- а) короткострокові - до 1 року;
- б) середньострокові - до 3 років;
- в) довгострокові - понад 3 роки.

З погляду підприємств (у контексті фінансової звітності) позичковий капітал (зобов'язання) поділяється на довгостроковий і короткостроковий.

Під *довгостроковими кредитами банків* розуміються зобов'язання підприємства перед кредитною установою (банком), які повинні погашатися протягом терміну, що перевищує один рік з дати складання балансу, а також пролонговані короткострокові кредити (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 розвинутих країнах до довгострокових банківських кредитів вдаються, як правило, підприємства малого та середнього бізнесу. Крупні підприємства довгострокову потребу в капіталі задовольняють здебільшого шляхом емісії облігацій.

Короткостроковими кредитами банків є зобов'язання підприємства перед кредитною установою (банком), які повинні бути виконані протягом 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.

У табл. 6.2 наведено порядок організації роботи щодо отримання банківських позичок, а також визначені основні акценти в цій роботі, на які повинні звертати увагу керівництво підприємства та його фінансові служби.

Для отримання кредиту позичальник (керівник, фінансовий менеджер, інша уповноважена особа) спочатку звертається до банку для *проведення попередніх переговорів*. У разі, якщо попередні переговори пройшли успішно, фінансові служби підприємства готують пакет документів, необхідних для розгляду банком питання про надання кредиту. Перелік документів складається кожним банком відповідно до обраної ним методології оцінки кредитоспроможності позичальника та його інформаційних потреб. Це означає, що кожен банк може вимагати від потенційного позичальника свій специфічний набір документів.

Таблиця 6.2 - Організація фінансової роботи із залучення банківського кредиту

Етапи залучення банківської позички	Основні питання, на які слід звернути увагу
Попередні переговори з обраним банком	<ul style="list-style-type: none"> • критерії та умови надання кредиту • діапазон процентних ставок • строки та порядок погашення • список документів, які слід подати банку
Рішення про доцільність подальших переговорів з банком	<ul style="list-style-type: none"> • оцінка шансів на отримання кредиту • зіставлення з умовами надання кредиту, які пропонуються іншими банками
Рішення зборів власників щодо залучення банківського кредиту	<ul style="list-style-type: none"> • якщо сума кредиту є значною і це передбачено статутом
Підготовка пакета документів відповідно до переліку банку	<ul style="list-style-type: none"> • перелік документів встановлюється кожним банком індивідуально • формулювання цілей, під які залучається кредит • особливий акцент на бізнес-план і прогноз Cash-flow
Передача пакета документів до банку	<ul style="list-style-type: none"> • дата прийняття банком пакета документів є офіційною датою подачі кредитної заявки
Відкриття поточного рахунку в банку (якщо такий рахунок відсутній)	<ul style="list-style-type: none"> • подається типовий набір документів, необхідних для відкриття рахунку
Укладення кредитної угоди	<ul style="list-style-type: none"> • у письмовому вигляді • не потребує нотаріального посвідчення
Моніторинг та контроль	<ul style="list-style-type: none"> • створення умов для контролю з боку працівників банку цільового використання коштів

Як правило, необхідною умовою отримання кредиту є відкриття позичальником *поточного рахунку* у кредитуючому банку. Для цього подається стандартний набір документів, передбачених для відкриття такого рахунку.

Дата одержання від потенційного позичальника пакета документів у повному обсязі вважається датою офіційного звернення підприємства за кредитом.

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

- оцінка якості менеджменту;
- ситуація підприємства на ринку факторів виробництва та збуту продукції;
- фінансовий стан потенційного позичальника;
- оцінка кредитного забезпечення.

Остаточне рішення щодо надання кредитів позичальникам, незалежно від запрошеного розміру кредиту, приймається *колегіально* (правлінням банку, кредитним комітетом, комісією і т. ін.) більшістю голосів та оформляється протоколом. При прийнятті відповідного рішення розглядається резюме кредитного експерта, висновок служби безпеки банку, акт оцінки кредитного забезпечення та висновок юридичних служб.

У разі прийняття позитивного рішення щодо видачі кредиту банк оформляє відповідні *документи, що регламентують кредитні взаємовідносини*. До таких документів належать: кредитний договір (укладається між кредитором і позичальником тільки у письмовій формі); договори поручительства (гарантії); договори застави.

Після підготовки та перевірки проектів відповідних договорів вони передаються на підпис уповноваженим особам позичальника та банку. Кредитні угоди та деякі види договорів застави не потребують нотаріального посвідчення. Договори застави нерухомого майна та транспортних засобів, а також договори поручительства (гарантії) потребують нотаріального посвідчення.

- Надання кредиту здійснюється шляхом відкриття позичальнику позичкового рахунку та перерахування на нього відповідної суми коштів.
- Банк протягом усього строку дії кредитного договору підтримує ділові контакти з позичальником, забезпечує його консультативними послугами з питань ведення бізнесу та виконання договору. Фінансові та інші служби підприємств повинні створювати умови для проведення працівниками банку *моніторингу та контролю* за порядком використання кредиту та динамікою фінансового стану позичальника, а також періодично інформувати банк про хід виконання угоди.

Кредитоспроможність підприємства - це здатність підприємства в повному обсязі й у визначений кредитною угодою термін розрахуватися за своїми

борговими зобов'язаннями. Кредитоспроможність позичальника визначається показниками, що характеризують його акуратність при розрахунках за раніше отриманими кредитами, його поточне фінансове становище, спроможність у разі необхідності мобілізувати кошти з різних джерел, забезпечити оперативну трансформацію активів у грошові кошти. У теорії і практиці немає єдності щодо пріоритетності того чи іншого елемента кредитоспроможності. Переважає думка, що кількісні та якісні чинники складають єдине ціле при оцінці потенційної здатності позичальника погасити заборгованість за кредитом.

Якісні критерії кредитоспроможності. Вважається, що якісні чинники досить важко оцінити і систематизувати: на це слід витратити більше часу і затрат, ніж на оцінку фінансового стану. Зазначені чинники досліджуються за двома напрямками: якість менеджменту та ситуація на ринку факторів виробництва і збуту продукції (товарів).

При оцінці рівня менеджменту увага концентрується на персональних і фахових якостях керівництва, а також на організації управління підприємством. Банківська практика свідчить, що в результаті суб'єктивних оцінок якість менеджменту систематично завищується.

