

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Запорізький національний технічний університет

КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ
з дисципліни
“ФІНАНСОВИЙ АНАЛІЗ”
для студентів спеціальності
6.030508 «ФІНАНСИ І КРЕДИТ»,
з подальшою можливістю навчання
за спеціалізацією 7.03050801 «Фінанси і кредит»
всіх форм навчання

ЧАСТИНА 2

2014

Конспект лекцій з дисципліни «ФІНАНСОВИЙ АНАЛІЗ» для студентів спеціальності 6.030508 «Фінанси і кредит» з подальшою можливістю навчання за спеціалізацією 7.03050801 «Фінанси і кредит» всіх форм навчання частина 2/ Укладач к.е.н. доц. О.Ф. Андросова, ст. викладач, О.В. Шестопалова, Запоріжжя: ЗНТУ, 2014.- 98 с.

Укладачі: к.е.н. доц. О.Ф. Андросова, ст. викладач, О.В. Шестопалова

Рецензент: к.е.н., доц. І.І. Куриленко кафедри «Маркетингу»

Відповідальний за випуск: к.е.н. проф. Ж.К. Нестеренко

Затверджено
на засіданні кафедри «Фінанси і
кредит»
Протокол № 10 від 20.06.2014 р.

ЗМІСТ

ВСТУП	5
РОЗДІЛ 1 АНАЛІЗ КРЕДИТОСПРОМОЖНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА	7
1.1. Сутність, значення і принципи кредитування.....	7
1.2. Аналіз кредитоспроможності позичальника.....	8
1.2.1. Оцінка кредитоспроможності підприємств на основі фінансових коефіцієнтів.....	10
1.2.2. Оцінка кредитоспроможності на основі аналізу грошових потоків.....	12
1.2.3. Оцінка кредитоспроможності підприємств на основі аналізу ділового ризику.....	13
1.2.4. Визначення класу кредитоспроможності підприємства.....	17
РОЗДІЛ 2 АНАЛІЗ ДІЛОВОЇ АКТИВНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА	17
2.1. Теоретичні аспекти оцінки ділової активності суб'єктів господарювання.....	17
2.2. Основні напрями оцінки ділової активності підприємства.....	18
2.3. Методика здійснення аналізу ділової активності підприємства.....	20
2.3.1. Аналіз виробництва та реалізації продукції.....	20
2.3.2. Аналіз собівартості продукції.....	22
2.3.3. Аналіз ефективності використання ресурсів підприємства.....	24
РОЗДІЛ 3 АНАЛІЗ ФІНАНСОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА	27
3.1. Завдання і джерела інформації аналізу фінансових результатів.....	27
3.2. Вертикальний і горизонтальний аналіз фінансових результатів підприємства.....	28
3.3. Система директ-кост як теоретична база аналізу витрат та оптимізації прибутку.....	30
3.4. Факторний аналіз прибутку від реалізації продукції.....	33
3.5. Аналіз розподілу і використання чистого прибутку.....	34
3.6. Аналіз показників рентабельності.....	35
3.7. Факторний аналіз показників рентабельності.....	37
3.8. Аналіз резервів зростання прибутку.....	38
РОЗДІЛ 4 АНАЛІЗ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА	43
4.1. Економічна сутність інвестицій та інвестиційної діяльності.....	43

4.2. Методологія оцінки реальних інвестицій.....	47
4.2.1. Оцінка показників ефективності проекту.....	48
4.2.2. Аналіз невизначеності і ризику інвестиційних проектів.....	50
4.3. Методологія оцінки фінансових інвестицій.....	53
4.3.1. Оцінка вартості фінансових активів.....	54
4.3.2. Оцінка дохідності фінансових активів.....	62
РОЗДІЛ 5 КОМПЛЕКСНИЙ ФІНАНСОВИЙ АНАЛІЗ.....	66
5.1. Поняття комплексного фінансового аналізу.....	66
5.1.1. Мета організації та проведення комплексного фінансового аналізу.....	67
5.1.2. Об'єкт і суб'єкти комплексного фінансового аналізу.....	69
5.1.3. Завдання комплексного фінансового аналізу.....	71
5.1.4. Інформаційна база комплексного фінансового аналізу.....	73
5.2. Методологія організації комплексного фінансового аналізу.....	73
5.2.1. Базова структура моделі комплексного фінансового аналізу.....	76
5.2.2. Ранжування фінансових показників і коефіцієнтів.....	79
5.2.3. Розрахунок інтегрованого показника.....	81
5.2.4. Порівняння розрахункових показників з еталонними величинами.....	83
5.3. Часткові моделі комплексного фінансового аналізу.....	84
5.3.1. Оцінка вартості підприємства та ринкові показники КФА.....	84
5.3.2. Комерційна надійність підприємства та оцінка ймовірного його банкрутства.....	87
ЛІТЕРАТУРА.....	98

1.1.

ВСТУП

На сучасному етапі економічного розвитку, в умовах трансформації національної економіки, тобто відмова суспільства від системи планової економіки і переходу до ринкової докорінно змінили умови функціонування підприємств. Вони стали реально управляти своєю господарською діяльністю за повної самостійності, одночасно забезпечуючи виживання та стабільність. Засадою виживання та основою стабільного стану є фінансова стійкість. Вона відображає такий стан фінансових ресурсів, при якому підприємство вільно маневруючи грошовими коштами, спроможне шляхом ефективного їх використання забезпечити безперервний процес виробництва і реалізації продукції, а також витрати на його розвиток. Це потребує вибору такої моделі управління, яка б відповідала меті підвищення ефективності діяльності й водночас давала б змогу зберегти його стабільність та фінансову незалежність в умовах конкуренції.

Отже, становлення ринкових відносин потребує від фахівців певних знань з методики та методології фінансового аналізу з урахуванням особливостей вітчизняної економіки, світового досвіду, що обумовлює необхідність підготовки відповідних навчальних посібників.

В останні роки з'явилося багато публікацій з фінансового аналізу. Вітчизняні фахівці активно вивчають зарубіжний досвід фінансового аналізу і управління підприємствами різних організаційно-правових форм та форм власності, банками, страховими компаніями. Разом з тим наявність значної кількості видань з фінансового аналізу не зменшують потреби в літературі, де була б послідовно викладена комплексна, цілісна система процедур фінансового аналізу з урахуванням особливостей підготовки фахівців різного напрямку.

Метою курсу «Фінансовий аналіз» є опанування його теоретичних основ та набуття практичних навичок аналітичної роботи. Вивчаючи предмет, слід прагнути глибоко зрозуміти суть економічних явищ і процесів, їхні взаємозв'язки і взаємозалежності, вміти їх систематизувати і моделювати, визначати вплив чинників, оцінювати результати діяльності, виявляти резерви підвищення

ефективності діяльності підприємства та розробляти заходи щодо їх реалізації.

Дисципліна «Фінансовий аналіз» перебуває у тісному взаємозв'язку і взаємодії з іншими дисциплінами, такими як економічний аналіз господарської діяльності, економічна статистика, інвестиційний і фінансовий менеджмент, фінанси підприємств, фінансові ризики тощо.

РОЗДІЛ 1 АНАЛІЗ КРЕДИТОСПРОМОЖНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

1.1. Сутність, значення і принципи кредитування

Перебуваючи у центрі сучасного грошово-фінансового господарства, обслуговуючи інтереси господарських суб'єктів, кредит опосередковує зв'язки між державою, банком, підприємствами та населенням. Кредитні відносини мають сприяти подоланню економічної кризи в Україні й забезпечити прогресивний розвиток вітчизняного товарного виробництва.

Закономірності кругообороту виробничих фондів обумовлюють постійні зміни потреби підприємства в грошових коштах, а відносна самостійність індивідуальних кругооборотів призводить до різночасовості цих потреб: у той час як одні виробничі ланки зазнають підвищену потребу в коштах, у інших виникають тимчасово вільні кошти.

У результаті цього процесу виникає об'єктивна економічна і *суперечність між потребами підприємства в грошових коштах та їх наявністю*. Вона може мати дві форми прояву та виступати як суперечність між наявністю коштів і тимчасовою відсутністю потреби в них та між тимчасовою потребою в додаткових грошових коштах і їх відсутністю.

Перша суперечність виникає в результаті прагнення підприємства підвищувати ефективність своєї діяльності. Ця суперечність ни рішується за допомогою кредиту, який надається на умовах повернення й платності, завдяки чому кредитор має можливість отримати додатковий дохід у формі позикового відсотка та підвищити результативність своєї діяльності.

Суть суперечності між потребами в додаткових грошових коштах та їх відсутністю полягає в необхідності забезпечення безперервного процесу відтворення, розширення виробничого процесу. Природним джерелом покриття такої потреби виступають тимчасово вільні кошти інших підприємств, держави, населення, які можуть надаватися лише у формі кредиту або позики. Отже, виникнення кредитних відносин є об'єктивною необхідністю.

Метою кредитора є одержання прибутку (відсотків), а метою позичальника — задоволення потреби у додаткових грошовій,

ресурсах. Кредитори надають, а позичальники одержують вартість (капітал) у позику, яка може бути представлена в грошовій або товарній формі.

До кредиторів відносять не тільки банки та спеціальні кредитні установи, які організовують та обслуговують рух позиковою капіталу, забезпечують його залучення, акумуляцію та перерозподіл.

Процес надання кредиту, який включає сукупність механізмів реалізації кредитних відносин, називають *кредитуванням*. Юридичною основою системи кредитування є кредитний договір. Усі питання щодо кредитування вирішуються безпосередньо між двома сторонами: кредитором і позичальником.

Основним принципом кредитування, який забезпечує своєчасне повернення позикових коштів, є *принцип строковості*. Цей принцип передбачає економічно обгрунтоване встановлення як ороків користування кредитів, так і строків його погашення.

Ще одним принципом кредитування є *принцип цілеспрямованості*. Цей принцип по суті потребує визначення меж використання кредиту.

Якщо названі два принципи забезпечують дію такого закону кредиту, як повернення коштів, то в основу принципу забезпеченості кредиту покладено закон збереження кредитних коштів. Останній передбачає повне та своєчасне погашення залучених коштів, для чого кредитори використовують різні форми забезпечення цього повернення.

Кредит вважається забезпеченим, якщо він відповідає всій сукупності потреб в оборотних коштах, на які він виданий (під усі понаднормативні запаси будь-яких цінностей, хоч остання має певне значення і тепер), відповідає обсягу діяльності підприємства. Однак надані кредити передбачають не тільки матеріальне забезпечення. Головною умовою шбезпечення повернення кредиту є фінансовий стан позичальника, його кредитоспроможність. Саме тому оцінці кредіе спроможності підприємства кредиторами приділяється особлива увага.

1.2. Аналіз кредитоспроможності позичальника

Аналіз кредитоспроможності позичальника здійснюють не тільки комерційні банки, які стикаються з необхідністю прийняття рішень про можливості та умови надання кредиту потенційному позичальнику, а й будь-які підприємства при встановленні умов

розрахункових операцій зі своїми покупцями, коли вивчається можливість реалізації продукції з відстрочкою платежу. До факторів, що залежать від клієнта, належать характер кредитної угоди та кредитоспроможність.

Характер кредитної угоди диктується репутацією позичальника та його потребами в обсязі кредиту, його строках, засобах забезпечення повернення.

Кредитоспроможність — це спроможність клієнта в повному обсязі та у визначений кредитною угодою строк розраховуватися за своїми борговими зобов'язаннями. Кредитоспроможність пов'язана із платоспроможністю.

Платоспроможність характеризується своєчасністю погашення всіх видів боргів, у тому числі кредитів та позик, і тому є більш широким поняттям, ніж кредитоспроможність.

Кредитоспроможність позичальника характеризується:

- репутацією позичальника, яка відрізняється своєчасністю розрахунків за раніше отриманими кредитами, якістю наданих звітів, відповідальністю та компетенцією керівництва;
- поточним фінансовим станом і спроможністю виробляти конкурентоспроможну продукцію;
- дохідністю підприємства, яка обумовлює його можливість сплачувати відсотки за кредит при здійсненні нормальної фінансової діяльності;
- сумою кредиту, яка оцінюється виходячи з проведення позичальником заходів, спрямованих на визначення ліквідності балансу, співвідношення між власними й позиковими коштами;
- погашенням кредиту, вивчення якого здійснюється шляхом аналізу повернення кредиту за рахунок реалізації матеріальних цінностей, надання гарантій, використання заставного права;
- забезпеченістю кредиту з погляду визначення прав кредитора брати в заставу під видану позичку активи підприємства, включаючи цінні папери.

Метою аналізу кредитоспроможності є оцінка результатів фінансової діяльності позичальника, на основі якої кредитор приймає рішення щодо можливості надання кредиту або припинення кредитних відносин з клієнтом.

Основними джерелами інформації для оцінки кредитоспроможності підприємства є баланс та інші форми бухгалтерії звітності на кілька звітних дат.

Однак аналіз балансу дає лише загальне уявлення про кредитоспроможність. Тому для розрахунку якісних показників кредитоспроможності використовують дані оперативного обліку, фінансового планування, відомості, що накопичуються в банках, статистичних органах, дані анкет клієнтів, інформацію постачальників, результати обробки даних обстеження за спеціальними програмами, відомості спеціальних бюро по оцінці кредитоспроможності суб'єктів господарювання.

До способів оцінки кредитоспроможності відносять:

- фінансові коефіцієнти, які дають змогу оцінити фінансовий стан і ефективність роботи підприємства;
- аналіз грошового потоку, за допомогою якого можна визначити тенденції та сезонну потребу підприємства в грошових ресурсах;
- оцінку ділового ризику, яка уможливорює визначення рівня впливу на підприємство ризику, пов'язаного з діловим середовищем.

Оцінку кредитоспроможності позичальника виконують у два етапи. На першому етапі визначають показники, які характеризують фінансовий стан підприємства, а на другому здійснюють оцінку та узагальнення показників і визначають клас надійності позичальника.

1.2.1. Оцінка кредитоспроможності підприємств на основі фінансових коефіцієнтів

У світовій та вітчизняній практиці використовують різні фінансові коефіцієнти для оцінки кредитоспроможності позичальника.

Аналіз фінансово-господарської діяльності позичальника згідно з Положенням Національного банку України передбачає дослідження таких показників: обсягу реалізації продукції; собівартості; прибутків і збитків; рентабельності; платоспроможності; фінансової стійкості; складу та динаміки дебіторсько-кредиторської заборгованості.

У світовій банківській практиці при вирішенні питання про надання кредиту діяльність клієнтів докладно аналізується за

найважливішими напрямками, перші літери назв яких (англійською мовою) становлять абrevіатуру CAMPARI:

- C — character — характеристика клієнта, особисті якості;
- A — ability — спроможність повернення позики;
- M — margin — маржа (дохідність);
- P — purpose — мета, на яку витрачатимуться кошти;
- A — amount — розмір ПОЗИКИ;
- I — insurance — страхування ризику непогашення позики.

Такий методологічний підхід використовують також комерційні банки України при оцінці кредитоспроможності позичальника.

Як правило, система оціночних коефіцієнтів зводиться до таких п'яти груп:

- Коефіцієнти ліквідності.
- Коефіцієнти ефективності або оборотності.
- Коефіцієнти фінансової стійкості (фінансового левериджу).
- Коефіцієнти прибутковості.
- Коефіцієнти обслуговування боргу.

Коефіцієнти ліквідності. При розрахунку коефіцієнтів ліквідності враховують групи активів з розділу II балансу, оскільки саме оборотні активи використовуються підприємством для розрахунків за боргами при поточній діяльності.

З усіх коефіцієнтів ліквідності особливе значення приділяється коефіцієнту покриття. Надання позики банк може припинити при значенні коефіцієнта, яке дорівнює або менше за одиницю.

Ефективність використання активів характеризується показниками оборотності. Найбільш поширеними з них є:

- тривалість одного обороту активів;
- коефіцієнт оборотності активів.

Тривалість обороту активів багато в чому залежить від органічної будови функціонуючого капіталу (основного і оборотного). Чим вище частка капіталу в загальній сумі активів, тим триваліше буде оборотність, і навпаки, при збільшенні оборотних АКТИВІВ прискорюється загальна оборотність капіталу.

Коефіцієнт оборотності активів в основному використовують у факторному аналізі. Чим коротша тривалість одного періоду, тим більше оборотів здійснюють активи за період і тим ефективніше вони використовуються.

Коефіцієнти фінансового левєриджу. Створення і функціонування будь-якого комерційного підприємства спрощено являє собою процес інвестування фінансових ресурсів на тривалій основі з метою отримання прибутку.

Виробничий ризик — це ризик, що більшою мірою обумовлений галузевими особливостями бізнесу, тобто структурою активів, у які підприємство вирішило вкласти свій капітал.

Фінансовий ризик — ризик, обумовлений структурою джерел. У цьому разі йдеться не про те, куди вкладені грошові активи, а про те, з яких джерел отримано кошти і яке співвідношення цих джерел.

Лєверидж трактується як певний фактор, незначні зміни якого можуть призвести до суттєвих змін низки результативних показників.

Відомо два основних показники фінансового лєвериджу:

- співвідношення позикового та власного капіталу;
- відношення темпу зміни частого прибутку до темпу зміни валового прибутку.

Коефіцієнти прибутковості (рентабельності). Ці коефіцієнти застосовуються для загальної характеристики використання всього капіталу і розглядаються як додаткові до названих вище груп показників.

Коефіцієнти обслуговування фінансового боргу (ринкові коефіцієнти) відображують, яка частка прибутку погашається відсотковими та фіксованими платежами.