Оцінюючи ситуацію підприємства на ринку факторів виробництва та збуту продукції, використовують результати галузевого аналізу, співбесіди з клієнтами позичальника, а також повідомлення засобів масової інформації. Основна увага при цьому концентрується на з'ясуванні таких питань:

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

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

Кількісні критерії кредитоспроможності. З метою оцінки кількісних критеріїв проводиться аналіз поточного та перспективного фінансового стану підприємства. Головне завдання, яке ставить перед собою фінансовий аналітик, - прогнозування майбутньої платоспроможності підприємства. Для цього аналізуються всі можливі фактори, які можуть вплинути на платоспроможність. Розглянемо найтиповіший підхід до оцінки фінансового стану підприємств, який застосовується провідними європейськими банками. В основі цього підходу лежить розрахунок таких основних блоків показників:

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

Завдяки аналізу робиться висновок про здатність підприємства обслуговувати свої борги. Об'єктивність висновків підвищується в результаті порівняння значень отриманих показників з рекомендованими, середньогалузевими, а також у динаміці.

Показники ліквідності та платоспроможності. Аналіз ліквідності підприємства ґрунтується на зіставленні відображених у балансі поточних платіжних зобов'язань підприємства та поточних активів. У теорії і практиці можна зустріти значну кількість показників ліквідності (алгоритми розрахунку найпоширеніших з них наведено в табл. 6.3).

Показник абсолютної ліквідності характеризує платоспроможність підприємства на дату складання балансу і показує, яку частину короткострокових зобов'язань воно має можливість погасити негайно. Оптимальною вважається ситуація, коли показник абсолютної ліквідності знаходиться на рівні 0,2. З метою забезпечення стабільної поточної платоспроможності підприємства можуть формувати резерви ліквідності (наприклад, поточні фінансові інвестиції) чи вдаватися до залучення контокорентних кредитів (овердрафту).

Значення *показника ліквідності другого ступеня* повинно дещо перевищувати 100 %. Відношення монетарних оборотних активів (різниця між загальною сумою оборотних активів і запасів) та короткострокових зобов'язань повинно перевищувати одиницю. У середньому по вітчизняних підприємствах значення показника ліквідності другого ступеня становить близько 60 - 70 %. Показник характеризує очікувану платоспроможність підприємства в короткостроковому періоді, тобто періоді, що дорівнює середній тривалості одного обороту дебіторської заборгованості за умови її своєчасного погашення.

Таблиця 6.3 - Показники ліквідності та платоспроможності підприємства

Назва показника	Формула розрахунку	Рекомендоване значення
1. Коефіцієнт абсолютної ліквідності (ліквідність першого ступеня) = <i>Absolute Liquidity (Cash) Ratio</i>	$\frac{\text{Грошові кошти та їх еквіваленти}}{\text{Поточні зобов'язання}} \cdot 100$ $\text{П(С)БО 2} : \frac{A220 + A230 + A240^*}{P620}$	20 % (0,2) і більше
2. Проміжний коефіцієнт покриття (ліквідність другого ступеня) = <i>Net Quick Ratio, Acid Test</i>	$\frac{\text{Монетарні оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}} \cdot 100$ $\text{П(С)БО 2} : \frac{A260 - A(100 - 140)}{P620}$	100 % і більше
3. Показник покриття (ліквідність третього ступеня) = <i>Current Ratio</i>	$\frac{\text{Поточні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}} \cdot 100$ $\text{П(С)БО 2} : A260 : P620$	близько 150 %
4. Коефіцієнт покриття необоротних активів довгостроковим капіталом	$\frac{\text{Власний капітал} + \text{Довгострокові зобов'язання}}{\text{Необоротні активи}}$ $\text{П(С)БО 2} : \frac{P380 + P480}{A080}$	більше 1
5. Робочий капітал = <i>Working Capital</i>	$\text{Поточні активи} - \text{Поточні зобов'язання}$ $\text{П(С)БО 2} : A260 - P620$	Більше 50 %

Відповідні статті активу та пасиву балансу.

Відношення короткострокових активів до короткострокових зобов'язань (показник покриття) є одним з тестів, на основі якого можна перевірити рівень дотримання золотого правила фінансування. Він характеризує платоспроможність підприємства в середньостроковому періоді. Значення цього показника має перевищувати 100 %.

Коефіцієнт покриття необоротних активів довгостроковим капіталом показує, наскільки підприємство виконує умови золотого правила фінансування та золотого правила балансу. Він характеризує рівень дотримання фінансової рівноваги підприємства у коротко- та довгостроковому періодах.

Значення цього показника повинно бути більшим за одиницю. Нормальною є ситуація, коли значення коефіцієнта знаходиться в межах 1,2 - 1,6. У такому разі підприємство можна вважати потенційно платоспроможним.

При зовнішньому аналізі проблема полягає в тому, що показники балансу не надають повної інформації про строковість окремих активів та пасивів. Отже, як додаткове аналітичне джерело слід використовувати розшифровки дебіторської та кредиторської заборгованості.

Розглянуті до цього показники належать до числа відносних показників. У разі необхідності фінансові аналітики можуть розраховувати абсолютний показник ліквідності - робочий капітал.

Показник *робочого капіталу (Working Capital)*. (або чисті оборотні активи) - це різниця між оборотними активами підприємства та його поточними зобов'язаннями (зі строком погашення до одного року). Він показує частину оборотних активів, що фінансуються за рахунок власного капіталу і довгострокових зобов'язань. Одержані значення робочого капіталу дають змогу зробити висновки щодо:

- а) зміни резервів поточної ліквідності;
- б) наявного потенціалу довгострокового фінансування та довгострокової ліквідності.

За умови достатньої ліквідності запасів і дебіторської заборгованості, яку можна легко рефінансувати, наявність робочого капіталу у підприємства означає не лише його здатність виконати поточні зобов'язання, а й можливість для розширення операційної та інвестиційної діяльності.

Прийнято вважати, що величина робочого капіталу повинна перевищувати 30 % загального обсягу оборотних активів підприємства. Від'ємне значення робочого капіталу означає, що показник ліквідності третього ступеня є меншим 100 %, тобто частина довгострокових активів профінансована за рахунок

короткострокового капіталу, а отже, підприємство порушує правила фінансування і йому загрожує неплатоспроможність.

З метою об'єктивного прогнозування та забезпечення стабільної платоспроможності фінансові служби підприємства повинні застосовувати весь арсенал аналітичних засобів і вибирати найприйнятніші показники ліквідності для конкретних економічних умов.

Показники, які характеризують структуру капіталу та майна позичальника, наведені в табл. 6.5. Структура капіталу підприємства досить докладно характеризується під час розгляду вертикального правила фінансування. Висновки щодо задовільності показників структури капіталу та майна робляться на основі їх зіставлення із середньогалузевими значеннями.

Таблиця 6.5 – Показники, які характеризують структуру капіталу та майна підприємства

Назва показника	Формула розрахунку
1. Коефіцієнт заборгованості	$\frac{\text{Позичковий капітал}}{\text{Власний капітал}}$
2. Коефіцієнт незалежності (автономії)	$\frac{\text{Власний капітал}}{\text{Валюта балансу}}$
3. Чиста заборгованість (нетто)	Позичковий капітал – монетарні поточні активи
4. Частка необоротних активів (%)	$\frac{\text{Необоротні активи}}{\text{Загальна сума активів}} \cdot 100\%$
5. Частка основних засобів у структурі активів (%)	$\frac{\text{Основні засоби}}{\text{Загальна сума активів}} \cdot 100\%$

Якщо коефіцієнти заборгованості та фінансової незалежності є відносно стабільними і перебувають на рівні дещо вищому, ніж у середньому по галузі, то прийнято вважати, що ризики структури капіталу є низькими, а отже, за цим критерієм позичальник є кредитоспроможним.

У деяких методичних рекомендаціях можна зустріти аргументацію, згідно з якою випереджальне зростання кредиторської заборгованості порівняно з дебіторською свідчить про погіршення фінансового стану підприємства. На практиці цей висновок не завжди підтверджується, що слід враховувати при прийнятті відповідних рішень.

Показники прибутковості та самофінансування. Здатність підприємства виконувати свої зобов'язання значною мірою залежить від рівня його прибутковості та самофінансування. Саме тому в процесі оцінки кредитоспроможності (особливо при наданні довгострокових кредитів) аналізують фактично досягнуті та прогнозовані показники рентабельності, прибутку, *Cash-flow*. Ці показники дають змогу дати відповідь на два запитання:

- яку частку інвестицій, інших грошових видатків підприємство може фінансувати за рахунок результатів своєї діяльності;
- чи зможе підприємство виконати свої зобов'язання у майбутньому за рахунок внутрішніх фінансових джерел.

Окрім звітних даних у процесі аналізу вивчаються планові показники фінансових результатів, прогноз руху грошових коштів, фінансовий план тощо. У теорії і практиці можна зустріти велику кількість абсолютних і відносних показників прибутковості та самофінансування.

До абсолютних належать:

- чистий прибуток; прибуток до оподаткування;
- прибуток від операційної діяльності;
- операційний *Cash-flow*;
- вільний *Cash-flow* (FCF).

Більшість з відносних показників ґрунтується на концепції рентабельності:

- рентабельність власного капіталу;
- рентабельність інвестицій;
- рентабельність активів;
- рентабельність основних засобів;
- рентабельність виробництва певного виду продукції тощо.

Підкреслимо, що залежно від потреб фінансового аналітика показники рентабельності розраховуються з використанням різної бази:

- прибуток від операційної діяльності;
- прибуток до оподаткування;
- чистий прибуток;
- *Cash-flow* тощо.

Зрозуміло, що, оцінюючи кредитоспроможність позичальника, кредитні експерти підбирають свій каталог показників, які, на їхню думку, дозволяють дійти найоб'єктивніших висновків про потенційну здатність підприємства виконувати свої зобов'язання за рахунок внутрішніх фінансових джерел.

У табл. 6.6 наведено найпоширеніші із згаданих показників.

Таблиця 6.6 – Показники рентабельності та самофінансування підприємства

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

У процесі оцінки кредитоспроможності позичальника отримані показники прибутковості аналізуються в динаміці, а також у зіставленні із середньогалузевими значеннями та за окремими видами економічної діяльності. На основі цього робиться висновок про їх достатність. Показники рентабельності основної діяльності, активів, інвестицій порівнюють також із процентною ставкою, за якою залучається кредит. Зрозуміло, що у разі перевищення процентної ставки над плановими показниками рентабельності у підприємства можуть виникнути труднощі із виконанням зобов'язань.

Непересічне значення для оцінки потенційної спроможності погасити довгострокові позички має прогнозний показник операційного Cash-flow, оскільки саме він характеризує те джерело, за рахунок якого можуть бути виконані зобов'язання. У разі, якщо інвестиційний проект частково фінансується за рахунок

власних коштів підприємства, то при оцінці здатності позичальника фінансувати інвестиції доцільно розрахувати показник Free Cash-flow (Cash-flow від операційної діяльності скоригований на інвестиційний Cash-flow).

Показники оборотності. Ця група показників характеризує ефективність управління грошовими потоками підприємства, в т. ч. оборотними активами, кредиторською, дебіторською заборгованістю тощо. Алгоритми розрахунку основних показників оборотності наведені в табл. 6.7.

Таблиця 6.7 – Показники оборотності

Назва показника	Формула розрахунку
1. Оборотність інвестованого капіталу	$\frac{\text{Чиста виручка від реалізації}}{\text{Сума інвестицій}}$
2. Тривалість погашення заборгованості за рахунок операційної діяльності (періодів)	$\frac{\text{Позичковий капітал (нетто)}}{\text{Cash - flow (операційний)}}$
3. Термін обігу обігових коштів за певний період (днів)	$\frac{\text{Середні залишки обігових коштів}}{\text{Чиста виручка від реалізації}} \cdot \text{Тривалість періоду}$
4. Коефіцієнт оборотності (кількість оборотів у періоді)	$\frac{\text{Чиста виручка від реалізації}}{\text{Середні залишки обігових коштів}}$
5. Термін обертання дебіторської заборгованості (днів)	$\frac{\text{Залишки дебіторської заборгованості}}{\text{Чиста виручка від реалізації}} \cdot \text{Тривалість періоду}$
6. Термін обігу кредиторської заборгованості (днів)	$\frac{\text{Залишки кредиторської заборгованості}}{\text{Чиста виручка від реалізації}} \cdot \text{Тривалість періоду}$
7. Термін обігу запасів (днів)	$\frac{\text{Залишки запасів}}{\text{Чиста виручка від реалізації}} \cdot \text{Тривалість періоду}$

Досліджуючи показники оборотності, слід виходити з того, що чим швидше обертаються вкладені кошти, тим менше їх слід залучати, а отже, тим меншою

буде вартість капіталу, що позитивно впливає на рентабельність і платоспроможність підприємства. Фінансовий аналітик повинен орієнтуватися при цьому на середньогалузеві показники оборотності.

Підкреслимо, що, оцінюючи здатність позичальника виконати свої зобов'язання у майбутньому, працівники банку розраховують не всю сукупність показників, охарактеризованих вище.

Для отримання об'єктивної картини достатньо проаналізувати по одному чи кілька показників з кожного блоку. Згідно із сучасними тенденціями оцінки кредитоспроможності увага насамперед акцентується на аналізі достатності та реальності прогностичних показників балансу, фінансових результатів та Cash-flow.