1.2.2. Оцінна кредитоспроможності на основі аналізу грошових потоків

Аналіз грошового потоку — спосіб оцінки кредитоспроможності підприємства, в основу якого покладено використання факторних показників, що характеризують оборот коштів у клієнта в звітному періоді.

Аналіз грошового потоку полягає в зіставленні відпливу і припливу коштів у позичальника за період, який відповідає строку надання кредиту.

Різниця між надходженням і витрачанням коштів визначає величину чистого грошового потоку.

Приплив (відплив) коштів у зв'язку зі зміною вартості основних засобів = Вартість основних засобів на кінець періоду - Вартість

основних засобів на початок періоду + Результати реалізації основних засобів протягом періоду.

Для аналізу грошового потоку використовують дані як мінімум за три останні роки. Якщо клієнт мав стійкі перевищення надходження коштів над їх витрачанням, то це свідчить про його фінансову стійкість, а отже, кредитоспроможність. Коливання величини чистого грошового потоку, а також короточасне перевищення витрат над надходженням коштів указує на більш низький рейтинг клієнта за рівнем кредитоспроможності.

На основі співвідношення величини чистого грошового потоку і розміру боргових зобов'язань клієнта визначається клас його кредитоспроможності. Нормативні рівні цього співвідношення: I клас — 0,75; II клас — 0,30; III клас — 0,25; IV клас — 0,20; V клас — 0,15. Для прийняття рішення про доцільність і розмір надання кредиту на відносно тривалий строк аналіз грошового потоку здійснюється не тільки на основі факторних даних за минулі періоди, а й на основі прогностичних даних на плановий період. При цьому фактичні дані використовують для розрахунку прогностичних показників. Прогнозна величина окремих елементів притоку і відтоку коштів визначається з урахуванням їх середнього значення за минулі періоди та планових темпів зростання виручки від реалізації.

1.2.3. Оцінка кредитоспроможності на основі аналізу ділового ризику

Діловий ризик — це ризик, пов'язаний з несвоєчасним завершенням кругообороту фондів та неефективним використанням ресурсів (фінансових, матеріальних, трудових).

Стадію постачання можна оцінити за такими показниками:

- кількістю постачальників та їх надійністю;
- потужністю і кількістю складських приміщень;
- відповідністю способу транспортування характеру вантажу;
- доступністю цін на сировину та його транспортування для позичальника;
- кількістю посередників між покупцями і виробником сировини та інших матеріальних цінностей;
- віддаленістю постачальника;
- економічними факторами;

- модою на сировину та інші цінності, що закуповуються;
- чинниками валютного ризику;
- небезпекою впровадження обмежень на вивіз та ввіз імпоротної сировини.

Прямі поставки, велика кількість постачальників, тривалі зв'язки, ритмічність поставки, наявність складських приміщень, близьких до місця виробництва, оцінюються більш високо і отримують при кількісній оцінці більше балів.

Стадію виробництва можна оцінити за такими показниками:

- наявністю і кваліфікацією робочої сили;
- віком і потужністю обладнання;
- завантаженістю обладнання;
- станом виробничих приміщень;
- продуктивністю робітників;
- продуктивністю обладнання.

Зростання частки працівників високої кваліфікації, продуктивності їх праці та обладнання, частки обладнання із строком експлуатації до 10—12 років також оцінюється високо.

Стадію реалізації оцінюють за допомогою таких показників, як:

- кількість покупців та їх платоспроможність;
- диверсифікованість дебіторів;
- ступінь захисту від неплатежів покупців;
- ступінь конкуренції в галузі;
- порядок розрахунків;
- вплив на ціну зовнішніх факторів;
- демографічні фактори;
- фактори валютного ризику;
- можливість впровадження обмежень на вивіз із країни та ввіз

в іншу країну експортної продукції.

В умовах економічної нестабільності аналіз ділового ризику в момент надання кредиту або позики суттєво доповнює оцінку кредитоспроможності підприємства на основі фінансових коефіцієнтів, які розраховують на основі середніх фактичних даних за звітний період.

Перелічені фактори ділового ризику обов'язково беруть до уваги при розробці банком стандартних форм кредитних заявок, а

також техніко-економічного обґрунтування можливості надання кредиту.

Оцінка ділового ризику комерційним банком може проводитися за системою, коли кожний фактор ділового ризику оцінюється в балах.

1.2.4. Визначення класу кредитоспроможності підприємства

Клас кредитоспроможності клієнта визначають на базі основних і допоміжних показників. Основні показники, обрані комерційним банком, мають бути незмінними відносно тривалий час і зафіксовані в документі про його кредитну політику.

На основі проведеного аналізу кількісних (системи показників) і якісних чинників комерційні банки визначають клас надійності позичальника.

Клас А. До цього класу належать позичальники, стосовно яких немає жодних сумнівів щодо своєчасності та повноти погашення позики і відсотків за нею.

Клас Б. До цього класу відносять позичальників, до яких щодо спроможності до своєчасного й повного погашення позик та сплати їм котків за ними на момент класифікації немає претензій, але передбачена реорганізація, диверсифікація виробництва, зміна профілю діяльності, району роботи тощо або зовнішні чинники і загальний стан галузі основної діяльності) не дають можливості відести їх до вищого класу.

Клас В. До цього класу належать позичальники, якість джерел погашення позик (виручка від реалізації) яких більше не влаштовує банк унаслідок появи періодичної затримки погашення позики та відсотків за нею.

Клас Г. До цього класу відносять позичальників, які не можуть повернути повної суми позики в строк та на умовах, передбачених кредитним договором (відсутність повного забезпечення позики заставою, негативні фінансові результати тощо).

Клас Д. До цього класу належать позичальники, подальше кредитування яких неприпустиме, а видані позики практично неможливо повернути на час проведення класифікації.

Слід зазначити, що наведена методика визначення класу кредитоспроможності підприємства не завжди дає змогу зробити однозначний висновок.

Рейтинг — розташування показників у певному порядку залежно від суми по кожному показнику та загальної їх суми по всіх показниках для оцінки класу кредитоспроможності.

Сума балів по кожному показнику визначається множенням класу цього показника на його вагу, яка встановлюється залежно від його важливості та значення для конкретного банку при оцінці кредитоспроможності.

РОЗДІЛ 2 АНАЛІЗ ДІЛОВОЇ АКТИВНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

2.1. Теоретичні аспекти оцінки ділової активності суб'єктів господарювання

Основним інструментом для оцінки ефективності використання ресурсів підприємства в умовах нестабільної економіки є оцінка й аналіз ділової активності суб'єкта господарювання, за допомогою якого можна об'єктивно оцінити результативність господарсько-фінансової діяльності підприємства та визначити перспективи його розвитку.

Оцінка ділової активності передбачає визначення результативності діяльності суб'єкта господарювання шляхом застосування комплексної оцінки ефективності використання виробничих і фінансових ресурсів, що формують оптимальне співвідношення темпів зростання основних показників, а також зумовлюють проміжні та кінцеві результати діяльності.

В умовах нестабільної економіки виділяють такі рівні ділової активності:

- високий (достатній);
- середній (задовільний);
- низький (незадовільний).

Слід зазначити, що кожному рівню ділової активності відповідає характерна виробничо-господарська ситуація, у зв'язку з чим виділяють нормальну, проблемну і кризову ситуації.

Нормальна ситуація властива високому рівню ділової активності та означає такий збіг умов і обставин, коли створюються сприятливі умови для функціонування суб'єкта господарювання, при яких формується стійка тенденція підвищення темпів зростання оціночних показників.

Проблемна ситуація існує на підприємстві, рівень ділової активності якого відповідає середньому і визначається як збіг господарських умов та чинників, при яких формується тенденція до погіршення стану підприємства та спостерігається нестійка динаміка оціночних показників ділової активності.

Кризова ситуація характеризує низький рівень ділової активності і виникає в разі відсутності оперативного реагування на стратегічні

питання, які потребують термінового вирішення. Її можна визначити як збіг обставин, які формують стійку негативну тенденцію оціночних показників ділової активності та погрожують підприємству банкрутством.

Визначення проблемної, а тим більше кризової, ситуації при оцінці стану ділової активності викликає необхідність термінового регулювання виробничо-господарської діяльності через прийняття оперативних управлінських рішень.

Виникнення і розвиток поняття ділової активності діалектично зумовлене та практично виправдане, оскільки в цілому відображає суть змін в економіці, коли гостро постає потреба зіставлення розмірів вкладених ресурсів з проміжними та кінцевими результатами їх використання, що безпосередньо впливає на фінансовий стан суб'єкта господарювання і тісно пов'язане з ним.

2.2. Основні напрями оцінки ділової активності підприємства

Оцінка ділової активності — один з основних аспектів аналізу діяльності суб'єкта господарювання, якому належить провідне місце в системі завдань фінансового аналізу. Це зумовлено тим, що такий аналіз дає змогу оцінити внутрішній і зовнішній стан підприємства, визначити рівень прибутковості та перспективи його розвитку, дослідити ефективність використання виробничо-фінансових ресурсів.

Аналіз ділової активності підприємства здійснюється на якісному та кількісному рівнях. Якісний рівень оцінки може бути отриманий у результаті порівняння діяльності даної компанії з однотипними за сферою застосування капіталу підприємствами. Такими якісними критеріями є:

- широта ринків збуту продукції;
- наявність продукції, що експортується;
- наявність унікальної продукції, техніко-економічні параметри якої перевищують або відповідають світовим аналогам;
- репутація підприємства;
- стійкість зв'язків з клієнтами, партнерами тощо.

Кількісну оцінку та аналіз ділової активності здійснюють за двома напрямками:

- ступенем виконання плану на основі показників, що забезпечують задані темпи їх зростання;
- рівнем ефективності використання ресурсів.

Реалізація другого напрямку аналізу ділової активності полягає в оцінці ефективності використання ресурсів підприємства.

У процесі своєї виробничо-господарської діяльності підприємство використовує такі види ресурсів:

- фінансові;
- матеріальні;
- трудові.

Метою аналізу ділової активності підприємства є розрахунок відповідних аналітичних показників, виявлення тенденцій і причин їх змін для дослідження досягнутого рівня ефективності виробничо-господарської діяльності та визначення потенційної можливостей підприємства щодо підвищення останнього.

Аналіз ділової активності проводиться в інтересах як внутрішніх, так і зовнішніх споживачів інформації. У зв'язку з цим його поділяють внутрішній і зовнішній.

Внутрішній аналіз ділової активності проводиться управлінським персоналом підприємства всіх рівнів за даними оперативного, фінансового та бухгалтерського обліку. Основною його метою є забезпечення підвищення ефективності використання виробничих та фінансових ресурсів і на цій основі — збільшення прибутку та зниження собівартості.

Зовнішній аналіз ділової активності підприємства здійснюється зовнішніми відносно підприємства споживачами інформації. До них належать: інвестори, постачальники, покупці, конкуренти, ділові партнери, фінансово-кредитні та податкові органи. Вони вивчають інформацію виходячи зі своїх інтересів.

Цілі дослідження досягаються в результаті вирішення низки аналітичних завдань. До них відносять:

- аналіз виробничо-господарської ситуації, що склалася на підприємстві в попередні періоди його функціонування, оцінка її відповідності рівням ділової активності;
- діагностика бізнес-середовища підприємства, виявлення основних факторів впливу на зміни рівнів ділової активності суб'єкта господарювання за період, що досліджується;
- аналіз темпів зростання основних результативних показників; з'ясування причин їх відхилення від ідеальної моделі залежностей, що існують між ними;

- оцінка ефективності використання виробничих і фінансових ресурсів;
- визначення резервів підвищення ефективності виробництва та розробка оптимальних заходів їх використання з метою підвищення ділової активності підприємства.

2.3. Методика здійснення аналізу ділової активності підприємства

В умовах ринкової економіки, основною ознакою якої є боротьба, пріоритетними завданнями підприємницьких структур є підвищення якості продукції, розширення існуючих та пошук нових ринків збуту, впровадження ресурсозберігаючих технологій, вишукування можливостей гнучкого маневрування ресурсами при зміні кон'юнктури ринку тощо. Усі ці заходи дають змогу підприємству отримати високі кінцеві результати виробничо-господарської діяльності, забезпечити стрімкий соціально-економічний розвиток, зміцнити фінансовий стан та ринкову позицію і, отже, досягти високого рівня ділової активності.

Проте виконання окреслених завдань потребує значних фінансових ресурсів, у структурі джерел формування яких прибуток займає провідне місце. Саме тому головним етапом аналітичної роботи, пов'язаної з оцінкою ділової активності, є дослідження факторів, які впливають на прибуток: обсягів реалізації і собівартості продукції.

2.3.1. Аналіз виробництва та реалізації продукції

Основними завданнями аналізу виробництва і реалізації продукції є:

- оцінка ступеня виконання плану реалізації продукції та виробничої програми;
- оцінка динаміки випуску і реалізації продукції;
- визначення впливу різних факторів на зміни величини цих показників;
- кількісна оцінка резервів зростання випуску та реалізації продукції.

Валова продукція — це готова продукція, напівфабрикати, інструменти, прилади, роботи (послуги), що реалізовані на сторону, разом із змінами залишків незавершеного виробництва за період.

Готова продукція — це вироби, які є закінченими з погляду виробничого циклу та виготовлені для реалізації зовнішнім споживачам. Готова продукція є часткою товарної продукції.

Товарна продукція — це вироби підприємства, які призначені для продажу стороннім організаціям та для внутрішнього споживання на самому підприємстві.

Реалізована продукція — це відвантажена і сплачена покупцями продукція.

Аналіз обсягів виробництва та реалізації здійснюється у вартісних і натуральних показниках. Порівняння темпів зростання цих показників дає змогу виділити основні фактори, що впливають на оціночні показники. При цьому можливі такі варіанти:

- темпи зростання вартісних показників вищі, ніж темпи зростання натуральних. У цьому випадку зміна обсягів продукції зумовлена переважно зростанням цін;

- темпи зростання натуральних показників вищі, ніж темпи зростання вартісних. У цьому разі зміна обсягів продукції викликана зростанням кількості виробленої реалізованої продукції.

Доповнює та поглиблює аналіз оцінка ступеня виконання плану виробництва та реалізації продукції.

У процесі оцінки виявляють причини та наслідки розбіжностей між фактичними та плановими показниками.

Так, у разі, якщо фактичний обсяг виробництва менший за плановий, підприємство не виконує договірних зобов'язань з обсягу реалізації продукції. Причинами виникнення такої ситуації можуть бути велика кількість бракованої продукції, використання основних засобів не на повну потужність, простої обладнання, нестача сировини, матеріалів тощо.

У випадку, коли фактичні обсяги виробництва перевищують обсяги реалізації, на підприємстві накопичуються понаднормативні запаси нереалізованої продукції. Основними причинами виникнення такої ситуації можуть бути низька якість продукції, невідповідність обсягів виробництва місткості ринку, вибір неефективних форм і методів просування товарів.

Можливі два варіанти методики аналізу реалізації продукції. Якщо виручку на підприємстві визначають по відвантаженні то варної продукції, то баланс товарної продукції буде таким:

$$\Gamma\Pi_{\Pi} + \text{ТП} = \text{РП} + \Gamma\Pi_{\text{К}}. \quad (2.1)$$

$$\text{Звідси } \text{РП} = \Gamma\Pi_{\Pi} + \text{ТП} - \Gamma\Pi_{\text{К}}, \quad (2.2)$$

де $\Gamma\Pi_{\Pi}$, $\Gamma\Pi_{\text{К}}$ — залишки готової продукції на складах відповідно на початок і кінець періоду; ТП — вартість випуску товарної продукції; РП — обсяг реалізації продукції за звітний період.

Якщо виручку визначають після сплати відвантаженої продукції, то товарний баланс можна записати так:

$$\Gamma\Pi_{\Pi} + \text{ТП} + \text{ВТ}_{\Pi} = \text{РП} + \text{ВТ}_{\text{К}} + \Gamma\Pi_{\text{К}}. \quad (2.3)$$

$$\text{Звідси } \text{РП} = \Gamma\Pi_{\Pi} + \text{ТП} + \text{ВТ}_{\Pi} - \text{ВТ}_{\text{К}} - \Gamma\Pi_{\text{К}}, \quad (2.4)$$

де ВТ_{Π} , $\text{ВТ}_{\text{К}}$ — залишки відвантаженої продукції на початок і кінець періоду.

Розрахунок впливу факторів на обсяг реалізації продукції здійснюється порівнянням фактичних рівнів факторних показників з плановими та визначенням абсолютних і відносних приростів кожного з них.

Крім розглянутих вище факторів, під впливом яких відбуваються зміни обсягів реалізації, необхідно також урахувати:

- зміни кількості реалізованої продукції;
- зміни ціни реалізації.

2.3.2. Аналіз собівартості продукції

Під *собівартістю продукції, робіт і послуг* розуміють сумарні витрати всіх видів ресурсів у грошовій формі: основних засобів, сировини, матеріалів, палива, енергії, праці, які безпосередньо використовуються в процесі виробництва продукції і виконання робіт, а також для збереження й поліпшення умов виробництва та його вдосконалення.

Як економічна категорія, собівартість:

- слугує основою для обліку і контролю за рівнем витрат на виробництво та реалізацію продукції;

- є базою для формування ціни на продукцію підприємства та визначення на цій основі прибутку і рентабельності;

- виступає невід'ємним елементом економічного обґрунтування управлінських рішень;

- відображує ефективність використання ресурсів, результати впровадження нової техніки та технології, вдосконалення системи організації й управління виробництвом.

Завданнями аналізу собівартості продукції є:

- оцінка обґрунтованості та напруженості плану за собівартістю продукції, витратами виробництва й обігу;

- визначення динаміки та ступеня виконання плану за собівартістю;

- виявлення факторів, що впливають на динаміку показників

собівартості та виконання плану по них, величини і причин відхилення фактичних витрат від планових;

- оцінка резервів зниження собівартості продукції.

Аналіз собівартості продукції здійснюється за такою схемою:

- визначають абсолютні та відносні відхилення показників собівартості від аналогічних показників плану і минулих років;

- здійснюють оцінку зміни структури собівартості, визначають відхилення частки окремих статей витрат від аналогічних даних плану і минулих років, розраховують вплив цих відхилень на підсумковий показник. Разом з тим виділяють статті витрат, що мають найбільшу частку в собівартості, і статті витрат, по яких відбулися суттєві зміни. Характерною особливістю цього розділу аналізу є те, що статті витрат у цьому разі виступають і як фактори, які впливають на зміну собівартості, і як окремі компоненти, які формують її структуру;

- визначають рівень витрат на 1 грн товарної продукції, який характеризує їх окупність, здійснюють аналіз динаміки цього показника та оцінку факторів, що впливають на його рівень.

Безпосередній вплив на зміни рівня витрат на одну грошову одиницю продукції здійснюють п'ять факторів, які перебувають з ним у прямій функціональній залежності:

- структура виготовленої продукції;

- обсяг виробництва в натуральних показниках;
- рівень витрат на виробництво окремих виробів;
- ціни та тарифи на спожиті матеріальні ресурси;
- ціни на продукцію.

Формула для розрахунку рівня витрат на одну грошову одиницю продукції буде такою:

$$P_n = \frac{\sum_{i=1}^n q_i \cdot c_i}{\sum_{i=1}^n q_i \cdot p_i} \quad (2.5)$$

де q_i — кількість виробів у натуральних одиницях виміру i -го виду товару; c_i — собівартість одного виробу; p_i — ціна продукції; n — кількість видів товару в номенклатурі.

2.3.3. Аналіз ефективності використання ресурсів підприємства

Основним засобам належать, як правило, основна частка в загальній сумі основного капіталу підприємства. Від їх кількості, вартості, технічного рівня, ефективності використання багато в чому залежать кінцеві результати діяльності підприємства: випуск продукції, її собівартість, прибуток, рентабельність, стійкість фінансового аналізу.

Рациональність і повноту використання основних виробничих засобів характеризує економічний ефект, отриманий за той чи інший період у вигляді певного обсягу та якості продукції.

Економічна ефективність використання основних засобів визначається відношенням економічного ефекту до затрат, пов'язаних із їх формуванням. За економічний ефект при визначенні фондівіддачі приймають вартість річного випуску (реалізації) продукції, а при розрахунку рентабельності основних засобів — прибуток.

До *узагальнюючих показників* належать фондівіддача, фондомісткість, рентабельність засобів, питомі капітальні вкладення на одну грошову одиницю приросту продукції, відносна економія основних виробничих засобів, коефіцієнт використання виробничих потужностей.

Конкретні показники використовують для характеристики окремих видів машин, обладнання, виробничої площі. Наприклад, се-

редній випуск продукції в натуральному вираженні на одиницю обладнання за зміну, випуск продукції на 1 м виробничої площі.

Фондовіддача характеризує обсяг виробництва (реалізації) продукції, яка припадає на одну грошову одиницю середньорічної вартості основних засобів. За інших однакових умов зростання показника в динаміці слід розглядати як позитивну тенденцію.

Дослідження ефективності використання матеріальних ресурсів у практиці аналітичної роботи здійснюється через систему показників та моделювання їх взаємозв'язку. Показники ефективності використання матеріальних ресурсів поділяють на загальні і окремі.

До загальних показників належать матеріаловіддача, матеріаломісткість продукції, коефіцієнт співвідношень темпів зростання обсягів виробництва і матеріальних витрат, частка матеріальних витрат у собівартості продукції, коефіцієнт використання матеріалів.

Окремі показники ефективності використання матеріальних ресурсів використовують для характеристики ефективності споживання окремих елементів матеріальних ресурсів, а також для оцінки матеріаломісткості окремих виробів.

Розглянемо порядок визначення загальних показників.

Матеріаловіддача визначається діленням вартості виробленої продукції V_v на суму матеріальних витрат M_v .

Цей показник характеризує віддачу матеріалів, тобто скільки вироблено продукції з кожної грошової одиниці спожитих матеріальних ресурсів (сировини, матеріалів, палива, енергії тощо).

Матеріаломісткість продукції — показник, зворотний матеріаловіддачі, указує, скільки матеріальних витрат припадає на виробництво одиниці продукції.

Коефіцієнт співвідношення темпів зростання обсягів виробництва та матеріальних витрат визначають відношенням індекса товарної продукції K_{V_v} до індекса матеріальних витрат K_{M_v} :

$$K = \frac{K_{V_v}}{K_{M_v}} \quad (2.6)$$

Частка матеріальних витрат у собівартості продукції розраховується відношенням суми матеріальних витрат до повної собівартості виготовленої продукції ΣB :

$$Y = \frac{MB}{\Sigma B} \quad (2.7)$$

Динаміка цього показника характеризує зміну матеріаломісткості продукції.

Коефіцієнт матеріальних витрат — це відношення фактичної суми матеріальних витрат до планової, перерахованої на фактичний обсяг виробленої продукції.

Матеріаломісткість, як і матеріаловіддача, насамперед залежить від обсягів продукції та суми матеріальних витрат на її виробництво.

Для оцінки рівня продуктивності праці використовують систему загальних, окремих і допоміжних показників.

До *загальних показників* відносять середньорічний, середньоденний, середньогодинний виробіток продукції одним робітником, а також середньорічний виробіток продукції на одного працюючого у вартісному вираженні.

Окремі показники — це витрати часу на виробництво одиниці продукції (трудомісткість продукції) або випуск продукції в натуральному вираженні за один людино-день або людино-годину.

Допоміжні показники характеризують витрати часу на виконання одиниці певного виду робіт або обсяг виконаних робіт за одиницю часу.

Найбільш узагальнюючим показником продуктивності праці є *середньорічний виробіток продукції одним робітником*. Його величина залежить не тільки від виробітку робітників, а й від частки останніх у загальній чисельності промислово-виробничого персоналу, а також від кількості відпрацьованих ними днів і тривалості робочого дня.

РОЗДІЛ 3 АНАЛІЗ ФІНАНСОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

3.1. Завдання і джерела інформації аналізу фінансових результатів

Рівень ефективності господарської діяльності будь-якого підприємства визначають фінансові результати, отримані внаслідок цієї діяльності. Це можуть бути як прибуток, так і збитки.

Прибуток — це додаткова вартість, яка утворюється в процесі виробництва понад вартість спожитих виробничих ресурсів і робочої сили. Прибуток — це частина чистого доходу, створеного у процесі виробництва і реалізованого у сфері обігу, який безпосередньо отримують підприємства. Тільки після продажу продукції чистий дохід набуває форми прибутку.

Отже, на формування абсолютного розміру прибутку впливають:

- результати, тобто ефективність фінансово-господарської діяльності підприємства;
- сфера діяльності;
- напрям економічної діяльності;
- установлені законодавством умови обліку фінансових результатів.

На основі результатів аналізу прибутковості приймаються управлінські фінансові рішення, спрямовані на підвищення ефективності функцій, що виконує прибуток оціночної, розподільчої, стимулюючої.

Головними завданнями аналізу фінансових результатів підприємства є:

- вивчення обсягів, складу і динаміки фінансових результатів діяльності підприємства;
- перевірка обґрунтованості й напруженості планового прибутку;
- загальна оцінка виконання плану, прогнози, динаміка;
- визначення відхилення фактичного прибутку від передбаченого планом (розрахунком, прогнозом), вивчення динаміки зміни прибутку за кілька звітних періодів;
- виявлення чинників впливу на формування прибутку, оцінки їх динаміки та розрахунки такого впливу;
- вивчення напрямів і тенденцій розподілу прибутку;

- виявлення резервів збільшення прибутку;
- розробка заходів, спрямованих на реалізацію виявлених резервів.

Джерелами аналітичної інформації є:

- бізнес-план;
- фінансовий план;
- баланс підприємства (форма 1);
- звіт про фінансові результати (форма 2);
- звіт про рух грошових коштів (форма 3);
- звіт про власний капітал (форма 4);
- декларація про прибуток підприємства;
- доходи від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг);
- зведена таблиця основних показників (форма 22);
- дані бухгалтерського обліку — рахунки класу 7. Рахунок 79 «Фінансові результати» та його субрахунки:

У процесі діяльності підприємства використовують такі показники прибутку: валовий прибуток; загальна сума прибутку; прибуток від іншої звичайної діяльності; прибуток від надзвичайних подій; неоподаткований прибуток (цільовий); чистий прибуток; нерозподілений прибуток.

3.2. Вертикальний і горизонтальний аналіз фінансових результатів підприємства

Валовий прибуток - це економічний результат діяльності суб'єктів господарської діяльності, що визначається як різниця між чистою виручкою від реалізації продукту, (робіт, послуг) і виробничою собівартістю.

Операційний прибуток — це фінансовий результат від операційної діяльності, який визначається відніманням від валового прибутку операційних витрат, додаванням до одержаного результату інших операційних доходів.

До **операційних витрат** відносять адміністративні (загально-господарські) витрати, витрати на збут, собівартість реалізованих виробничих запасів, визнані економічні санкції, втрати від операційних курсових різниць, безнадійні борги тощо.

Прибуток або збиток від звичайної діяльності до оподаткування — це результат від фінансової діяльності, що визначається додаванням до операційного прибутку доходу від участі в капіталі,

фінансових доходів у формі дивідендів, відсотків, отриманих від фінансових інвестицій, та інших доходів (від реалізації фінансових інвестицій, необоротних активів і майнових комплексів, доходу від неопераційних курсових різниць), і відніманням від отриманого результату фінансових витрат у формі відсотків та інших витрат, пов'язаних із залученням позикового капіталу, витрат (збитків) від участі в капіталі та інших витрат.

Аналіз результатів діяльності підприємства включає такі обов'язкові елементи:

- горизонтальний аналіз фінансових результатів за звітний період — дослідження змін кожного показника за аналізований період;
- вертикальний аналіз — дослідження структури відповідних показників і їх змін;
- трендовий аналіз — дослідження у загальному вигляді динаміки зміни показників фінансових результатів за кілька звітних періодів.

У процесі аналізу прибутку необхідно визначити і оцінити основний показник, що характеризує валовий прибуток.

Основним показником, що характеризує валовий прибуток, є *коєфіцієнт валового прибутку*, який визначається за такою формулою:

$K_{в.п} = \text{Валовий прибуток} \cdot 100 / \text{Обсяг реалізованої продукції}.$

За даними моделі аналізу загальної суми прибутку можуть бути три варіанти аналітичних висновків:

- загальна оцінка виконання плану прибутку;
- зміна окремих складових частин прибутку і вплив цієї зміни на загальну суму прибутку;
- зміна темпів зростання загальної суми прибутку через вплив окремих складових частин.

Аналіз фінансових результатів здійснюється на основі даних форми № 2 «Звіт про фінансові результати»

У процесі аналізу фінансових результатів необхідно:

- проаналізувати рівень і динаміку фінансових результатів;
- оцінити темпи зростання прибутку в цілому та окремих його складових;
- виявити чинники, що впливають на зміни прибутку, та визначити рівень їх впливу;

- оцінити рівень рентабельності підприємства;
- виявити резерви збільшення прибутку;
- проаналізувати розподіл прибутку та оцінити його раціональність.

3.3. Система директ-кост як теоретична база аналізу витрат та оптимізації прибутку

В умовах самостійності функціонування підприємств, складності їх орієнтації в ринкових умовах господарювання суттєво зростає роль обліку та аналізу як єдиного інструмента для прийняття необхідних управлінських рішень. Проблема полягає в практичному застосуванні на підприємствах обґрунтованих прийомів і методів економічного аналізу, зокрема *системи директ-кост*.

Метод урізаної собівартості, або директ-кост, з'явився у 1953 р. у США. В Європі він отримав назву маржинальної бухгалтерії.

Системі директ-кост властиві такі особливості:

- *поділ витрат на постійні і змінні.*
- *об'єднання виробничого і фінансового обліку.*
- *багатостадійність складання звіту про доходи.*

Побудова звітів про доходи при системі директ-кост багату-ступенева. Звіти включають два фінансових показники — маржинальний дохід та прибуток, які визначають за такою схемою. Виділяють основну модель для аналізу прибутку і триступеневу.

– *розробка методики економіко-математичного і графічного подання й аналізу звітів для прогнозу прибутку від реалізації.* У світовій практиці використовують два види директ-косту:

- а) метод змінної собівартості, або простий директ-кост;
- б) метод змінної та прямої собівартості, або розвинутий директ-кост.

Розвинутий директ-кост характеризують такі принципи директ-косту:

- витрати, реалізація і результати враховуються за сегментами діяльності. Ця інформація доводиться до всіх внутрішніх і зовнішніх сегментів;
- витрати, які можна прямо віднести на сегмент, розподіляють на нього прямо, без використання методів непрямого розподілу;
- у процесі обліку змінних і прямих постійних витрат визна-

чається, як правило, кілька видів маржі.

Аналітичні можливості системи директ-кост розкриваються найповніше при дослідженні зв'язку собівартості з обсягом реалізації продукції і прибутком. Розглянемо вихідне рівняння для аналізу. Обсяг реалізації продукції, або виручка (N), пов'язаний із собівартістю (Z) і прибутком від реалізації (R) таким співвідношенням

$$N = Z + R \quad (3.1)$$

Маржинальний дохід на весь випуск визначається як різниця між виручкою і сумою змінних витрат.

Критичний обсяг виручки (реалізації). Для визначення критичного обсягу реалізації використовують рівняння критичного обсягу виробництва.

Для розрахунку критичного обсягу реалізації за умови зміни величини маржинального доходу використовують таке співвідношення

$$d_0 \cdot q_0 = d_i \cdot q_i \quad (3.2)$$

звідки випливає, що

$$q_i = \frac{d_0 \cdot q_0}{d_i} \quad (3.3)$$

де 0 — індекс значення показника в базовому періоді; i — індекс значення показника у звітному періоді.

Критичний рівень постійних витрат. Для розрахунку використовують вихідну формулу виручки в критичній точці

формула для вирахувань буде така:

$$Z_c = q \cdot \frac{d_{\text{в\%}kN}}{100} \cdot N \quad (3.4)$$

Критична ціна реалізації. Ціна реалізації визначається виходячи із заданого обсягу реалізації і рівня постійних і змінних витрат у розрахунку на одиницю виробу, маємо

$$N = Z_c + Z_v \quad (3.5)$$

або

$$p_k \cdot q = Z_c + Z_v \cdot q \quad (3.6)$$

звідки

$$p_k = \frac{Z_c}{q} + Z_v \quad (3.7)$$

Рівень мінімального маржинального доходу. Якщо відомі величина постійних витрат і очікувана величина виручки, то рівень мінімального маржинального доходу у % до виручки визначається із формули

$$d \cdot \text{в}\%kN = \frac{Z_c}{N_q} \cdot 100 \quad (3.8)$$

Плановий обсяг продажу для заданої суми планового (очікуваного) прибутку. Якщо відомі постійні витрати, ціни одиниці виробу, змінні витрати на одиницю виробу, а також сума розрахункової (бажаної) суми прибутку, то обсяг продажу визначається за формулою

$$q_{\text{пл}} = \frac{Z_c + R_{\text{пл}}}{p - z_p} \quad (3.9)$$

де $q_{\text{пл}}$ — обсяг продажу, що забезпечує отримання планової суми прибутку; $R_{\text{пл}}$ — планова сума прибутку.

Ця формула прямо «впливає» із визначення маржинального доходу як суми постійних витрат і прибутку від реалізації.

Обсяг продажу, що забезпечує однаковий прибуток за різних варіантів виробництва (різних варіантах технології, цін, структури витрат тощо).

Поряд з перевагами системи директ-кост, їй властиві недоліки:

- у разі зниження цін з метою досягнення привілейованого положення на ринку за окремими виробами виникає небезпека, що частка неподільних постійних витрат не може бути покрита маржею, тобто підприємство потрапляє в зону збитків;

- у складі постійних витрат є такі, які можуть бути прямо віднесені на окремі вироби.

3.4. Факторний аналіз прибутку від реалізації продукції

Факторний аналіз — це методика комплексного системного вивчення і вимірювання впливу чинників на величину результативних показників.

Одним із прийомів проведення факторного аналізу є прийоми елімінування. Елімінувати означає усунути, вилучити вплив усіх чинників крім одного на величину результативного показника.

Аналіз загального прибутку свідчить, що найбільшу частку в його складі займає прибуток від реалізації продукції (робіт, послуг).

Основними завданнями факторного аналізу є:

- оцінка динаміки показників прибутку, обґрунтованості утворення й розподілу.
- виявлення й вимір дії різних факторів на прибуток.
- оцінка можливих резервів подальшого зростання прибутку на основі оптимізації обсягу виробництва й витрат.

Прибуток від реалізації продукції (робіт, послуг) — різниця між виручкою від реалізації продукції в діючих цінах (без ПДВ й АЗ) і витратами на виробництво й реалізацію продукції;

На прибуток від реалізації продукції впливає зміна таких факторів:

- продажних цін на товари й тарифи на послуги й роботи;
- собівартості реалізованої продукції;
- обсягу реалізації;
- структури й асортименту реалізованої продукції.

Вплив на прибуток відпускних цін на реалізовану продукцію обчислимо за формулою:

$$\Delta P_1 = N_1^p - N_{1,0}^p = \Sigma p_1 q_1 - \Sigma p_0 q_1 \quad (3.10)$$

де $\Sigma p_1 q_1$ — реалізація у звітному році в цінах звітного року; $\Sigma p_0 q_1$ — реалізація у звітному році в цінах минулого року; p — ціна продукції; q — кількість продукції.