У разі, якщо на підприємстві відсутні фахівці з питань планування чи бюджетування, працівники банку можуть розрахувати відповідні планові показники, виходячи з наданої позичальником інформації.

Працівники фінансових служб перед тим, як звертатися до банку із кредитною заявкою, повинні самі оцінити кредитоспроможність підприємства з тим, щоб у разі її недостатності провести роботу, спрямовану на її підвищення.

Кредитне забезпечення. У разі, якщо позичальник не в змозі виконати свої зобов'язання у передбачені кредитним договором строки, кредитор може задовольнити свої вимоги за рахунок кредитного забезпечення. Саме тому наявність у позичальника достатнього кредитного забезпечення є складовим елементом його економічної кредитоспроможності. До основних видів забезпечення кредиту належать:

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

Предметом застави є майно (рухоме і нерухоме) та майнові права, які можуть бути відчужені та на які може бути звернено стягнення. Згідно із загальним правилом застава може бути здійснена як у вигляді передачі майна кредитору чи третій особі (застава), так і шляхом передачі прав на заставлене майно (однак із залишенням даного майна у розпорядженні заставодавця). На практиці з метою зменшення кредитних ризиків банк може вимагати *страхування застави*, яке здійснюється, як правило, на суму, що не перевищує суми кредиту та процентів за ним.

Кредитне забезпечення у вигляді рухомого майна. Найпоширенішими предметами застави рухомості є транспортні засоби, обладнання, товари в обороті та переробці, сировина, готова продукція. Застава рухомого майна (здебільшого

транспортні засоби: автомобілі, причепа, катери, судна, літаки тощо) може бути зареєстрована в Державному реєстрі шляхом внесення відповідного запису.

Майнові права як предмет застави. Заставадавець може скласти договір застави як щодо належних йому на момент укладення договору прав вимоги по зобов'язаннях, в яких він є кредитором, так і тих, що можуть виникнути в майбутньому. Найпоширенішим видом застави майнових прав є застава дебіторської заборгованості. У зарубіжній практиці індекс вартості забезпечення у вигляді дебіторської заборгованості становить від 50 до 75 %. В Україні ця величина, враховуючи хронічні неплатежі в народному господарстві та недосконалість законодавства, коливається від 0 до 50 %.

Кредити під заставу нерухомості (іпотечні кредити). Іпотекою визнається застава землі, нерухомого майна, за якої предмет застави залишається у засталодавця або третьої особи. Предметом іпотеки можуть бути:

- земельна ділянка;
- жилий будинок, квартира, частина будинку;
- дачний будинок, гараж та будь-яке інше приміщення господарського призначення;
- підприємство або його структурний підрозділ.

Істотною умовою надання іпотечного кредиту є те, що одночасно з нотаріальним посвідченням договору накладається заборона на відчуження предмета іпотеки. Застава нерухомого майна підлягає державній реєстрації у порядку, передбаченому законом. Як правило, індекс вартості забезпечення у вигляді нерухомості становить 60-75 %.

Надійним засобом забезпечення кредитів може бути заклад (застава) цінних паперів. Однак у зв'язку з недостатньою розвинутістю вітчизняного фондового ринку та недоліками при проведенні приватизації в даний час в Україні цей вид забезпечення зобов'язань ще не набув достатнього поширення.

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

Гарантії та поручительства. Виконання зобов'язань з повернення кредиту може бути забезпечено також поручительством і гарантією. За деякими оцінками, на ці форми кредитного забезпечення припадає близько 30 % усіх кредитів.

Поручительство являє собою додаткове (акцесорне) зобов'язання стосовно кредитора, оформлене договором між кредитором за основним зобов'язанням і поручителем для забезпечення виконання основного зобов'язання (як правило, укладається тристороння угода). Відповідно до такого договору поручитель бере на себе зобов'язання перед кредитором третьої особи (боржника) відповідати за виконання зобов'язання цієї особи цілком або частково.

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

Гарантія характеризує зобов'язання третьої особи задовольнити вимоги кредитора у разі настання певних, заздалегідь обумовлених гарантійних випадків. На відміну від поручительства, гарантія не має акцесорного характеру, тобто безпосередньо не пов'язана з умовами договору між кредитором і боржником. Гарантія відрізняється від звичайного договору поруки тим, що оформляється у формі гарантійного листа. У вітчизняній практиці найвідомішими є два види гарантій: державна гарантія та банківська.

Кредит в іноземній валюті. У процесі здійснення фінансово-господарської діяльності підприємства можуть залучати кредити в іноземній валюті. Ці кредити надаються як резидентами, так і нерезидентами. Здебільшого кредити залучаються для виконання зобов'язань за зовнішньоекономічними контрактами, оплати відряджень за кордон тощо. Практика свідчить, що кредити в іноземній валюті є вигіднішими для позичальника, оскільки ставки за ними є набагато нижчими, ніж за кредитами у вітчизняній валюті. Однак слід також враховувати підвищений валютний ризик за такими кредитами.

Кредити в іноземній валюті надаються *вітчизняними комерційними банками* за умови мобілізації ними валютних ресурсів на відповідний строк. У нинішній час таку можливість мають усі юридичні та фізичні особи, що є суб'єктами підприємницької діяльності. На практиці зустрічається також форма одержання кредиту в іноземній валюті на основі **договору валютного фіксингу**, згідно з яким кредит надається банком в українських гривнях, однак з прив'язкою до курсу долара чи євро. Погашення кредиту здійснюється також у гривнях у перерахунку за курсом відповідної іноземної валюти.

6.3 Облігації підприємств

Облігації підприємства розглядаються як класичний інструмент залучення суб'єктами господарювання позичкового капіталу на довгостроковий період. Випуск облігацій, як правило, розрахований не на якихось конкретних 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 з виплатою доходу, порядок визначення якого передбачається умовами випуску.

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

До облігацій, запропонованих для відкритого продажу з наступним вільним обігом (крім безпроцентних облігацій), повинні додаватися *купонні листи на виплату процентів*. Купонний лист повинен містити такі основні дані: порядковий номер купона; номер облігації, по якій виплачуються проценти; найменування емітента і рік виплати процентів.

Облігації всіх видів оплачуються в гривнях, а у випадках, передбачених умовами їх випуску, - в іноземній валюті. Незалежно від виду валюти, якою проведено оплату облігацій, її вартість виражається у гривнях. Кошти від розміщення облігацій підприємств направляються на цілі, визначені при їх випуску (як правило, це реалізація довгострокових інвестиційних проектів).

До основних переваг фінансування на основі емісії облігацій можна віднести такі:

- ◆ 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.