Вплив на прибуток змін в обсязі реалізованої продукції (ΔP_2) визначимо за формулою:

$$\Delta P_2 = P_0 k_1 - P_0 = P_0 (k_{1,2} - 1) \quad (3.11)$$

Вплив на прибуток змін у структурі та асортименті реалізованої продукції (ΔP_3) визначається за формулою:

$$\Delta P_3 = P_{1,0} - P_0 \cdot k_1 \quad (3.12)$$

3.5. Аналіз розподілу і використання чистого прибутку

Чистий прибуток розподіляють згідно зі статутом підприємства. За рахунок чистого прибутку виплачують дивіденди акціонерам підприємства, можуть створювати фонди накопичення, споживання, резервний фонд, спрямовувати на поповнення власного оборотного капіталу та інші цілі.

Для аналізу розподілу і використання використано інформацію з форми № 2 «Звіт про фінансові результати», форми № 4 «Звіт про власний капітал».

У процесі аналізу вивчають виконання плану щодо використання прибутку. З цією метою фактичні дані звітного року про використаний чистий прибуток за всіма напрямками порівнюють з даними плану, з даними минулого року або з даними, одержаними протягом кількох років, і в разі відхилень з'ясовують їх причини за кожним напрямком використання прибутку. При аналізі формування фондів (створених за рішенням підприємства) необхідно визначити, наскільки і за рахунок яких факторів змінилася їх величина. Основними факторами, що визначають розмір відрахувань у фонди накопичення і споживання, є зміни суми чистого прибутку та коефіцієнт відрахувань у них. У процесі аналізу необхідно також вивчити динаміку частки прибутку, яка направлена на виплату дивідендів по акціях, самофінансування підприємства (реінвестований прибуток), фонд соціального споживання, матеріальне заохочування працівників.

Розподіл чистого прибутку ґрунтується на дивідендній політиці підприємства, основою якої є розмір і темпи зростання усупільненого капіталу підприємства. Менеджеру завжди потрібно знаходити компроміс між власником підприємства і акціонерами.

Оцінку формування розподілу і використання прибутку необхідно доповнити відносними показниками — рентабельністю.

3.6. Аналіз показників рентабельності

Рентабельність (від німецького *rentabel* — дохідність, прибутковість) — це рівень прибутковості, який вимірюється у відсотках. Підприємство вважається рентабельним, якщо доходи від реалізації продукції (робіт, послуг) покривають витрати виробництва і, крім того, забезпечують прибуток, достатній для нормального його функціонування.

Основними завданнями аналізу (оцінки) рентабельності є:

- оцінка ефективності діяльності підприємства на поточний момент;
- виявлення зміни рентабельності протягом певного періоду
- визначення факторів, які вплинули на зміну рентабельності
- визначення резервів зростання рентабельності.

Рентабельність оцінюють з різною метою залежно від потреби (зовнішньої чи внутрішньої). Найчастіше рентабельність підприємств оцінюють потенційні інвестори з метою доцільності інвестування коштів. Для державних підприємств така оцінка може здійснюватися на державному рівні з метою виявлення можливостей підвищення рентабельності за наявності негативних тенденцій у державному секторі. На приватних підприємствах оцінку рентабельності з метою прийняття необхідних управлінських рішень, направлених на підтримання або підвищення рівня рентабельності, проводять їх власники та виконавчі директори.

Основними джерелами інформації для проведення аналізу рентабельності є «Баланс» (ф.1), «Звіт про фінансові результати» (ф. 2).

Аналіз показників рентабельності є важливим для оцінки потенційних можливостей підприємства щодо формування прибутку та оцінки фінансового стану. До основних показників рентабельності відносять:

- *рентабельність активів (майна)* - показує, який прибуток отримує підприємство з кожної гривні, вкладеної в його активи. Цей показник обчислюють за формулою:

$$P_A = \frac{\text{Чистий прибуток (ряд.220ф.2)}}{\text{Валюти балансу (ряд.380ф.1)}} \quad (3.13)$$

– *рентабельність сукупного капіталу* обчислюють за формулою:

$$P_k = \frac{\text{Прибуток до оподаткування (ряд.170ф.2)}}{\text{Усього джерел коштів (ряд.640ф.1)}} \quad (3.14)$$

– *рентабельність власного капіталу* розраховується за формулою:

$$P_{vk} = \frac{\text{Чистий прибуток (ряд.220ф.2)}}{\text{Власний капітал (ряд.380ф.1)}} \quad (3.15)$$

На рентабельність власного капіталу впливають: зміна чистого прибутку; фондівдача (Φ); структура авансованого капіталу;

$$P_{vk} = P_p \cdot \Phi \cdot K_{fz} \quad (3.16)$$

де P_p — рентабельність реалізації продукції; K_{fz} — коефіцієнти фінансової залежності.

Поряд із цим показником розраховують також показник *періоду окупності власного капіталу* ($ПО_{vk}$) за формулою:

$$ПО_{vk} = \frac{\text{Власний капітал (ряд.380ф.1)}}{\text{Чистий прибуток (ряд.220ф.2)}} \quad (3.17)$$

– *рентабельність продажу*. При оцінці рентабельності продажу на основі показників прибутку і виручки від реалізації розраховують коефіцієнти рентабельності всієї продукції або окремих її видів.

Валова рентабельність реалізованої продукції визначається за формулою:

$$P_v = \frac{\text{Валовий прибуток (ряд.150ф.2)}}{\text{Виручка від реалізації (ряд.035ф.1)}} \quad (3.18)$$

Операційна рентабельність реалізованої продукції визначається за формулою:

$$P_o = \frac{\text{Операційний прибуток (ряд.100ф.2)}}{\text{Виручка від реалізації (ряд.035ф.1)}} \quad (3.19)$$

Цей коефіцієнт показує рентабельність підприємства після врахування затрат на виробництво і збут товару.

Чиста рентабельність реалізованої продукції визначається за формулою:

$$P_{\text{ч}} = \frac{\text{Чистий прибуток (ряд.220ф.2)}}{\text{Виручка від реалізації (ряд.035ф.1)}} \quad (3.20)$$

– *рентабельність виробництва* показує, наскільки є ефективною віддача виробничих засобів, тобто відображає величину прибутку, що припадає на кожну гривню виробничих ресурсів (матеріальних активів) підприємства. Визначається за формулою:

$$P_a = \frac{\text{Прибуток до оподаткування (ряд.220ф.2)}}{\text{Середня вартість основних засобів + Середня вартість ТМЦ}} \quad (3.21)$$

На рівень рентабельності виробництва впливають: рентабельність обсягу продажу; фондомісткість основних виробничих засобів (Φ_m); коефіцієнт закріплення матеріальних оборотних коштів ($K_{\text{зок}}$)

$$P_v = \frac{P_{\text{оп}}}{\Phi_{\text{оз}} + K_{\text{зок}}} \quad (3.22)$$

Де P_v — рентабельність виробництва; $P_{\text{оп}}$ — рентабельність обсягу продажу; $\Phi_{\text{оз}}$ — фондомісткість основних виробничих засобів; $K_{\text{зок}}$ — коефіцієнт закріплення оборотних коштів.

3.7. Факторний аналіз показників рентабельності

Поряд з оцінкою основних показників рентабельності слід провести оцінку дохідності обсягу продажу, яка є одним з важливих

аспектів аналізу рентабельності. Отже, розрахуємо рентабельність обсягу продажу та проведемо його факторний аналіз.

На рентабельність обсягу продажу впливають: зміна собівартості та ціна продукції, що відображає формула:

$$P_{\text{в}} = \frac{\Pi_{\text{р}}}{\text{ВР}} = \frac{\text{ВР} - \text{С}}{\text{ВР}} \quad (3.23)$$

На виручку від реалізації вплинули два фактори: збільшення обсягу реалізації продукції та середніх цін на продукцію.

Оцінимо вплив фактора собівартості продукції: збільшення собівартості продукції визначимо за формулою:

$$\Delta \text{С} = \frac{\text{ВР}^1 - \text{С}^1}{\text{ВР}^1} - \frac{\text{ВР}^1 - \text{С}^0}{\text{ВР}^1} \quad (3.24)$$

Рентабельність продажу показує, скільки припадає валового прибутку на одиницю доходу (виручки від реалізації). Очевидно, що чим вище цей показник, тим краще для підприємства і позитивною буде його тенденція зростання в часі.

Визначимо *рентабельність товарного випуску* окремих видів продукції, яка вплинула на зниження показника рентабельності продукції. Ця залежність відображається формулою:

$$P_{\text{в}} = \frac{\text{Ц}_i - \text{С}_i}{\text{С}_i} \cdot 100 \quad (3.25)$$

де Ц_i — ціна виробу, С_i — собівартість виробу.

3.8. Аналіз резервів зростання прибутку

Для забезпечення зростання прибутку потрібно відшукати невикористані можливості його збільшення, тобто резерви зростання. Визначення резервів зростання прибутку базується на науково обґрунтованій методиці розробки заходів щодо їх мобілізації.

У процесі виявлення резервів виділяють три етапи:

- аналітичний, на якому виявляють і кількісно оцінюють резерви;
- організаційний, коли розробляють комплекс інженерно-технічних, організаційних, економічних і соціальних заходів, спрямованих на забезпечення використання виявлених резервів;
- функціональний, коли практично реалізують заходи і контролюють їх виконання.

Збільшення прибутку можливе за рахунок:

- збільшення обсягу випуску продукції (робіт, послуг);
- зниження витрат на виробництво та реалізацію продукції;
- економії та раціонального використання коштів на оплату праці робітників і службовців;
- запровадження досягнень науково-технічного прогресу, у результаті чого зростає продуктивність праці.

Резерв зростання прибутку за рахунок збільшення обсягу продукції розраховують за формулою:

$$PZ_o = \sum_{i=1}^n \Pi_i^n \cdot \Delta P \quad (3.26)$$

де Π_i — планова сума прибутку на одиницю i -ї продукції; ΔP — додатково реалізована продукція, тис. грн.

Якщо прибуток розраховано на 1 грн продукції, то суму резерву його зростання в результаті збільшення обсягу реалізації розраховують за формулою:

$$PZ_o = \frac{\Pi_p^{\Phi}}{p\Phi} \cdot \Delta P(p.z) \quad (3.27)$$

де $p\Phi$ — фактичний обсяг реалізації; $\Delta P(p.z)$ — резерв збільшення реалізації продукції.

Іншим важливим напрямом пошуку резервів збільшення прибутку є *зниження витрат на виробництво та реалізацію продукції*.

Величину резервів визначають порівнянням досягнутого рівня з нормативною величиною за формулою:

$$\Sigma C_{(p,z)} = C_{1i} - C_{\text{нi}} \quad (3.28)$$

де $\Sigma C(p_3)$ — резерв зниження собівартості продукції за рахунок i -го виду ресурсів; C_{li} , — фактична величина використаного i -го виду ресурсу; C_{ni} — нормативна величина використаного i -го виду ресурсу.

Тоді загальну величину виявлених резервів зниження собівартості продукції визначимо за формулою:

$$\Sigma C_{(p_3)}^{\text{заг}} = \Sigma P_{3ci} \quad (3.29)$$

Резерви зниження собівартості продукції будуть водночас резервом збільшення прибутку. Розрахунки резерву зростання прибутку здійснюють за формулою:

$$\Sigma P_{3nc} = C_m(P_1 + P_n) \quad (3.30)$$

де ΣP_{3nc} — резерв зростання прибутку; C_m — можливе зниження витрат на 1 грн продукції; P_i — реалізована продукція за звітом; P_n — можливе зростання обсягу реалізації.

прибутку за рахунок виявлених резервів зниження собівартості можна проводити за такими напрямками:

– *впровадженням організаційно-технічних заходів* можна отримати економію протягом 12 міс. з моменту їх повного впровадження, що визначається за формулою:

$$\Sigma P_{3c} = (C_1 - C_2) \text{ВП} \quad (3.31)$$

де ΣP_{3c} — економія від упровадження організаційно-технічних заходів, грн; $C_1 - C_2$ — собівартість одиниці продукції відповідно до i після здійснення такого організаційно-технічного заходу, грн; ВП — річний обсяг випуску продукції після здійснення організаційно-технічного заходу, грн;

– *зменшення чисельності працівників* — захід, який може забезпечити економію за багатьма напрямками через те що він передбачає:

а) збільшення продуктивності праці, а отже, збільшення

обсягу виробництва з меншою чисельністю працівників;

б) зміну трудомісткості продукції;

в) більш повне використання фонду робочого часу.

Для всіх цих напрямів можна використати формулу:

$$P_{3ч} = (Ч \cdot З_0) + \Phi_c \quad (3.32)$$

де $P_{3ч}$ — резерв, отриманий за рахунок зменшення чисельності працівників, грн; $Ч$ — середньорічна чисельність скорочених працівників, осіб; $З_0$ — середня заробітна плата звільненого працівника, грн; Φ_c — сума відрахувань до соціальних та інших фондів.

— *економія коштів на оплату праці за рахунок упровадження досягнень науково-технічного прогресу (зниження трудомісткості)* — розраховують за формулою:

$$\Sigma P_{3нтп} = \Sigma (P_0 - P_i) ВП_{нат} \quad (3.33)$$

де $\Sigma P_{3нтп}$ — резерв за рахунок запровадження заходів науково-технічного прогресу, грн; P_0, P_i — витрати на оплату праці одиниці продукції до і після впровадження досягнень науково-технічного прогресу, грн; $ВП_{нат}$ — обсяг виробництва продукції після впровадження досягнень до кінця року в натуральних одиницях виміру;

— *зменшення прямих матеріальних витрат*. Для розрахунку суми можливого прибутку використовують формулу:

$$\Sigma P_{3пм} = (H_M^п \cdot Ц_M - H_M^д \cdot Ц_M) \cdot ВП \quad (3.34)$$

де $\Sigma P_{3пм}$ — сума прибутку, одержана за рахунок зниження матеріальних витрат, грн; $H_M^п, H_M^д$ — норма витрат прямих матеріальних ресурсів до і після впровадження досягнень науково-технічного прогресу у натуральних одиницях виміру; $Ц_M$ — ціна прямих

матеріальних витрат, грн; ВП — обсяг виробництва продукції після впровадження досягнень НТП, грн;

– *зниження умовно-постійних витрат*, яке може спостерігатися у зв'язку із зростанням обсягу випуску продукції. Цю залежність можна виразити формулою:

$$\Sigma PZ_{\text{уп}} = (C_{\text{кс}} \cdot \chi_{\text{уп}} - A_{\text{б}}) \cdot K_{\text{уп}} \quad (3.35)$$

де $\Sigma PZ_{\text{уп}}$ — сума збільшення прибутку за рахунок зниження умовно-постійних витрат, грн; $C_{\text{кс}}$ — сума витрат за однією з комплексних статей, грн; $\chi_{\text{уп}}$ — частка умовно-постійних витрат у статтях витрат; $A_{\text{б}}$ — сума амортизаційних відрахувань у собівартості базового періоду, грн; $K_{\text{уп}}$ — коефіцієнт темпів приросту обсягу випуску продукції.

– *підвищення якості продукції* — значний резерв збільшення прибутку.

РОЗДІЛ 4 АНАЛІЗ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

4.1. Економічна сутність інвестицій та інвестиційної діяльності

– коли інвестиції ототожнюють з капіталовкладеннями, хоч останні передбачають лише вкладення у відтворення основних засобів

— як виробничого, так і невиробничого характеру. Інвестиції більш широке поняття, під яким слід розуміти не тільки вкладення в основні, а й у оборотні активи, в різні фінансові інструменти, окремі види нематеріальних активів;

— коли інвестиції пов'язують виключно з цілями приросту капіталу або отриманням прибутку. Хоча в умовах ринкової економіки ця мета є визначальною, інвестиції можуть переслідувати й інші цілі вкладення капіталу (екологічні, соціальні);

— коли інвестиції розглядають як будь-яке вкладення капіталу, навіть таке, що не пов'язане з метою отримання прибутку. Йдеться про вкладення коштів у придбання товарів довгострокового споживання (телевізорів, автомобілів);

— коли інвестиції тлумачать як вкладення грошових коштів. З таким визначенням не можна погодитися, оскільки інвестування може здійснюватися у формі рухомого та нерухомого майна, нематеріальних активів, різних фінансових інструментів;

— коли інвестиції характеризують як довгострокові вкладення. Безумовно, окремі форми інвестицій мають довгостроковий характер (вкладення в основні засоби, будівництво, інноваційну діяльність), однак інвестиції можуть бути короткостроковими (короткострокові фінансові вкладення, депозитні сертифікати з періодом обігу до одного року);

— коли інвестиції визначають як процес реалізації інвестиційної діяльності. Є думка, що категорії «інвестиції» та «інвестиційний процес» потрібно розмежовувати, оскільки під інвестиціями розуміють усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницького та іншого видів діяльності, у результаті чого утворюється прибуток чи досягається соціальний ефект; а «інвестиційний процес» включає в себе комплекс економічних заходів (таких, як розробка інвестиційної стратегії, аналіз фінансово-інвестиційного ринку, формування та управління інвестиційним портфелем, оцінка ефективності інвестування тощо), які використовують при здійсненні підприємством інвестиційної діяльності.

Основні характеристики інвестицій:

— **інвестиції як предмет економічного управління.** виступаючи носієм економічних характеристик і економічних інтересів, інвестиції є

об'єктом економічного управління як на макро-, так і на мікрорівні будь-яких економічних систем;

– **інвестиції як найбільш активна форма залучення накопиченого капіталу в економічний процес;**

– **інвестиції як можливість використання накопиченого капіталу в усіх альтернативних формах.** Найбільш універсальною з позиції сфери використання в інвестиційному процесі є грошова форма капіталу, яка дня безпосереднього застосування в цьому процесі потребує в більшості випадків його трансформації в інші форми;

– **інвестиції як альтернативна можливість вкладення капіталу в будь-які об'єкти господарської діяльності.** У комбінації з іншими факторами виробництва (трудові, природні ресурси) інвестиційний капітал може бути використаний як для випуску продукції споживчого призначення, так і капітальних товарів у формі засобів і предметів праці;

– **інвестиції як джерело генерування ефекту підприємницької діяльності.** Досягнення ефекту інвестицій визначається їх потенційною спроможністю генерувати дохід;

– **інвестиції як об'єкт ринкових відносин.** Різноманітні інвестиційні ресурси, товари та інструменти, що використовуються підприємством у процесі діяльності, виступають як об'єкти купівлі-продажу на особливому ринку — «інвестиційному ринку»;

– **інвестиції як об'єкт власності та розпорядження.** Як об'єкт підприємницької діяльності інвестиції є носієм прав власності та розпорядження;

– **інвестиції як об'єкт переваги.** Між інвестуванням капіталу та отриманням інвестиційного доходу часовий лаг може характеризуватися більшим або меншим інтервалом. Відповідно перед інвестором стоїть альтернатива часової переваги використання капіталу;

– **інвестиції як носій ризику.**

– **інвестиції як носій ліквідності.** Процес звільнення вкладеного капіталу, який забезпечується його ліквідністю, характеризується терміном *дезінвестиції* Капітал, звільнений у процесі дезінвестиції, може бути реінвестований в інші об'єкти та інструменти.

За видами інвестиції поділяють на:

– грошові кошти, цільові банківські внески, паї, акції та інші

цінні папери;

- рухоме та нерухоме майно;
- майнові права, пов'язані з авторським правом, досвідом та іншими видами інтелектуальних цінностей;
- сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, які оформлені у вигляді технічної документації та виробничого досвіду, необхідного для організації того чи іншого виду виробництва, але не запатентованого («ноу-хау»);
- права користування землею, ресурсами, а також майнові права;
- інші цінності.

За *об'єктами вкладення капіталу* розрізняють:

- реальні інвестиції, які включають вкладення капіталу в матеріальні (будинки, споруди, обладнання тощо) і нематеріальні (патенти, ліцензії, «ноу-хау», науково-технічні та проектно-конструкторські роботи у вигляді документації, програмні засоби тощо) активи;
- фінансові інвестиції, що акумулюють вкладення коштів у різні фінансові інструменти — цінні папери, депозити, цільові банківські внески.

За *характером участі в інвестиційному процесі* інвестиції поділяють на:

- прямі, які передбачають безпосередню участь інвестора у виборі об'єкта інвестування та вкладанні коштів. При цьому інвестор безпосередньо залучений в усі стадії інвестиційного циклу, в тому числі в передінвестиційні дослідження, проектування й будівництво об'єкта інвестування, а також виробництво кінцевої продукції;
- непрямі, що здійснюються через різного роду фінансових посередників (інвестиційні фонди та компанії), які акумулюють і розміщують на свій погляд найбільш ефективно фінансові кошти. Такі посередники беруть участь в управлінні об'єктами інвестування, а отримані доходи розподіляють серед клієнтів.

У *регіональному аспекті* виділяють інвестиції:

- внутрішні, тобто вкладення суб'єктів господарської діяльності певної держави;
- іноземні — вкладення іноземних юридичних, фізичних осіб,

іноземних держав, міжнародних урядових і неурядових організацій;

- зарубіжні — вкладення коштів в об'єкти інвестування за межами території певної країни.

За *періодом інвестування* прийнято розподіляти інвестиції на:

- короткострокові, як правило, тривалістю не більш як один рік (короткострокові депозитні внески, короткострокові фінансові вкладення);
- довгострокові, тривалістю більш як один рік.

За *формами власності* інвестиції поділяють на:

- приватні кошти громадян, підприємств недержавної форми власності, неурядових організацій;
- державні, що фінансуються за рахунок бюджетних коштів різних рівнів державними підприємствами і установами;
- змішані, які передбачають вкладення як приватного, так і державного капіталу в об'єкти інвестування.

За *ступенем ризику* інвестиції поділяють на такі види:

- *безризикові*, які характеризують вкладення коштів у такі об'єкти інвестування, по яких відсутній реальний ризик втрат капіталу або очікуваного доходу і практично гарантоване отримання розрахункової реальної суми чистого інвестиційного прибутку;

- *ризикові*, ступінь ризику в яких залежить від реакції ринку на зміни результатів роботи підприємства, строків інвестування та отримання результатів, масштабів проекту, його цілей (створення нової продукції, зменшення витрат виробництва, розширення обсягів продажу тощо).

Критеріями оцінки ступеня ризику можуть бути:

- а) можливість втрати всієї суми розрахункового прибутку — допустимий ризик;
- б) можливість втрати не тільки прибутку, а й розрахункового валового доходу після реалізації проекту — критичний ризик;
- в) можливість втрати всіх активів і банкрутство інвестора — катастрофічний ризик.

4.2. Методологія оцінки реальних інвестицій

Фінансово-економічна оцінка інвестиційних проектів займає центральне місце в процесі обґрунтування та вибору можливих варіантів вкладення коштів в операції з реальними активами. При

всіх інших сприятливих характеристиках проекту він ніколи не буде прийнятий до реалізації, якщо не забезпечить:

- відшкодування вкладення коштів за рахунок доходів від реалізації товарів і послуг;
- отримання прибутку, що забезпечує рентабельність інвестицій не нижче бажаного для підприємства рівня;
- окупності інвестицій у межах строку, прийнятного для підприємства.

Визначення реальності досягнення саме таких результатів інвестиційних операцій і є основним завданням оцінки фінансово-економічних параметрів будь-якого проекту вкладення коштів у реальні активи.

При аналізі інвестиційних проектів зазвичай ураховують такі припущення.

По-перше, те, що будь-який інвестиційний проект можна розглядати як грошовий потік, який складається з двох частин:

- інвестиційної, тобто чистого грошового відтоку, що найчастіше буває одноразовим;
- подальшого зворотного потоку, тобто розподілений у часі серії надходжень, які дають змогу окупити вихідну інвестицію.

По-друге, вважають що весь обсяг інвестицій здійснюється наприкінці року, який передуює першому року надходжень грошових коштів, що генеруються проектом, хоча в принципі інвестиції можуть здійснюватися протягом низки послідовних років. Аналогічно припускають, що притік грошових коштів має місце наприкінці чергового року (відповідно до розрахунку прибутку — нарастаючим підсумком на кінець періоду).

По-третє, основні критерії оцінки інвестиційних проектів передбачають урахування фактору часу, оскільки існує часовий розрив між вкладенням у проект і отриманням доходів по ньому.

Критичними моментами в процесі оцінки інвестиційних проектів є;

- оцінка вартості капіталу, що залучається для реалізації інвестиційного проекту (вартість капіталу, під якою розуміють відносний рівень витрат при використанні того чи іншого джерела фінансування, розглянуто в розд. 5;
- вибір ставки дисконтування;
- оцінка показників ефективності проекту;

- аналіз невизначеності та ризику інвестиційних проектів.

4.2.1. Оцінка показників ефективності проекту

У системі управління реальними інвестиціями оцінка ефективності інвестиційних проектів являє собою один із найвідповідальніших етапів.

Методичні рекомендації щодо оцінки інвестиційних проектів та їх відбору для фінансування, методика ЮНІДО (Організації Об'єднаних Націй по Промисловому розвитку) та інші вітчизняні і зарубіжні праці з оцінки ефективності інвестицій пропонують розрізняти прийнятні для цієї мети методи:

- а) основані на облікових оцінках;
- б) основані на дисконтованих оцінках.

У першому випадку фактор часу до уваги не беруть, і методи, основані на облікових оцінках, передбачають використання в розрахунках бухгалтерських даних про інвестиційні витрати і доходи без їх дисконтування.

У другому випадку до уваги беруть чинник часу, тому дисконтні методи розрахунку передбачають обов'язкове дисконтування інвестиційних витрат і доходів по окремих інтервалах періоду, що розглядається.

До методів, основаних на облікових оцінках, відносять:

- строк окупності інвестицій ;
- облікову норму прибутку .

До методів, основаних на дисконтованих оцінках, належать:

- чистий приведений дохід ;
- індекс рентабельності інвестицій ;
- внутрішня норма прибутку ;
- дисконтований строк окупності інвестицій .

Простий бездисконтний метод окупності проекту ґрунтується на тому, що визначається кількість років (місяців), необхідних для повного відшкодування початкових капітальних витрат.

Як правило, обираються проекти з мінімальними строками окупності капітальних вкладень.

Такий метод дає змогу оцінити ліквідність і ризикованість проекту. Деякі фахівці при розрахунку показника «строк окупності» все-таки рекомендують урахувати часовий аспект. У цьому разі дисконтовані грошові потоки доходів порівнюють з дисконтованими грошовими

потоками капітальних витрат. Очевидно, що в разі дисконтування строк окупності збільшується, тобто $DPP > PP$.

Метод обліковсі (простой) норми прибутку застосовують для оцінки проектів з коротким періодом окупності капітальних витрат (до 1 року). Проста норма прибутку — відношення прибутку, отриманого з реалізації проекту, до вихідних інвестицій.

Метод чистого приведенного доходу NPV базується на основній цільовій настанові, яка визначається власниками компанії, — підвищення цінності фірми, кількісною оцінкою якої виступає її ринкова вартість.

Під *чистим приведеним доходом* розуміють різницю між приведеною до сучасної вартості сумою чистого грошового потоку за період експлуатації інвестиційного проекту та сумою інвестиційних витрат на його реалізацію.

Припустимо, прогнозується, що інвестиції ІС будуть генерувати протягом n років річні доходи в розмірі $P_1, P_2, P_3 \dots P_n$. Тоді загальна накопичена величина дисконтованих доходів PV та чистий приведений дохід NPV при одноразовому здійсненні інвестиційних витрат відповідно розраховують за формулами:

$$PV = \sum_{k=1}^n \frac{P_k}{(1+r)^k} \quad (4.1)$$

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{P_k}{(1+r)^k} - IC \quad (4.2)$$

Якщо інвестиційні витрати, пов'язані з реалізацією інвестиційного проекту, здійснюються в кілька етапів, розрахунок показника чистого приведенного доходу виконують за формулою:

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{P_k}{(1+r)^k} - \sum_{k=1}^n \frac{IC_k}{(1+r)^k} \quad (4.3)$$

Метод розрахунку **індексу рентабельності інвестицій (PI)** є по суті наслідком розрахунку показника NPV . Індекс рентабельності розраховують за формулою:

$$PI = \sum_{k=1}^n \frac{P_k}{(1+r)^k} \div IC \quad (4.4)$$

Очевидно, що якщо: $PI > 1$, то проект приймають до реалізації;

$PI < 1$, проект не приймають до реалізації;

$PI = 1$, проект вважають і неприбутковим, і незбитковим.

Метод розрахунку **внутрішньої норми прибутку інвестицій (IRR)**. Під внутрішньою нормою прибутку інвестиції розуміють значення коефіцієнта дисконтування r , при якому NPV проекту дорівнює нулю.

На практиці в більшості компаній розраховують кілька критеріїв, при цьому їх значення використовують як один із формалізованих аргументів при прийнятті рішень щодо інвестиційних проектів.

4.2.2. Аналіз невизначеності і ризику інвестиційних проектів

Під *невизначеністю* розуміють стан неоднозначності розвитку певних подій у майбутньому, а також неможливості точного визначення величин основних показників розвитку діяльності підприємства, у тому числі реалізації інвестиційного проекту. Невизначеність — це об'єктивне явище, яке властиве будь-якій сфері підприємницької діяльності.

Головним завданням інвестора є переведення ситуації невизначеності в ситуацію, коли можна вказати ймовірний розподіл можливих результатів. Тобто ця процедура дає змогу здійснити обґрунтоване визначення ефективності інвестиційного проекту на основі розгляду різних значень (рівнів) окремих показників з урахуванням імовірності цих значень.

Слід зауважити, що мірою невизначеності в досягненні системою заданої мети при обраному способі її досягнення є ризик.

У цілому ризик є складною для розуміння категорією, до визначення якої існує принаймні два підходи — у термінах втрат і збитків та в термінах невизначеності.

У термінах втрат ризик визначається як імовірність того, що збитки перевищать певне значення. Існує також визначення ризику як математичного очікування втрат чи збитків.

В інвестиційному і фінансовому менеджменті під *ризиком* розуміють міру невизначеності в одержанні очікуваних доходів від вкладених інвестицій.

Під *ризиком реального інвестиційного проекту* розуміють імовірність виникнення несприятливих фінансових наслідків у

формі втрат очікуваного інвестиційного доходу в ситуації невизначеності умов його здійснення.

Слід зауважити, що метою аналізу проектних ризиків є визначення:

- а) можливих шляхів зниження ризиків;
- б) ступеня доцільності реалізації проекту за наявного рівня ризику та способів його зниження.

Аналіз проектних ризиків передбачає вирішення таких завдань:

- виявлення ризиків проекту;
- оцінка ризику проекту;
- визначення чинників, що впливають на ризик;
- пошук шляхів скорочення ризику;
- врахування ризику при оцінці доцільності реалізації проекту;
- врахування ризику при оцінці доцільності реалізації способу фінансування проекту.

Усю різноманітність методів оцінки інвестиційних ризиків поділяють на дві групи:

- а) формалізовані (кількісні) методи оцінки проектних ризиків;
- б) неформалізовані методи.

Причому до найбільш поширених *кількісних методів* оцінки ризику реальних інвестиційних проектів відносять:

- статистичний;
- метод експертних оцінок;
- метод «дерева рішень»;
- метод доцільності витрат;
- метод використання аналогів;
- метод зміни грошового потоку.

Серед неформалізованих методів, які широко використовують у проектному аналізі, найпопулярнішими (з боку їх практичного застосування) стали:

- аналіз чутливості;
- аналіз сценаріїв проекту;
- метод імітаційного моделювання;
- метод поправки на ризик коефіцієнта дисконтування.

Зміст статистичного методу оцінки ризиків інвестиційного проекту полягає в дослідженні доходів і втрат від вкладення ка-

піталу та встановлення частоти їх виникнення. На основі отриманих даних здійснюється прогноз на майбутнє.

У процесі застосування такого методу вихідні дані розглядають як очікувані значення певних випадкових величин з відомими законами ймовірності розподілу.

Законом розподілу випадкової величини називають закон відповідності між можливими значеннями випадкової величини та їх імовірностями.

Закон розподілу характеризується кількома показниками, зокрема математичним очікуванням, дисперсією, середньоквадратичним відхиленням, коефіцієнтом варіації.

Математичним очікуванням, або середнім очікуваним значенням випадкової величини D називається число, яке дорівнює сумі добутків значень величини D на відповідні ймовірності id

Цей показник виражає зміни кількості оцінки ознаки при переході від одного випадку (варіанта) до іншого.

Метод «дерева рішень» дає змогу найбільш комплексно враховувати ризики реального інвестиційного проекту по окремих послідовних етапах його здійснення. Експертні оцінки можливих сценаріїв варіації вихідних параметрів проекту при використанні цього методу є більш обґрунтованими, оскільки в цьому випадку вони визначаються не по проекту в цілому, а в розрізі окремих етапів його реалізації та з урахуванням періоду часу кожного з етапів. Імовірність несприятливого результату в досягненні заданих кінцевих показників ефективності проекту характеризуватиме ступінь його ризику.

Метод доцільності витрат орієнтований на виявлення потенційних зон ризику. Перевитрати затрат можуть бути викликані такими факторами:

- початковою недооцінкою вартості проекту;
- зміною меж проектування;
- відмінностями в ефективності проектів (дохідності, окупності, безпечності тощо);
- збільшенням початкової вартості проекту в процесі його реалізації і т. д.

Ці ключові фактори можуть бути деталізовані з метою визначення рівня ризику **капітальних** витрат.

Метод **використання аналогів** полягає в пошуку та використанні схожості, подібності явищ, проектів та їх зіставленні з іншими аналогічними об'єктами. Для цього методу, як і для методу експертних оцінок, характерний певний суб'єктивізм, оскільки вирішальне значення при оцінці об'єктів має інтуїція, досвід та знання експертів, аналітиків.

На відміну від попередніх методика **зміни грошового потоку** дає змогу оцінити появу заданої величини грошових надходжень по інвестиційному проекту для кожного року. Після цього складають новий проект на основі відкоригованих за допомогою знижувального коефіцієнта грошових потоків і для них розраховують NPV. (Знижувальний коефіцієнт являє собою ймовірність появи грошових надходжень). Перевагу віддають проекту, відкоригований грошовий потік якого має найбільший NPV; цей проект вважають менш ризикованим.

4.3. Методологія оцінки фінансових інвестицій

Функціональна спрямованість операційної діяльності підприємств визнає пріоритетною формою здійснення реальних інвестицій. Однак на окремих етапах розвитку підприємство виправдано здійснює також фінансові інвестиції. Така спрямованість інвестицій може бути викликана необхідністю ефективного використання інвестиційних ресурсів, коли кон'юнктура фінансового ринку дає змогу отримати значно більший рівень прибутку на вкладений капітал, ніж операційна діяльність.

У зв'язку з цим фінансові інвестиції розглядаються як активна форма ефективного використання тимчасово вільного капіталу або як інструмент реалізації стратегічних цілей, пов'язаних з диверсифікацією операційної діяльності підприємства.