Серед найсуттєвіших недоліків цього інструменту фінансування найчастіше наводяться такі:

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

У разі невиконання чи несвоєчасного виконання емітентом зобов'язання щодо виплати доходів по процентних облігаціях чи погашення зазначеної в облігації суми у визначений строк стягнення відповідних сум провадиться примусово судом або господарським судом.

На відміну від акцій, курс емісії облігацій (за винятком конвертованих облігацій) може збігатися з номіналом, бути вищим чи нижчим за нього. Якщо курс емісії перевищує номінал, то підприємство-емітент отримує дохід у вигляді ажіо (премію), аналогічно до емісійного доходу за корпоративними правами. Курс погашення може збігатися з номіналом або перевищувати його. Дохід по облігаціях усіх видів виплачується відповідно до умов їх випуску.

Отже, облігацію слід трактувати як боргове зобов'язання позичальника перед кредитором, за яким передбачаються:

- а) періодичні платежі (процентні облігації);
- б) початковий продаж за зниженою ціною та виплата номіналу при настанні строку її погашення (облігації з нульовим купоном);
- в) комбіновані облігації (продаються з дисконтом чи премією з нарахуванням процентів).

Окрім вказаних видів облігацій, підприємства можуть емітувати конвертовані облігації, які можна обміняти на прості акції чи облігації з варантом на право придбання акцій. Акціонерні товариства випускають облігації на суму не більше 25 % від розміру статутного капіталу і лише після повної оплати всіх випущених акцій.

Емісія облігацій. Умови випуску і розміщення облігацій підприємств визначаються законодавчими та нормативними актами, а також статутом емітента. Розміщення облігацій на ринку може здійснюватися або безпосередньо емітентом, або з допомогою фінансового посередника. Витрати, пов'язані із залученням

коштів на основі емісії облігацій складаються з одноразових накладних витрат і поточних (чи остаточних) виплат доходів за облігаціями.

Враховуючи достатньо високий рівень накладних затрат, пов'язаних з емісією облігацій, вважається що вона є доцільною лише за значного обсягу залучення коштів. У західноєвропейських країнах рекомендується вдаватися до цього інструмента залучення коштів, починаючи з обсягу емісії у 3 млн євро.

Порядок емісії облігацій наведено на рис. 6.2. Рішення про випуск облігацій підприємств приймається емітентом та оформляється протоколом зборів власників чи іншим уповноваженим на те органом.

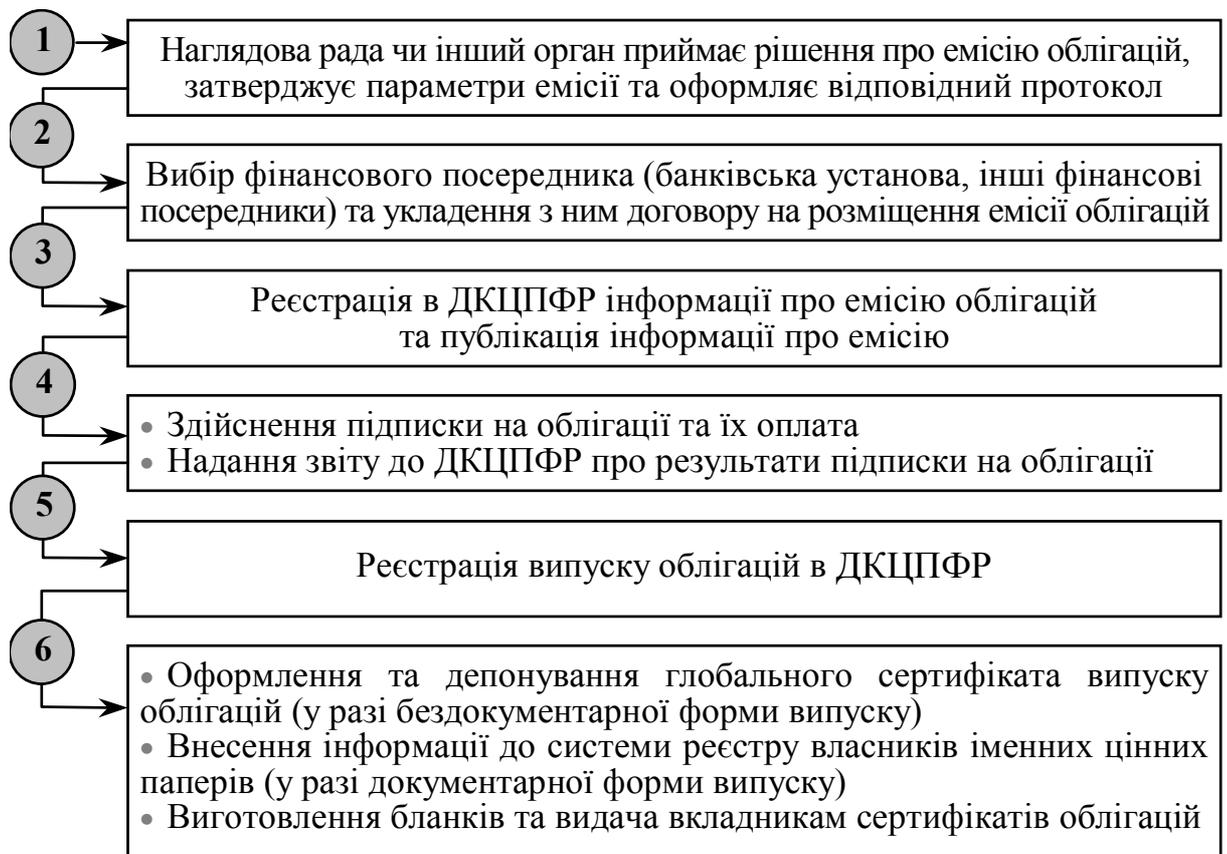


Рисунок 6.2 - Порядок випуску облігацій підприємства

На міжнародних ринках капіталів ціни на облігації здебільшого формуються за принципом дисконтування майбутнього Cash-flow, тобто майбутні грошові потоки від облігацій (проценти та основна сума) шляхом дисконтування приводяться до теперішньої вартості, на основі чого приймаються рішення про доцільність вкладення коштів у даний вид боргових цінних паперів. Як і за інших форм залучення позичкового капіталу, під час емісії облігацій може бути передбачено кредитне забезпечення.

Погашення облігацій підприємств. Порядок обслуговування та погашення облігацій усіх видів визначається при їх випуску. Погашення облігації - це виплата номінальної вартості облігації та доходу по них у терміни, передбачені умовами емісії облігацій. Погашення може здійснюватися шляхом фіксованих виплат або на основі застосування методу ануїтетів.

Важливою ділянкою роботи фінансового менеджера є визначення порядку погашення облігацій та встановлення процентів по них. За процентними облігаціями ставка процента відображається в купоні до облігації.