Слід зазначити, що фінансове інвестування здійснюється підприємством у таких формах:

- вкладення капіталу в статутні фонди спільних підприємств;
- вкладення капіталу в доходні види грошових інструментів;
- вкладення капіталу в доходні види фондових інструментів.

Проте основною формою фінансових інвестицій (серед перелічених) справедливо вважають останню. Вона характеризується веденням капіталу в різні види цінних паперів, що вільно обер-

таються на фондовому ринку. Використання цієї форми фінансового інвестування пов'язано з широким вибором альтернативних інвестиційних рішень як по інструментах інвестування, так і по інвестування, так і по його строках; більш високим рівнем державного регулювання та захищеності інвестицій, розвинутою інфраструктурою фондового ринку, наявністю інформації про стан і кон'юнктуру фондового ринку, що оперативно надається. Основною метою цієї форми фінансового інвестування є генерування інвестиційного прибутку, хоча в окремих випадках вона може бути використана для встановлення форм фінансового впливу на окремі компанії при вирішенні стратегічних завдань.

Під *цінними паперами* розуміють документ, що засвідчує з дотриманням установленої форми та обов'язкових реквізитів майнові права, здійснення або передача яких можливі лише при його поданні.

Приймаючи рішення про доцільність придбання того чи іншого фінансового активу, необхідно насамперед оцінити економічну ефективність операції, що планується. Цілком очевидно, що при цьому можна орієнтуватися або на абсолютний, або на відносний показники. У першому випадку йдеться про вартість активу, у другому — про його дохідність.

4.3.1. Оцінка вартості фінансових активів

Ураховуючи те, що на фондовому ринку із числа боргових та пайових цінних паперів здебільшого переважають облігації та акції, розглянемо методику оцінки вартості саме цих фінансових інструментів.

Облігація є емісійною ціною папера, яка закріплює права її власника на отримання від емітента в передбачений строк її номінальної вартості та зафіксованого в ній відсотка від цієї вартості або майнового еквівалента.

Облігації випускають у формі позики капіталу, а покупець облігації виступає як кредитор, який отримує відсотки на вкладений капітал у визначені заздалегідь строки, а по закінченні строку облігації — її номінальну вартість.

Іншими словами, облігація засвідчує:

- факт надання власником папера грошових коштів емітенту;
- зобов'язання емітента повернути борг через певний час;
- право інвестора отримувати у вигляді винагороди за надані

грошові кошти певний дохід, який визначається виходячи з розміру відсотка або купонної ставки, що встановлюється від номінальної вартості облігації.

Періодичність виплати відсотка по облігації визначається умовами позики і може бути квартальною, піврічною або річною. Причому відсотки по облігаціях сплачуються незалежно від прибутку та фінансового стану акціонерного товариства — емітента до виплати дивідендів по акціях.

Існують різні види облігацій.

За строком дії облігації поділяють на:

- короткострокові (від 1 до 3 років);
- середньострокові (від 3 до 7 років);
- довгострокові (від 7 до 30 років);
- безстрокові (виплата відсотків здійснюється невизначено довго).

За *характером обороту* облігації поділяють на конвертовані та неконвертовані.

Конвертовані облігації підлягають обміну на акції або інші облігації відповідно до умов емісії. Найчастіше це звичайні акції акціонерного товариства, яке випустило облігації. Причому товариство не має права розміщувати конвертовані облігації, якщо кількість оголошених акцій певних категорій і типів менша від тієї кількості акцій, право на придбання яких надають такі облігації.

Придбання конвертованої в звичайні акції облігації, з одного боку, гарантує отримання доходу, який приносить облігація у разі не дуже успішної роботи акціонерного товариства, а з другого — зберігає можливість збільшити дохід, конвертувавши облігацію в акцію, якщо по ній почали виплачувати високі дивіденди.

Власники *неконвертованих облігацій* подібним правом покупки акцій не володіють.

За *способом погашення* розрізняють:

- облігації з відкладеним фондом;
- облігації з викупним фондом;
- відзивні облігації;
- безвідзивні облігації.

Відкладений фонд призначається для погашення облігаційної позики (частково або всієї суми) за номінальною вартістю облігацій шляхом прямого обернення до власників цих цінних паперів.

Викупний фонд призначається для викупу частки облігаційної позики на ринку за раніше встановленою ціною.

Відзивні облігації передбачають можливість їх дострокового погашення за бажанням власників. При цьому рішенням про випуск облігацій визначаються вартість погашення і строк, не раніше якого облігації можуть бути пред'явлені до погашення достроково.

Безвідзивні облігації погашаються у встановлений товарист-вом строк погашення за номіналом, тобто в розмірі тієї грошової суми, яка позначена на лицьовому боці облігації.

За *способом виплати доходу* розрізняють облігації:

- з фіксованою купонною ставкою;
- з плаваючою купонною ставкою;
- з рівномірно зростаючою купонною ставкою;
- з нульовим купоном (емісійний курс облігації встановлюється нижче від номінального, різниця між ними являє собою дохід інвестора, що виплачується в момент погашення облігації; відсоток по облігації не сплачується);
- з оплатою на вибір (купонний дохід за бажанням інвестора може замінюватися облігаціями нового випуску);
- змішаного типу (протягом певного періоду виплата доходу здійснюється за фіксованою ставкою, потім — за плаваючою ставкою).

Розглянемо показники і способи оцінки основних видів облігацій.

Слід зауважити, що облігації характеризуються різними вартісними показниками, основним з яких є номінальна, конверсійна і теоретична вартість, а також викупна і ринкова ціни.

Номінальна вартість надрукована на самій облігації і найчастіше використовується як база для нарахування відсотків. Цей показник має значення тільки в двох випадках: у момент випуску облігацій при встановленні ціни розміщення, а також у моменти нарахування відсотків, якщо останні прив'язані до номіналу.

Конверсійна вартість — розрахунковий показник, що характеризує вартість облігації, в умовах емісії якої передбачена мож-

ливість конвертації її при певних умовах у звичайні акції фірми-емітента.

Поточна теоретична вартість (ціна, інвестиційна вартість) облігації визначається розмірами та можливістю отримання в майбутньому доходів по ній. Тому сучасна вартість майбутнього потоку платежів і є поточною теоретичною вартістю цінних паперів.

Для визначення поточної вартості потрібно спрогнозувати майбутній потік доходів і знайти сучасні вартості майбутніх доходів на поточний момент.

Теоретична вартість — один із основних показників, що характеризує фінансові інвестиції. На основі теоретичної ціни визначається інвестиційна привабливість цінних паперів.

Викупна ціна (ціна дострокового погашення, відзивна ціна) — це ціна, за якою здійснюється викуп облігації емітентом по закінченні строку облігаційної позики.

Ринкова (курсова) ціна облігації визначається кон'юктурою ринку. Значення ринкової ціни облігації у відсотках до номіналу називають курсом облігації.

Оскільки грошові надходження по роках по облігації з нульовим купоном (за винятком останнього року) дорівнюють нулю, вартість такої облігації з позиції інвестора розраховується за формулою:

$$B_T = C \cdot FM_2(r, n) \quad (4.5)$$

де C - сума, що сплачується при погашенні облігації; n — число років, через яке відбудеться погашення облігації; $FM_2(r, n)$ — коефіцієнт дисконтування з фінансової таблиці.

Теоретична вартість безстрокової облігації, яка передбачає невизначено довгу виплату доходу у встановленому розмірі, визначають за формулою:

$$B_T = C/r \quad (4.6)$$

де r — прийнятний (очікуваний) рівень дохідності.

Грошовий потік по безвідзивних облігаціях з постійним доходом складається з однакових по роках надходжень C та номінальної вартості облігації B_n , що виплачується в момент погашення. Тому

формула розрахунку внутрішньої вартості даного виду облігації буде такою:

$$B_T = C \cdot FM_4(r, n) + B_H \cdot FM_2(r, n) \quad (4.7)$$

Відзивна облігація відрізняється від безвідзивної наявністю двох додаткових характеристик: викупної ціни і строку захисту від дострокового погашення. У зв'язку з цим вартість таких облігацій здійснюється за допомогою попередньої формули, в якій номінальна вартість B_H замінена викупною ціною C .

Акція — це емісійна ціна папера, що закріплює право її власника на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством і на частину майна, що залишається після його ліквідації. Вона є безстроковою, оскільки обертається на ринку доти, поки існує акціонерне товариство, яке її викупило.

Емісія акцій здійснюється при:

- заснуванні акціонерного товариства і розміщенні акцій серед його засновників;
- приватизації державних і муніципальних підприємств через акціонування та подальший викуп акцій у Фонду державного майна;
- збільшенні розміру початкового статутного капіталу акціонерного товариства.

Акції свідчать про вклад їх власників — акціонерів — у статутний капітал АТ. Акціонери є колективними власниками майна товариства, що забезпечує їм право отримання частини прибутку від діяльності в АТ.

Клас акцій характеризується великим різноманіттям. Розрізняють акції по емітенту, тобто випущені акціонерним товариством, біржею, банком, інвестиційним фондом і компанією. Причому всі акції поділяють на розміщені та об'явлені.

Розміщені акції — це реалізовані акції, які визначають величину статутного фонду акціонерного товариства.

Об'явлені акції — це акції, які акціонерне товариство має право розмістити додатково до розміщених. Кількість об'явлених акцій визначено в статуті.

З погляду прав акціонерів акції поділяють на звичайні (прості) та привілейовані.

Звичайна акція дає один голос при вирішенні питань на зборах акціонерів і бере участь у розподілі чистого прибутку тільки після виплат доходів по облігаціях і дивідендів по привілейованих акціях. Розмір дивідендів на одну звичайну акцію визначається загальними зборами акціонерів і може бути збільшеним або зменшеним залежно від результатів фінансової діяльності товариства. Якщо стан АТ нестійкий або масштаби розвитку потребують залучення великих коштів, то дивіденд по звичайних акціях може не виплачуватися, особливо в перші роки після створення АТ.

Привілейована акція права голосу не дає, якщо інше не передбачено в статуті АТ, але на відміну від звичайної акції приносить гарантований дивіденд і має переваги під час розподілу прибутку та ліквідації товариства. Розмір фіксованого дивіденду по привілейованих акціях установлюється при їх випуску, а поточні розрахунки з їх власниками відбуваються до розрахунків з власниками звичайних акцій.

За способом відображення руху акції поділяють на іменні та папери на подавця. Дані про власника *іменної акції* реєструються у реєстрі акціонерного товариства. *Акції на подавця* допускають кушчвлю-продаж без необхідної реєстрації нового власника.

За рівнем ліквідності акції поділяють на цінні папери високої, середньої та низької якості. Розподіл акції за рівнем ліквідності є найважливішим і найскладнішим для інвестора питанням, оскільки на рівень ліквідності впливає багато чинників, як залежних від діяльності емітента, так і не залежних.

Як і у випадку з облігаціями, розрізняють кілька кількісних характеристик, що використовуються при оцінці акції: внутрішня, номінальна, балансова, конверсійна та ліквідаційна вартості, а також емісійна і курсова ціни.

Внутрішня вартість являє собою розрахунковий показник, що визначають за формулою:

$$B_B = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{C_i}{(1+r)^i} \quad (4.8)$$

де C_i — очікуваний грошовий потік в i -му періоді.

Конверсійну вартість розраховують для привілейованих акцій, в умовах емісії яких передбачена можливість їх конвертації в звичайні акції.

Номінальна вартість акції — вартість, що вказана на бланку акції. На відміну від облігації, для якої номінальна вартість має суттєве значення, оскільки відсотки по облігаціях установлюються по відношенню до номіналу незалежно від курсової ціни, для акцій цей показник практично не має значення і несе тільки інформаційне навантаження, характеризуючи частку статутного капіталу, яка припадає на одну акцію в момент заснування компанії.

Емісійна ціна являє собою ціну, за якою акція емітується, тобто продається на первинному ринку. Ця ціна може відрізнитися від номінальної вартості, оскільки найчастіше розміщення акцій відбувається через посередницьку фірму, яка є професійним учасником фондового ринку. У цьому випадку посередницька фірма скуповує весь випуск акцій за договірною ціною і в подальшому реалізує їх на ринку за ціною, яка визначається вже цією фірмою і перевищує номінал.

З початком операцій компанії частка капіталу, що припадає на одну акцію, змінюється. З цього погляду акція характеризується *балансовою вартістю*, яка може бути розрахована за балансом як відношення вартості «чистих» активів (загальна вартість активів за балансом за мінусом заборгованості кредиторам) до загального числа акцій, що були випущені.

Ліквідаційна вартість акції може бути визначена тільки в момент ліквідації товариства. Вона вказує, яка частина вартості активів за цінами можливої реалізації, що залишається після розрахунків з кредиторами, припадає на одну акцію. Оскільки облікові ціни активів можуть значно відрізнитися від їх ринкових цін залежно від інфляції та кон'юнктури ринку, ліквідаційна вартість не дорівнює балансовій.

Для обліку і аналізу найбільше значення має *курс*ова (поточна ринкова) ціна. Саме за цією ціною акція котирується (оцінюється) на вторинному ринку цінних паперів. Вона може визначатися різними способами, в основу яких покладено один і той самий принцип — зіставлення доходу по акції з ринковою нормою прибутку. Показником доходу може виступати або дивіденд, або величина чистого прибутку, що припадає на акцію.

Оцінка доцільності придбання акцій, як і у випадку з облігаціями, передбачає розрахунок теоретичної вартості акції та порівняння її з поточною ринковою ціною.

З теоретичного погляду, ціна звичайної акції має визначатися дисконтуванням усіх доходів, тобто дивідендів, які будуть по ній сплачені. Тоді формула визначення вартості акції буде такою:

$$B_a = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+r)^t} \quad (4.9)$$

де C_t — дивіденд, який буде виплачений у період t ; r — ставка дисконтування (дохідності).

Формула дещо змінюється, якщо інвестор, ураховуючи динаміку економічного циклу, бажає володіти акцією в період піднесення підприємства, коли воно отримує більш високі доходи, а потім планує її продаж. Для оцінки вартості такої акції використовують формулу:

$$B_a = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad (4.10)$$

де P_n — ціна акції в кінці періоду n , коли інвестор планує її продати.

При визначенні вартості акції виникають труднощі з прогнозуванням дивідендів, розмір яких підставляється в чисельник формули. У зв'язку з цим розглядають три варіанти динаміки прогнозних значень дивідендів:

а) дивіденди не змінюються, тоді використовують формулу:

$$B_a = C/r \quad (4.11)$$

б) дивіденди зростають з постійним темпом приросту, тобто передбачається, що базова величина дивіденду дорівнює C , щороку вона збільшується з темпом приросту q . Тоді формула розрахунку вартості акції буде такою:

$$B_a = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C \cdot (1+q)^t}{(1+r)^t} \quad (4.12)$$

в) дивіденди зростають із змінними темпами приросту. Якщо прогнозується, що за період володіння акцією темпи приросту дивідендів будуть змінюватися, наприклад двічі, то формула визначення вартості акції набуде вигляду:

$$B_a = \sum_{t=1}^n \frac{C_0 \cdot (1+q_1)^t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n+1}^{\infty} \frac{C_t \cdot (1+q_2)^t}{(1+r)^t} \quad (4.13)$$

де q_1 — темп приросту дивідендів за перший період, який буде тривати n років; q_2 — темп приросту дивідендів за наступні роки; C_0 — розмір дивідендів у першому періоді; C_1 — прогноз дивідендів у наступний період.

4.3.2. Оцінка дохідності фінансових активів

У попередньому розділі було висвітлено абсолютні показники та можливість їх використання в ситуаціях, коли необхідно прийняти рішення про доцільність придбання акцій або облігацій. Іншими важливими критеріями, що використовуються з такою самою метою, є показники дохідності.

Дохідність — це відносний показник, який розраховують як відношення доходу D що генерується даним фінансовим активом, до величини інвестицій IC в цей актив, тобто в найбільш загальному вигляді він може бути поданий так:

$$k = \frac{D}{IC} \quad (4.14)$$

Залежно від виду фінансового активу доходом D найчастіше виступають дивіденд, купонні виплати, приріст капіталізованої вартості (різниця між ціною погашення P_1 і ціною придбання P_0 фінансового активу). Отже, існують різні варіанти розрахунку дохідності.

Так основними характеристиками дохідності облігації *без права дострокового погашення* виступають:

- показник купонної дохідності,
- дохідність до погашення.

Показник *купонної дохідності* розраховують як відношення абсолютної величини річного купонного доходу до номінальної вартості облігації, тобто:

$$k_k = \frac{C}{B_H} \cdot 100 \quad (4.15)$$

де K_k — показник купонної дохідності; C — абсолютна величина купонної дохідності; B_H — номінальна вартість облігації.

КУПОННІ виплати здійснюються щороку або періодично внутрішньо річними платежами і виражаються абсолютною величиною:

$$C = \frac{r \cdot B_H}{100} \quad (4.16)$$

де r — річна купонна ставка, %

Показник *дохідності до погашення UTM* розраховують відношенням середньорічного доходу (річний відсоток плюс частина різниці між номінальною вартістю та ціною покупки облігації) до середньої величини інвестиції:

$$UTM = \frac{C + \frac{B_H - C_p}{n}}{\frac{B_H + C_p}{2}} \quad (4.17)$$

де C_p — поточна (на момент оцінки) ціна облігації; n — кількість років, що залишилися до погашення облігації.