Зважаючи на те, що проценти за облігаціями є фіксованими, у разі суттєвої зміни процентних ставок на ринку приведення у відповідність дохідності за облігаціями і ринкової дохідності може здійснюватися на основі конверсії старих облігацій в облігації нового випуску.

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

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

Інвестор, розраховуючи ефективну ставку процента, не бере до уваги здійснені емітентом одноразові накладні витрати. Якщо погашення облігації проводиться в кінці періоду, то інвесторам доцільно використати такий алгоритм розрахунку ефективної ставки процента (Re):

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

де d - дисконт, виражений у процентах ($K_n - K_e$);

i - фіксована процентна ставка;

K_e - курс емісії, у процентах;

K_n - курс погашення облігацій, у процентах.

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

$$t = \frac{n+1}{2}.$$

Розрахунок ефективної ставки процента має значення насамперед для інвесторів, при оцінці ефективності їх вкладень та визначення амортизованої собівартості фінансових інвестицій, яка відображається у звітності.

Після погашення облігацій емітент зобов'язаний не пізніше ніж через 7 днів надати до реєструвального органу звіт про наслідки погашення облігацій, підписаний емітентом або особою, яка за дорученням емітента здійснювала погашення облігацій та виплату доходу по них (якщо емітент користується його послугами), а також аудитором (аудиторською організацією) і засвідчений їх печатками.

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

Облігації з нульовим купоном (Zerobond). Починаючи з 1981 р. на міжнародних ринках капіталів достатнього поширення набули облігації з нульовим купоном (*Zerobond*). До основних характеристик цих облігацій слід віднести:

- 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 протягом усього терміну запозичення. Саме тому, випускаючи облігації, фінансові служби повинні 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 з нульовим купоном повинна бути вищою, ніж тих, які випускають процентні облігації, оскільки інвестори підлягають більшому ризику.*

Вкладаючи кошти в ці облігації, інвестор отримує доходи не у вигляді процентів, а в результаті приросту його капіталу. Недоліком цього виду облігацій для емітента є те, що він бере на себе ризик зміни процентних ставок.

У практиці фінансової діяльності підприємств можна зустріти кілька різновидів облігацій з нульовим купоном, зокрема:

Зростаючі облигації, або «накопичувачі процентів». Розміщення цих облигацій здійснюється за номінальною вартістю (100 %), а погашення - за курсом, який включає номінальну вартість і нараховані складні проценти.

Облигації з дисконтом, або «справжні облигації з нульовим купоном». Умовами випуску цих облигацій передбачається їх розміщення за ціною, нижчою за номінал, а погашення - за курсом 100 %, тобто за номіналом. *Дисконт (за операціями з борговими цінними паперами) - різниця між номінальною вартістю облигації та курсом її емісії, якщо курс емісії нижчий за номінальну вартість.* Різницю між курсом емісії, якщо він є меншим за номінал, і номінальною вартістю облигацій також позначають як дизажію.

До основних параметрів, з якими слід визначитися фінансовим службам підприємства під час прийняття рішення щодо емісії облигацій з нульовим купоном, слід віднести такі:

- сукупна номінальна вартість емісії;
- номінальна вартість однієї облигації та загальна кількість облигацій;
- форма випуску;
- сума випуску за курсом емісії;
- період розміщення та дата погашення облигацій.

Для визначення суми погашення облигацій, яка дорівнюватиме їх номінальній вартості, скористаємося алгоритмом розрахунку майбутньої вартості вкладу при його нарощуванні методом складного процента:

$$H = E \cdot (1 + r)^n, \quad (6.2)$$

де H - номінальна вартість облигацій, яку потрібно сплатити при їх погашенні (у грн);

E - загальна сума емісії (у грн) за встановленим курсом розміщення;

r - коефіцієнт, який характеризує процентну ставку ($r = i / 100 \%$);

n - період обігу облигацій (в нашому прикладі відповідає кількості інтервалів, за які нараховуються проценти).

Якщо заданими є номінальна вартість облигацій, ціна їх розміщення та період обігу, то ставку річної дохідності (R) за облигаціями зі складними процентами можна розрахувати за такою формулою:

$$R = \sqrt[n]{H/E} - 1$$

Ефективна ставка процента (Re) за облигаціями з нульовим купоном для інвестора розраховується, виходячи з різниці між ціною придбання цінних паперів

та ціною їх погашення (характеризує дохід капіталодавця) і капіталу, використаного на придбання облігацій.

Відповідно до вимог податкового законодавства, збитки від розміщення дисконтних цінних паперів (дизажію), емітованих платником податку, відносяться до складу його валових витрат у податковий період, протягом якого відбулося погашення (викуп) таких цінних паперів. Згідно з вимогами фінансового обліку суми дисконту та нараховані проценти списуються на фінансові витрати підприємства-емітента.

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. 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 стосовно згаданих облігацій існуючі на ринку тенденції.

Конвертовані облігації. Одним із способів залучення коштів та збільшення статутного капіталу підприємства є емісія цінних паперів, які згодом можна конвертувати в акції. Конвертовані облігації належать до таких цінних паперів. **Конвертовані облігації** - це іменні облігації, умовами випуску яких передбачена можливість їх обміну на звичайні акції підприємства. У разі конверсії відбувається трансформація позичкового капіталу у власний. Капіталодавці зі статусу кредиторів переходять у статус власників.

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

- переважні права на придбання облігацій;
- пропорції обміну (коефіцієнт конверсії);
- строки конверсії;
- необхідність, порядок і розмір доплат;
- зауваження щодо захисту прав держателів облігацій.

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. Якщо ж акціонер бажає придбати більше облігацій або ж взагалі не хоче скористатися своїми переважними правами, то діє порядок, аналогічний тому, який описувався нами при характеристиці переважних прав на придбання нових акцій.

Поряд із захистом прав акціонерів умовами емісії конвертованих облігацій повинні бути також передбачені механізми захисту прав держателів облігацій. З метою недопущення знецінення права на конверсію внаслідок позапланових емісій акцій за низьким курсом, збільшення статутного капіталу за рахунок реінвестицій чи надмірних виплат дивідендів протягом строку обігу конвертованих облігацій, умовами емісії останніх можуть передбачатися певні захисні застереження.

Оскільки конверсія може проводитися через кілька років після емісії облігацій, за цей період прибутковість емітента і ринковий курс акцій можуть значно змінитися. З метою приведення у відповідність реальної ціни акцій з вартістю конверсії, стимулювання до ранньої чи пізньої конверсії, умовами випуску можуть передбачатися доплати, які здійснюються при обміні.

Випуск конвертованих облігацій економічно виправданий у таких випадках:

- коли 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.

За таких обставин проблематичним є як випуск акцій, так і емісія звичайних облігацій. Конвертовані облігації мають перевагу в тому, що проценти по них є нижчими, ніж середня процентна ставка на кредитному ринку. У такому разі інвестори дають згоду на одержання нижчого процента, властивого цим облігаціям, заради можливості обміняти їх на звичайні акції в майбутньому.

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

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.

У науково-практичній літературі з питань фінансування конвертовані облігації характеризуються як особливо придатний санаційний інструмент. Вони є однією з форм кредитування санації власниками та кредиторами підприємства. Конверсійні облігації дають можливість заінтересувати інвестора в наданні

фінансових ресурсів, якщо він не ризикує придбати звичайні акції. Вкладаючи кошти в конверсійні облигації, інвестор досягає подвійної мети: з одного боку, відносної безпеки вкладень (у разі банкрутства підприємства претензії власників облигацій задовольнятимуться в одній черзі з іншими кредиторами); з іншого боку, можливості збільшення капіталу, які дають звичайні акції.

***Варанти** - різновид опціона на купівлю (опціон call), який випускається емітентом разом із власними привілейованими акціями чи облигаціями та надає його власникові право на придбання простих акцій чи облигацій даного емітента протягом певного періоду на заздалегідь узгоджених умовах. Варанти, як правило, емітуються в пакеті з облигаціями.*

Згідно з вітчизняними нормативними актами, *варанти можуть випускатися лише відкритими акціонерними товариствами і тільки в документарній формі.* Термін дії варанту не повинен перевищувати 1 рік, а обсяг базового активу емітента варантів - 50 % обсягу акцій даного емітента, випуск (випуски) яких було зареєстровано. Варанти можуть купуватися та продаватися на ринку окремо від цінних паперів (облигацій), з якими вони були емітовані.

Забезпеченість виконання варантів може гарантуватися:

- а) новою емісією акцій, які є базовим активом щодо даних варантів;
- б) укладанням договору (договорів) комісії з власником (власниками) базового активу в кількості, передбаченій умовами випуску варантів з розміщенням цього базового активу у зберігача;
- в) викупом в акціонерів належних їм акцій та утриманням їх до закінчення терміну дії варантів.

Умовами випуску варантів не передбачається обмін цінних паперів, з якими вони випускаються на базовий актив. Тобто після реалізації опціонного права облигації залишаються в обігу і засвідчують зобов'язання емітента щодо їх погашення. У практиці фінансової діяльності найвідомішими є дві форми варантів:

- 1) з правом придбання облигацій;
- 2) які випускаються разом з облигаціями і дають право їх власникам придбати прості акції емітента.

Отже, базовим активом, тобто предметом виконання зобов'язань за варантом, можуть бути облигації або акції. Підкреслимо, що не дозволяється випуск варантів для покриття збитків від господарської діяльності емітента із зарахуванням надходжень від продажу варантів як результату поточної господарської діяльності.

6.4 Комерційні кредити

Одним з джерел формування позичкового капіталу підприємства є комерційні кредити. *Комерційний кредит* - це форма кредиту, яка характеризує відносини позички між двома суб'єктами господарської діяльності, що виникають у результаті одержаних авансів у рахунок наступних поставок продукції (робіт, послуг) чи одержання товарів з відстрочкою платежів. Ці кредити принципово відрізняються від банківських, оскільки кредитором виступають комерційні партнери підприємства. До основних різновидів комерційних кредитів належать:

- товарні кредити;
- одержані аванси.

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.

Відносини товарного кредиту регулюються договором купівлі-продажу, в якому передбачена поставка товарів з 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. Зрозуміло, що за інших рівних умов клієнти закуповуватимуть товари у тих постачальників, які пропонують вигідніші умови розрахунків, зокрема надають товарні кредити чи знижки. Відповідні відстрочки платежів надаються, як правило, постійним клієнтам. Якщо відносини товарного кредитування є стабільними, то такого роду короткострокові кредити набувають довгострокового характеру.

Важливим питанням, пов'язаним з комерційним кредитуванням, є вартість кредиту. Ця вартість залежить від таких основних чинників:

- рівня знижки до базової ціни (сконто) товару у разі здійснення дострокових розрахунків;
- періоду, протягом якого надаються знижки;
- періоду відстрочення платежів.

У разі, якщо постачальник відвантажує продукцію з відстрочкою платежу,

не передбачаючи при цьому жодних знижок за дострокову оплату, то вартість залучення такого товарного кредиту для позичальника дорівнюватиме нулю. Якщо ж умовами контракту передбачена залежність ціни товару від строків розрахунків, тобто встановлені певні знижки до базової ціни у разі здійснення дострокових платежів, то втрачений дохід покупця (відповідно сплата завищеної ціни за товар) в результаті отримання товарного кредиту можна трактувати як плату за користування позичковим капіталом.

Ефективна ставка процента для позичальника (Re) за товарним кредитом може розраховуватися за такою формулою:

$$Re = \frac{SK}{z - h} \cdot 360, \quad (6.3)$$

де SK - величина знижки (%);

h - період дії знижки (днів);

z - тривалість відстрочки платежу (днів).

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, на думку багатьох фінансистів, дає можливість точнішого визначення вартості залучення товарного кредиту:

$$Re = \frac{SK}{1 - 0,01SK} \cdot \frac{360}{z - h}. \quad (6.4)$$

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.

Порівнюючи ефективність використання банківського і товарного кредитів, слід проаналізувати всі переваги та недоліки залучення останнього.

До основних переваг товарного кредиту належать:

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

Слід враховувати також *типові недоліки залучення товарних кредитів*:

- процентна ставка, як правило, перевищує вартість банківського кредиту;
- небезпека високої залежності від постачальників;
- застереження щодо заборони надавати в заставу майно під інші кредити, що є типовим видом забезпечення товарних кредитів, звужує кредитні рамки позичальника;
- знижується контроль за ефективністю використання позичкового капіталу.

У вітчизняній практиці господарювання досить поширеним є покриття фінансового дефіциту шляхом порушення строків виконання платіжних зобов'язань, тобто використання як джерела поповнення обігових коштів прострочених товарних кредитів. Така політика є надзвичайно ризиковою. Вона може призвести до накладення на підприємство штрафів у ході доарбітражного чи арбітражного врегулювання господарських спорів. Це, в свою чергу, впливає на імідж суб'єкта господарювання як надійного партнера і врешті-решт призводить до його фінансової кризи.

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.