Дохідність до погашення *облігації з нульовим купоном* визначають за формулою:

$$UTM_{нк} = \sqrt[n]{\frac{B_H}{C_p}} - 1 \quad (4.18)$$

У разі потреби визначення дохідності акції використовують такі три показники:

– дивідендну норму дохідності (дивіденд у відсотковому відносно номіналу вираженні):

$$k_D = \frac{D}{P_{\text{ном}}} \cdot 100 \quad (4.19)$$

де D — абсолютний рівень дивіденду в грошових одиницях;
 $P_{\text{ном}}$ — номінальна ціна акції;

– поточну норму дохідності (відношення дивіденду до ціни придбання)

$$k_n = \frac{D}{P_n} \quad (4.20)$$

де P_n — поточна ринкова ціна акції.

– повну норму дохідності, яка являє собою суму поточної (D/P_0) і капіталізованої дохідності ($(P_1 - P_0)/P_0$).

У цьому разі інвестор крім доходів від дивідендів отримує ще й дохід від капіталізації (дохід від приросту капіталу), який виникає тоді, коли акції скуповуються в спекулятивних цілях і через деякий час мають бути продані за ціною P_1 , більшою, ніж ціна їх придбання P_0 . При цьому використовують таку формулу:

$$k = \frac{D}{P_0} + \frac{(P_1 - P_0)}{P_0} \quad (4.21)$$

де P_0 — ринкова ціна акції на момент прийняття рішення про їх купівлю; P_1 — очікувана ціна акції на момент її продажу.

Оцінка очікуваної дохідності конвертованої привілейованої акції також може бути отримана за допомогою попередньої формули, як P_1 має виступати очікувана конверсійна вартість акції.

Для оцінки значень очікуваної загальної дохідності звичайних акцій з рівномірно зростаючими дивідендами можна використати формулу, отриману на основі моделі Гордона:

$$k = \frac{D_0(1+q)}{P_0} + q = \frac{D_1}{P_0} + q \quad (4.22)$$

де D_0 — останній отриманий до моменту оцінки дивіденд по акції; D_1 — очікуваний дивіденд; P_0 — ціна акції на момент оцінки; q — темп приросту дивіденду.

З формули видно, що очікувана капіталізована дохідність звичайної акції з рівномірно зростаючим дивідендом збігається з темпом приросту дивіденду або темпом приросту ціни акції.

РОЗДІЛ 5 КОМПЛЕКСНИЙ ФІНАНСОВИЙ АНАЛІЗ

5.1. Поняття комплексного фінансового аналізу

У сучасній практиці управління корпоративними фінансами важливе місце займає проблема якісного та кількісного обґрунтування управлінських фінансових рішень, ефективне прийняття яких неможливе без використання фінансового аналізу. Водночас значна частина управлінських фінансових рішень потребує комплексного (інтегрального) підходу до дослідження об'єкта аналізу.

Важливою умовою адекватного розуміння проблемних питань організації та реалізації комплексного фінансового аналізу є опрацювання таких базових питань теми:

- поняття комплексного фінансового аналізу;
- методологія організації комплексного фінансового аналізу;
- часткові моделі реалізації комплексного фінансового аналізу.

Вивчивши матеріал теми, Ви повинні вміти:

- обґрунтувати цілі та завдання проведення комплексного фінансового аналізу для потреб конкретного замовника;
- сформулювати модель організації та реалізації комплексного фінансового аналізу, яка відповідає специфічним запитам конкретного об'єкта дослідження;
- інтерпретувати отримані кількісні результати комплексного фінансового аналізу та обґрунтувати відповідні управлінські фінансові рішення;
- оцінити результати моделі комплексного фінансового аналізу та її ефективність для конкретного підприємства.

В умовах глобалізації економіки та постійно зростаючого рівня вимог до забезпечення конкурентоспроможності підприємства як у коротко- так і довгостроковому періодах особливе значення відіграє проблема формування ефективної системи інформаційного забезпечення прийняття менеджментом управлінських фінансових рішень. Базою прийняття таких рішень мають бути результати фінансового аналізу. Поряд з цим у новітній практиці управління корпоративними фінансами помітні тенденції до домінування методів фінансового аналізу, спрямованих на дослідження об'єкта управління як цілісної системи взаємопов'язаних фінансових відносин. Звичайно, такі методи засновані на загальних принципах та прийомах фінансового аналізу, які були розглянуті у попередніх розділах підручника. Однак їх використання характеризується модифікацією підходу до формування вхідної та вихідної інформаційної бази, інтерпретації результатів дослідження, що визначається насамперед специфікою завдань, які ставляться перед комплексним фінансовим аналізом.

Так, прийняття окремих управлінських фінансових рішень потребує оцінки фінансово-економічного потенціалу суб'єкта господарювання в цілому — підприємства як цілісної системи, що є відокремленим суб'єктом економічних відносин, хоча не завжди окремим суб'єктом права

(має статус юридичної особи). За таких умов суб'єкт господарювання (підприємство) досліджується як економічна особа, наприклад дослідження господарської діяльності господарського товариства, фінансово-промислової групи, бізнес-групи, спільної діяльності без створення юридичної особи, господарських альянсів (інших форм об'єднання підприємств чи їх відокремлених структурних підрозділів) тощо.

5.1.1. Мета організації та проведення комплексного фінансового аналізу

Системоутворюючим елементом моделі КФА є мета організації та проведення аналізу, від чіткості формулювання якої залежить як ефективність усієї моделі КФА, так і достовірність результатів дослідження. КФА ґрунтується на загальних принципах фінансового аналізу, однак їх практичне застосування спрямоване на досягнення принципово іншої мети — у достатньо короткі строки провести розрахунки на основі обраної математичної моделі комплексного фінансового дослідження операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства — об'єкта дослідження, ідентифікувати фактичні результати та обґрунтувати прогностичний тренд розвитку фінансового стану суб'єкта господарювання у коротко- або довгостроковому періодах.

При цьому через отримання результатів комплексного фінансового дослідження діяльності підприємства забезпечується обґрунтованість прийняття (або відхилення) управлінських фінансових рішень щодо позиціонування такого суб'єкта господарювання на цільовому ринку (іншому економічному просторі). Під *позиціонуванням* слід розуміти визначення фінансово-економічного потенціалу підприємства — об'єкта дослідження щодо формування, підтримання та посилення позиції на цільовому ринку, яким можуть виступати такі інституції ринкової економіки:

- ринок продукції (робіт, послуг), яку виробляє чи планує виробляти підприємство — формування маркетингової стратегії;
- ринок R&D (ринок науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт) — формування виробничої та технологічної стратегій підприємства, забезпечення доступу до новітніх технологій і правовий захист власних розробок;
- ринок матеріальних ресурсів — формування системи

постачання матеріалів, запасів та інших комплектуючих для забезпечення безперервності операційної діяльності суб'єкта господарювання;

- ринок трудових ресурсів — обґрунтування ефективного фінансового забезпечення політики управління персоналом суб'єкта господарювання;

- ринок цінних паперів — формування емісійної стратегії на ринку цінних паперів, включаючи ринок прав власності, ринок боргових цінних паперів, а також ринок похідних цінних паперів;

- ринок кредитних ресурсів — визначення рівня доступу підприємства до банківських кредитів з метою покриття потреби в оборотному та інвестиційному капіталі;

- ринок корпоративного контролю — визначення рівня привабливості підприємства для ворожого (дружнього) поглинання, проведення корпоративної реструктуризації підприємства;

- ринок банкрутства — оцінка ймовірності оголошення підприємства фінансово неспроможним та/або оцінка його санаційної спроможності;

- інші ринки, що формують інфраструктуру ринкової економіки країни та міжнародного економічного простору і які безпосередньо задіяні в забезпеченні операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єкта господарювання — об'єкта дослідження.

Особливості цільового ринку, щодо якого здійснюється позиціонування суб'єкта господарювання, а також специфіка операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства визначають вибір об'єкта КФА та суб'єктів проведення такого аналізу.

5.1.2. Об'єкт і суб'єкти комплексного фінансового аналізу

Для побудови моделі КФА та її узгодження з метою такого дослідження необхідно правильно визначити об'єкт КФА, а також суб'єктів його реалізації.

Нагадаємо, що потреба комплексного фінансового аналізу викликана переважно потребами інформаційного, методологічного й організаційного забезпечення обґрунтування та прийняття управлінських фінансових рішень щодо фінансування різних видів діяльності суб'єкта господарювання у коротко- та довгостроковій пер-

спективі. Тому очевидним є твердження, що об'єктом КФА є сукупність фінансових відносин, що виникають при реалізації операційної, інвестиційної та фінансової діяльності структурного підрозділу підприємства, суб'єкта господарювання в цілому або їх групи (сукупності). Результатом такого аналізу буде кількісне вираження спроможності об'єкта дослідження забезпечити стабільність фінансово-господарської діяльності, приріст ринкової вартості підприємства та забезпечення доходу його власників у коротко- та довгостроковій перспективах. Іншими словами, КФА дає змогу кількісно оцінити рівень економічного потенціалу підприємства. При цьому об'єкт дослідження КФА може виражатися у таких формах:

- відокремлений суб'єкт господарювання, що має статус юридичної особи (підприємства у формі господарських товариств, державних чи казенних підприємств тощо);
- відокремлений суб'єкт господарювання, що не має статусу юридичної особи (спільна діяльність без створення юридичної особи, приватне підприємство тощо);
- структурний підрозділ суб'єкта господарювання (цех, філіал, дочірнє підприємство та ін.);
- інтегрована корпоративна структура (бізнес-група) або фінансово-промислова група (ФПГ);
- сукупність суб'єктів господарювання, не пов'язаних між собою формалізованими відносинами (підприємства-конкуренти, підприємства-бізнес-аналоги);
- інвестиційний проект, що реалізується окремим суб'єктом господарювання або їх групою (включаючи формалізовані та неформалізовані групи).

У встановленні реального рівня економічного потенціалу підприємства зацікавлені всі учасники корпоративних відносин — як інсайтери, так і аутсайтери. Названі категорії учасників ринку капіталу виступають основними замовниками КФА, хоча при цьому вони як суб'єкти КФА реалізують різні функції. Однак зважаючи на специфічність цілей та завдань, що ставляться замовниками перед КФА, та різний рівень їх інформаційної обізнаності про фінансово-господарську діяльність підприємства, об'єкта дослідження, до реалізації КФА можуть залучатися інші учасники — консалтингові

організації, рейтингові та інформаційні агентства. Роль останніх як суб'єктів КФА полягає у виконанні таких функцій:

а) *для рейтингових та інформаційних агентств:*

1) інформаційне забезпечення додатковою інформацією, що потрібна для КФА (наприклад, фінансова інформація щодо підприємств-аналогів, підприємств-конкурентів; середньогалузеві показники, загальноекономічні індикатори; ринкові індекси та інша фінансово-економічна інформація);

2) самостійне проведення КФА як форма реалізації інформаційного посередництва (наприклад, кредитні рейтинги підприємств таких агентств, як Тор-100 «Української Інвестиційної Газети» тощо);

б) *для консалтингових організацій:*

1) надання додаткової інформації для проведення КФА;

2) консалтинг внутрішніх служб замовника КФА щодо питань, які виникають при організації та проведенні КФА;

3) надання послуг щодо обґрунтування моделі КФА та її реалізація;

4) інтерпретація результатів дослідження для його замовників;

5) вироблення рекомендацій щодо формування стратегії діяльності у коротко- та довгостроковій перспективі тощо.

Слід визнати, що згадані вище суб'єкти КФА виконують відмінні функції, специфіка яких обумовлена метою та завданнями, які поставлені перед КФА.

Наприклад, з одного боку, дослідження рейтингових агентств реалізується на інформаційній базі про фінансово-господарську діяльність значної сукупності суб'єктів господарювання. Однак такі дослідження мають спрощений характер і спрямовані на оцінку, як правило, лише окремого аспекту їх діяльності, який визначається потребами цільової аудиторії. Так, часто оприлюднюються рейтинги підприємств за рівнем їх кредитоспроможності або прибутковості їх корпоративних прав, або їх ринкової активності (частки ринку) тощо. Такі рейтинги можуть задовольнити потребу частини замовників КФА, для яких основною вимогою до надання результатів КФА виступає гранична простота та швидкість їх отримання, наприклад дрібних інвесторів чи спекулянтів на ринку цінних паперів. З другого

боку, менеджерів, власників корпоративних прав підприємства або стратегічного інвестора не завжди (у більшості випадків) задовольняють результати лише такого аналізу, оскільки дана категорія замовників висуває принципово інші вимоги до організації, проведення та надання результатів КФА.

Тому доцільно зупинитися на з'ясуванні завдань КФА, які висуваються різними категоріями замовників, та їх впливу на реалізацію моделі такого дослідження.

5.1.3. Завдання комплексного фінансового аналізу

Завдання КФА можуть бути виражені через сукупність проблемних питань фінансового менеджменту, підтримка й прийняття управлінських рішень щодо яких покладено на комплексне фінансове дослідження господарської діяльності суб'єкта господарювання. Наприклад, власники покладають на КФА завдання з обґрунтування фінансових та інвестиційних рішень як у коротко-, так і в довгостроковому періоді, менеджери підприємства — вирішення проблеми інформаційного забезпечення, потреб оперативного та стратегічного фінансового планування та в разі потреби методологічного забезпечення окремих функцій антикризового фінансового управління та / або провадження справи про банкрутство. Водночас результуючі фінансові показники та коефіцієнти, що формуються в процесі реалізації КФА, необхідні для потенційних інвесторів підприємства, які розглядають інвестиційні проекти та пропозиції, для прийняття відповідних управлінських рішень щодо фінансування таких проектів, а кредиторам для обґрунтування рішень про надання кредиту, його обсягів і умов тощо.

Тому можна стверджувати, що основним завданням КФА операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства є забезпечення кількісної оцінки фінансово-економічного потенціалу суб'єкта господарювання, що досліджується. Нагадаємо, що таке дослідження здійснюється з метою позиціонування суб'єкта господарювання на цільовому ринку. У свою чергу, позиціонування як результат КФА є джерелом інформаційного забезпечення фінансового менеджменту і використовується, зокрема для обґрунтування та прийняття управлінських фінансових рішень щодо:

- залучення або здійснення реальних та фінансових інвестицій;
- оцінки результативності фінансово-господарської діяльності

суб'єкта господарювання та / або його структурних підрозділів;

- порівняльного аналізу фінансово-господарської діяльності окремих підприємств (підприємств-конкурентів, підприємств-аналогів);
- оцінки надійності комерційних партнерів (зокрема, у формі оцінки кредитоспроможності позичальника);
- прийняття управлінських рішень з приводу купівлі-продажу бізнесу;
- проведення господарських операцій на ринку корпоративного контролю;
- визначення напрямів та резервів оптимізації параметрів фінансових процесів, у тому числі організація фінансового оздоровлення суб'єкта господарювання (наприклад, у процесі реалізації антикризового фінансового менеджменту);
- оцінки необхідності та / або доцільності проведення реорганізації суб'єкта господарювання;
- визначення доцільності створення нового бізнесу, оцінка інвестиційної привабливості його подальшого функціонування на цільовому ринку чи необхідності згортання даного бізнесу;
- оцінки та затвердження інвестиційних проєктів, аналізу альтернативних можливостей, доступних замовнику КФА;
- формування ринкового портфеля інвестицій (коротко- чи довгострокових фінансових інвестицій) тощо.

Визначений вище орієнтовний перелік функціональних напрямів застосування КФА визначає особливі вимоги до вхідної та вихідної інформації, на основі якої здійснюється комплексне дослідження. Незважаючи на той факт, що в кожному із наведених напрямів буде використана різна фінансова інформація, задіяні різні джерела формування інформаційної бази КФА, вона має відповідати певним критеріям, які буде розглянуто нижче.

5.1.4. Інформаційна база комплексного фінансового аналізу

Формування інформаційної бази обґрунтування та реалізації моделі КФА має здійснюватися із дотриманням таких критеріїв та вимог;

- проведення комплексного аналізу здійснюється на основі системи цільових фінансових показників та коефіцієнтів відповідно до обраної методики оцінки фінансового стану об'єкта дослідження; сукупність таких показників може характеризувати один або кілька аспектів операційної, інвестиційної та фінансової діяльності об'єкта

дослідження;

- вхідна інформація щодо фінансово-господарської діяльності підприємства — об'єкта дослідження, що надається для подальшої її обробки, має бути повною, достовірною та поданою у вигляді, прийнятному для обробки;

- забезпечення зіставності фінансової інформації за відповідними напрямками її формування — цільові показники обраної методики, вхідна фінансова інформація мають бути приведені до зіставних одиниць виміру, подані за аналогічні часові періоди, що повинно забезпечити можливість їх адекватної математичної обробки;

- кожен із сукупності фінансових показників та коефіцієнтів, яка закладається в інформаційну основу моделювання цільового фінансового показника, має бути максимально інформативним, запобігати дублюванню та перекриттю показників;

- подання результатів КФА у простій та доступній для однозначної інтерпретації формі — результати дослідження являють собою, як правило, кількісну величину, яка визначає індекс, ранг, рейтинг об'єкта дослідження відповідно до встановленої шкали.

5.2. Методологія організації комплексного фінансового аналізу

Трансформація результативності моделі КФА в її ефективність досягається через дотримання всіма учасниками комплексного фінансового дослідження певної процедури його проведення.

По-перше, методологічна база КФА має базуватись на таких методиках, які б дали змогу в обмежені строки виконати сукупність завдань, поставлених замовниками перед КФА, та однозначно інтерпретувати результати такого дослідження. Зокрема, експрес-аналіз як часткова форма КФА за період у 1—2 дні на основі даних фінансової звітності, а також розшифровок окремих статей фінансової звітності, інших наявних та доступних джерел інформації (даних управлінського обліку, аудиторського звіту тощо) повинен забезпечити, наприклад, ідентифікацію інвестиційної привабливості об'єкта дослідження (зокрема, доцільності включення цінних паперів підприємства до ринкового портфеля), виявлення та ідентифікацію проблемних напрямів фінансово-господарської діяльності підприємства.