Оцінка вартості залучення *короткострокових авансів* здійснюється за тією ж методологією, що і товарних кредитів. Одним з чинників виникнення поточної заборгованості за авансами одержаними є уникнення ризику неплатежів за поставлені товари. *Довгострокові аванси* як джерело формування позичкового капіталу використовуються при виконанні крупних замовлень, зокрема в будівництві, суднобудуванні, великому верстатобудуванні та в деяких інших галузях. Аванси від замовників відіграють такі функції:

- фінансування та підтримання ліквідності позичальника;
- перевірки платоспроможності замовника;
- гарантії, що замовник викупить замовлення у разі його готовності.

З 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 цього виду позичкового капіталу.

За одним з методів вартість капіталу визначається як різниця між ціною виконання замовлення за відсутності авансових платежів та ціною цього ж замовлення із здійсненням таких платежів.

За іншим методом ставка процента за користування авансом визначається на основі інструментарію розрахунку вартості грошей у часі з використанням як ставки дисконтування (чи нарощування) середньої процентної ставки на кредитному ринку.

Учасники кредитних відносин при комерційному кредиті можуть регулювати свої господарські відносини та створювати платіжні засоби у вигляді *векселів - зобов'язань боржника сплатити кредитору 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. Погашення комерційного кредиту, оформленого з допомогою векселя, може здійснюватися шляхом:

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

До основних операцій з 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 отримані товари (роботи, послуги) не нараховується ПДВ.

6.5 Факторинг

Досить часто підприємства вдаються до використання так званих субститутів кредиту. Одним з таких субститутів є факторинг, який можна трактувати як спосіб короткострокового фінансування діяльності підприємства. За визначенням, **факторинг** - це продаж дебіторської заборгованості на користь фінансового посередника (факторингової компанії чи банку). Зміст операції факторингу зводиться до переуступки першим кредитором прав вимоги боргу третьої особи другому кредитору (фактору) з попередньою або наступною компенсацією вартості такого боргу першому кредитору. На основі договору про проведення розрахункових операцій через факторинг банк, наприклад, може придбати у підприємства-продавця право вимоги за поставлені товари та надані послуги, строки сплати за які минули (прострочена дебіторська заборгованість) або по поточних розрахунках.

До найважливіших функцій факторингу належать:

- функція фінансування та кредитування: підприємства уступають право на одержання грошових засобів згідно з платіжними документами на поставлену продукцію в обмін на негайне одержання основної суми дебіторської заборгованості (за вирахуванням комісійної винагороди факторинговій фірмі);
- функція покриття ризику (*Delkredere*): ризик неповернення кредиторської заборгованості переходить до фактора;
- функція управління дебіторською заборгованістю: вся робота зі стягнення заборгованості переходить до компетенції фактора.

Розмір винагороди по факторингових операціях залежить від ризиковості операції, діючої процентної ставки та строків настання платежу. Перед укладанням угоди фактор перевіряє кредитоспроможність боржника. За відсутності прямих фінансових відносин між боржником та фактором оцінка кредитоспроможності здійснюється з використання непрямої інформації, а також інформації, наданої кредитними інститутами, які обслуговують боржника.

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

Питання для самоконтролю

1. Класифікація позичкового капіталу.
2. Фінансовий кредит – це ...
3. Які існують документи для отримання кредиту?
4. Кредитоспроможність підприємства – це...
5. Що може бути предметом іпотеки?
6. До основних характеристик облігацій з нульовим купоном належать...
7. Які існують кількісні критерії кредитоспроможності?
8. Які реквізити повинні мати облігації підприємств?
9. Як здійснюється розміщення облігацій на ринку?
10. Особливості нарахування доходу за облігаціями з нульовим купоном.
11. Види випуску варантів.
12. Дайте визначення факторингу.

Перелік використаної літератури

1. Господарський кодекс України: Науково-практичний коментар / О.І. Харитонова, Є.О. Харитонов, В.М. Косак та ін.; За ред. О.І. Харитонової. – Х.: Одіссей, 2006.- 832 с.
2. Закон України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні».
3. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку №1 «Фінансова звітність».
4. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку №5 «Звіт про власний капітал».
5. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку №11 «Зобов'язання».
6. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку №12 «Фінансові інвестиції».
7. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку №13 «Фінансові інструменти».
8. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку №19 «Об'єднання підприємств».
9. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку №20 «Консолідована фінансова звітність».
10. Фінансова діяльність підприємства: Підручник / Бандурка О.М., Коробов М. Я., Орлов П.І., Петрова К.Я. - 2-ге вид., перероб і доп. – К.: Либідь, 2002.- 384 с.
11. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посібник – К.: КНЕУ, 2003-554с.
12. Аранчій В.І., Чумак В.Д., Смолянська О.Ю., Черненко Л.В. Фінансова діяльність підприємств: Навчальний посібник.- К.:ВД «Професіонал», 2004.- 240 с.
13. Фінанси підприємств: Підручник/ За ред. А.М. Поддєрьогіна 3-тє вид.- К: КНЕУ, 2006р.- 552 с.
14. Мартюшева Л.С., Меренкова Л.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Конспект лекцій.- Х.: ВД «ІНЖЕК», 2006.- 184 с.
15. Воловець Я.В. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. Посібник. – К.: Алерта, 2006. – 199 с.
16. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. - метод. Посіб. Для самост. вивч. дисц./ О.О. Терещенко. Я.І. Невмержицький, А.П. куліш та ін.; За заг. Ред.. О.О. Терещенка. – К.: КНЕУ, 2006 -312 с.
17. Філіна Г.І. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання. 2-ге вид., перероб. та допов. Навч. пос. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 320.

Зміст

Вступ	3
Тема 1 Основи фінансової діяльності суб'єктів підприємництва	4
Тема 2 Особливості фінансової діяльності суб'єктів підприємництва різних організаційно-правових форм	18
Тема 3 Формування власного капіталу підприємств	39
Тема 4 Внутрішні джерела фінансування підприємств	60
Тема 5 Дивідендна політика підприємств	77
Тема 6 Фінансування підприємств за рахунок позичкового капіталу	94
Перелік використаної літератури	127

Навчальне видання

Конспект лекцій з дисципліни «Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва» (частина 1) освітньо-професійної програми першого (бакалаврського) рівня вищої освіти за напрямом підготовки 6.030508 Фінанси і кредит / Укладач Ткаченко І.П. – Кам'янське: ДДТУ, 2017. - 129 с.

В основу конспекту лекцій покладено навчальний посібник «Фінансова діяльність суб'єктів господарювання» та навчально - методичний посібник для самостійного вивчення дисципліни О.О. Терещенка.

Укладач: Ткаченко І.П., к.е.н, доцент

Підписано до друку 15.06.2017 р. Формат А4.

Обсяг 5,5 др. арк. Тираж 30 прим. Замовлення № _____

51918 м. Кам'янське, вул. Дніпробудівська, 2.