По-друге, на основі практичних результатів проведення КФА його виконавцями (фінансовими аналітиками) було напрацьовано досить

ефективний прийом організації аналізу фінансових звітів — порівняльний аналіз. Порівняльний аналіз являє собою внутрішньогосподарський аналіз зведених показників фінансової звітності за окремими напрямками діяльності самого підприємства та його дочірніх підприємств або міжгосподарський аналіз показників даної фірми порівняно з відповідними показниками конкурентів, середньогалузевими чи середніми показниками. Залежно від поставленого завдання щодо організації комплексного фінансового аналізу конкретного об'єкта необхідно насамперед визначитись із найбільш оптимальною базою для порівняння значень аналітичних індикаторів — значень фінансових показників.

Базою для забезпечення порівняльного аналізу можуть слугувати такі системи індикаторів:

- середньогалузеві значення показників;
- показники фінансово-господарської діяльності підприємств, які є дилерами у галузі, до якої належить об'єкт дослідження;
- певні нормативні значення фінансових показників відповідно до законодавчих та / або внутрішніх нормативних документів, рекомендацій науковців;
- цільові значення фінансових показників, визначені потенційними інвесторами або замовниками дослідження;
- оптимальні та / або критичні значення фінансових показників, розраховані аналітиками для підприємства, яке аналізується, ураховуючи специфіку та особливості його фінансово-господарської діяльності;
- усереднені за часом значення фінансових показників, визначені на основі даних про фінансово-господарську діяльність підприємства у найсприятливіші періоди його функціонування.

По-третє, для проведення такого аналізу потрібно забезпечити формування системи показників та індикаторів, які б у своїй сукупності відповідали вимогам комплексної характеристики поточного стану об'єкта дослідження, формування та підтримання перспектив його подальшого розвитку. При цьому слід пам'ятати, що використання надлишкової кількості фінансових показників і коефіцієнтів може спричинити невиправдану втрату часу на математичне та аналітичне забезпечення дослідження функціонально взаємозалежних між собою показників (наприклад, індекс постійного активу та коефіцієнт

маневреності власних коштів). Це, у свою чергу, значно знизить оперативність комплексного аналізу, яка є базовою характеристикою його ефективності. Наповненість цільової сукупності тими чи іншими фінансовими показниками буде залежати від завдань, що поставлені перед аналізом його замовниками у кожному конкретному випадку. Серед таких вимог, що висувуються до потенційних показників, можна виділити невелику сукупність критичних значень.

По-четверте, ефективність реалізації КФА та його відповідність запитам замовників такого дослідження значною мірою залежить від можливості побудови адекватної системи однозначної інтерпретації результатів математичної та аналітичної обробки визначеної групи цільових показників з метою попередження та уникнення двозначності висновків, протиріч поглядів окремих експертів щодо ідентифікації стану об'єкта дослідження.

У сучасній практиці фінансового аналізу взагалі та КФА зокрема поширеним засобом досягнення визначеної вище мети є розробка системи ранжування, відповідно до якої кожному значенню цільового показника відповідає однозначно визначений ранг, а сума рангів, отриманих даним об'єктом дослідження за результатами аналізу, слугує підставою для підсумкової характеристики його фінансово-економічного стану, розвитку тенденцій його зміни та перспектив подальшого функціонування. Типовим прикладом такого ранжування може бути рейтинг кредитоспроможності суб'єктів господарювання.

Отже, оброблена оцінка окремих сторін фінансово-господарської діяльності підприємства на основі математичного моделювання органічно komponується в єдиному інтегрованому фінансовому показнику. Отриманий у результаті КФА інтегрований показник є характеристикою об'єкта дослідження — суб'єкта господарювання щодо його відповідності поточним ринковим умовам. Наступні висновки є інформаційною основою для виконання поставленого управлінського завдання та дають змогу робити обґрунтовані висновки щодо ідентифікації фінансово-економічного потенціалу об'єкта дослідження і сформулювати очікуваний тренд його розвитку у коротко- та довгостроковій перспективах.

Особливості досягнення мети та реалізації завдань КФА, а також специфіка вимог замовників такого дослідження виражені через визначені вище основні положення, дають можливість сформулювати базову (орієнтовну) процедуру організації та реалізації проведення КФА об'єкта дослідження.

5.2.1. Базова структура моделі комплексного фінансового аналізу

Основним елементом процедури КФА фінансового стану суб'єкта господарювання виступає модель обробки вхідної інформаційної бази. Вона являє собою обґрунтований відповідно до специфічних характеристик конкретного випадку процедури КФА органічний синтез математичних, статистичних та аналітичних методів проведення дослідження, обґрунтування результатів та їх інтерпретації. Розглянемо визначені етапи процедури КФА більш докладно, зваживши, що їх сутнісне наповнення може відрізнятися залежно від завдань КФА та потреб замовників такого дослідження, виконуючи при цьому аналогічні функції.

На першому етапі замовник КФА забезпечує постановку цільової функції моделі обробки вхідної інформаційної бази. Адекватна постановка цільової функції КФА має сформулювати чітке розуміння мети комплексного дослідження в окремо взятому випадку, відповідність процедури КФА вимогам замовників такого аналізу, а також специфіці конкретного об'єкта дослідження. Отже, до виконавців дослідження підприємства доводиться цільова функція комплексного фінансового аналізу, яка передбачає формалізацію таких елементів:

- об'єкта дослідження та його специфіки (зокрема, економічної та правової формалізації об'єкта дослідження, його галузевої приналежності форми власності, величини, ринкового положення і рівня монополізації галузі та іншої суттєвої ринкової інформації);

- інформаційної бази та її часових лагів (насамперед, фінансова звітність за порівнянні часові проміжки, джерела додаткової інформації та форма її подання тощо);

- мети й завдань проведення дослідження (зокрема, ідентифікації ділової надійності, оцінки кредитоспроможності, оцінки ймовірності банкрутства, визначення рівня достатку акціонерів тощо);

- сукупності напрямів дослідження параметрів операційної, інвестиційної та фінансової діяльності об'єкта дослідження, які є складовими елементами узагальнюючого інтегрального показника (ефективності підприємницької діяльності, результативності фінансового менеджменту, ризикованості діяльності, довго- та короткострокових перспектив платоспроможності, ефективності управління підприємством — об'єктом дослідження тощо);

- форми подання кінцевої (вихідної) інформації (визначення

абсолютної величини інтегрального показника, формування порівняльної таблиці тощо);

- методики формування (у разі потреби) рекомендацій і пропозиції провадження заходів, необхідність яких випливає з дослідження результатів КФА щодо формування, збереження та / або модифікації очікуваного тренду розвитку об'єкта дослідження у коротко- та довгостроковій перспективі.

На відміну від першого етапу, який полягає у формуванні методологічної основи моделі обробки вхідної інформаційної бази в рамках КФА, на другому етапі передбачено обґрунтування процедур первинної обробки, узагальнення і консолідації вхідної фінансової інформації та особливостей їх реалізації. Практична реалізація такої первинної обробки фінансової інформації має відповідати критеріям оперативності формування та постачання придатної для подальшої математичної обробки фінансової інформації.

Отже, для забезпечення виконання завдань, які ставляться на другому етапі моделі, що розглядається, реалізується така сукупність інтеграцій:

- групування джерел фінансової інформації відповідно до визначених напрямів дослідження операційної, інвестиційної та фінансової діяльності об'єкта дослідження та формування об'єктів (центрів) спостереження (зокрема, платоспроможність, ділова активність, фінансові результати, майно підприємства, грошові потоки підприємства, формування ринкової вартості тощо);

- формування згідно зі специфікою цільової функції сукупності фінансових показників та коефіцієнтів як форми узагальнення згрупованих даних відповідно до визначених об'єктів (центрів) спостереження;

- обґрунтування вибору форм та методів обробки вхідної інформації відповідно до визначеної сукупності, показників та потреб процедури формування та надання кінцевих результатів КФА.

Третій етап моделі передбачає забезпечення технічної реалізації методичних засад, визначених на першому етапі, на основі обґрунтованої на другому етапі сукупності сфер аналізу та об'єктів дослідження. При цьому здійснюється вибір необхідної методики (поєднання математичних, статистичних та / або аналітичних моделей)

консолідації результатів первинної обробки вхідної інформації за визначеними напрямками дослідження, визначення структури та порядку формування цільового інтегрального показника як вихідної інформації комплексного фінансового аналізу. Ефективність комплексного фінансового аналізу та адекватність кінцевих результатів поставленим завданням не в останню чергу забезпечується доцільністю вибору інструментарію, що здійснюється на даному етапі, та обґрунтованістю такого вибору.

На сьогодні інструментарій, що може бути використаний виконавцем комплексного аналізу для здійснення обробки вхідної фінансової інформації широко представлений у літературі з питань фінансового аналізу сукупністю формалізованих методик, які відповідно до специфіки їх загальних характеристик можна об'єднати у три великі групи:

- ранжирування фінансових показників та коефіцієнтів;
- розрахунок інтегрального показника фінансово-економічного потенціалу об'єкта дослідження (суб'єкта господарювання, його структурного підрозділу чи групи підприємств);
- порівняння розрахункових показників та індикаторів по об'єкту дослідження з еталонними величинами;
- визначення синтетичних індикаторів, що характеризують фінансово-економічний потенціал об'єкта дослідження відповідно до запитів цільової аудиторії споживачів КФА.

Отримання формалізованих даних математичного, статистичного та аналітичного узагальнення вхідної фінансової інформації щодо підприємства — об'єкта дослідження не завершує процедури комплексного фінансового аналізу, оскільки вона потребує відповідної інтерпретації та пояснення, що і здійснюється на четвертому етапі моделі обробки вхідної інформаційної бази. Інтерпретація результатів обробки фінансової інформації має здійснюватися на основі сталої однозначної системи критеріїв та орієнтирів, що відповідають напрямкам здійснення КФА та запитам і вимогам замовників такого дослідження.

При цьому формулювання висновків щодо об'єкта дослідження на основі проведених розрахунків не тільки дає змогу дати замовникам КФА відповіді на поставлені ними питання, а виступає основою прогнозування зміни фінансово-економічного потенціалу об'єкта дослідження у коротко- та довгостроковому періодах. Отже,

органічним доповненням до попереднього етапу комплексного аналізу виступає процес формування сценаріїв майбутнього тренду формування, підтримання та модифікації фінансово-економічного потенціалу об'єкта дослідження, що має місце на останньому — п'ятому етапі.

Загалом для з'ясування специфіки управління КФА на етапі обробки вхідної інформаційної бази, інтерпретації результатів такої обробки та формування трендів подальшого розвитку об'єкта дослідження доцільно ознайомитись із деякими методиками організації та проведення КФА. У цьому розділі ми докладно висвітлюємо такі варіанти організації КФА, як 1) ранжирування фінансових показників та коефіцієнтів; 2) розрахунок інтегрального показника, 3) порівняння розрахункових показників із еталонними величинами.

5.2.2. Ранжування фінансових показників і коефіцієнтів

Особливості практичної реалізації обробки вхідної інформаційної бази на основі формування ранжованого ряду фінансових показників і коефіцієнтів розглянемо на одному з поданих нижче алгоритмів (процедури).

Реалізація цього алгоритму забезпечується відповідно до таких припущень (результуючі дані першого та другого етапів).

Припустимо, що об'єктом дослідження виступає підприємство «Альфа-1».

Визначено напрями дослідження;

- майновий стан А;
- ліквідність та платоспроможність L;
- рентабельність R;
- акціонерний капітал Е.

Визначено інтервали для ранжування розрахункових значень кожного із цільових показників. Слід зауважити, що межі інтервалів ранжування залежать від специфіки об'єкта дослідження і можуть вільно варіювати відповідно до цілей та завдань КФА, які ставляться замовниками такого дослідження. При цьому основою для обґрунтування встановлення тих чи інших меж інтервалів може слугувати досвід попередніх комплексних досліджень, нормативно-правові вимоги, індикативні

показники, розроблені вітчизняними та зарубіжними практиками та науковцями тощо.

Визначення рангу кожного інтервалу — порядок рангу того чи іншого інтервалу має враховувати поточне ринкове положення об'єкта дослідження, цільове його значення, а також специфіку фінансово-господарської діяльності об'єкта *дослідження* у коротко- та довгостроковому періодах.

Формою надання кінцевої інформації визначено;

- порядок рангу кожного фінансового показника чи коефіцієнта;

- розрахунок сукупного рангу підприємства — сукупний ранг визначається як сума рангів окремих елементів сукупності цільових показників (відповідно, максимальне значення сукупного рангу становить 30 — добуток кількості цільових показників та максимального рангу), а також приведений ранг підприємства — об'єкта дослідження шляхом його приведення до інтервалу $[-3; 3]$, приймаючи рівнозначними кожен із напрямів дослідження (окремі коефіцієнти в межах напрямів дослідження мають однакову вагу).

Специфіка розглянутого алгоритму дає змогу рекомендувати його для застосування у вирішенні специфічних завдань, поставлених перед виконавцями та користувачами комплексного фінансового аналізу, а саме:

- деталізоване простеження ситуації щодо окремих фінансових індикаторів, які використовуються при дослідженні;

- формування потенційних напрямів впливу на операційну, інвестиційну та фінансову діяльність підприємства, що досліджується, з метою реалізації його фінансово-економічного потенціалу;

- ідентифікація слабких місць підприємства, які проявляються у формі незадовільного рівня значень цільових показників, що виступають індикаторами по відповідних напрямках фінансово-господарської діяльності.

5.2.3. Розрахунок інтегрованого показника

Від попередньої моделі обробки вхідної інформаційної бази значно відрізняється алгоритм оцінки фінансового стану підпри-

ємства — об'єкта аналізу на основі визначення абсолютної величини розрахункового значення інтегрованого показника.

Вихідними елементами наведеного алгоритму (процедури КФА), розглянутого нижче, є такі припущення:

- а) об'єктом дослідження виступає підприємство «Альфа-2».
- б) сформовано сукупність цільових показників, які з метою спрощення математичної обробки інформації згруповано в чотири групи по чотирьох напрямках дослідження;

- в) форму розрахунку інтегрованого показника визначено так:

- варіант А — зважування на основі відносної ваги цільового показника. Для варіанта А вага (w_{ij}) першої групи показників дорівнює 40 %, другої, третьої та четвертої — по 20 %, для напрямів дослідження вага (w_{ij}) цільових показників ліквідності становить 34 %, інші напрями дослідження є рівнозначними;

- варіант Б — визначення середнього значення цільових показників. Для варіанта Б середнє значення визначається як середня геометрична проста.

Розрахункові значення цільових показників, які визначаються відповідно до даних вхідної інформаційної бази, формують матрицю значень цільових показників P_{in} :

- галузевої приналежності підприємства — об'єкта дослідження;

- нормативно-правових вимог щодо обов'язкового дотримання певних значень окремих фінансових показників та коефіцієнтів;

- цілей та вимог комплексного аналізу в окремо взятому випадку;

- вимог власників підприємства — об'єкта дослідження та його кредиторів тощо.

Значеннями елементів матриці можуть виступати планові абсолютні величини значень окремих цільових показників у разі необхідності інтегральної оцінки рівня виконання плану підприємством, господарська діяльність якого досліджується.

На основі матриць P_{in} та $Port$ формується нормалізована матриця P_{in} , що відображує рівень відповідності фактичних значень цільових показників їх оптимальним значенням. Елемент нової матриці дорівнює відношенню фактичного значення цільового показника до його

оптимального значення або 1, якщо таке розрахункове значення цільового показника краще за оптимальне. Така постановка нормалізуючої функції дає змогу приділити більше уваги саме слабким місцям підприємства, що аналізується. Для показників, позитивна тенденція яких проявляється у зменшенні абсолютного значення показника (середній строк обороту дебіторської заборгованості, співвідношення позикових та власних коштів, період окупності власного капіталу тощо), застосовується нормалізуюча функція.

Результати розрахунку інтегрального показника комплексного аналізу дають змогу ідентифікувати фінансово-економічний потенціал як такий, що становить 0,58527 від ідеального варіанта за умови оптимальності абсолютних значень усіх цільових показників (за другою формою — варіант Б — розрахунку інтегрованого показника). Для варіанта інтегрального показника, який ураховує важливість тих чи інших елементів фінансово-господарської діяльності підприємства — об'єкта дослідження (варіант А), кількісне визначення фінансово-економічного потенціалу дорівнює 0,64524. За такої ситуації можна стверджувати, що підприємство забезпечує порівняно адекватне (вище від середнього рівня) дотримання критеріїв організації фінансово-господарської діяльності за напрямками, що визначені пріоритетними та наділені більшою вагою при розрахунку інтегрованого показника комплексного аналізу.

Загалом використання моделі розрахунку інтегрального показника як форми організації та проведення КФА можна рекомендувати в разі:

- визначення факту виконання пріоритетних напрямів забезпечення фінансової стійкості підприємства;
- однозначної кількісної оцінки (одне числове значення) економічного потенціалу підприємства — об'єкта дослідження з метою використання у подальших розрахунках;
- оцінки рівня виконання плану (дотримання планових показників) у випадку використання замість матриці оптимальних значень цільових показників Port матрицю планових величин цільових показників Pplan.

5.2.4. Порівняння розрахункових показників з еталонними величинами

Відправною точкою проведення КФА шляхом обробки вхідної інформаційної бази на основі здійснення порівняльної характеристики розрахункових показників із її еталонними величинами є визначення рамок інформаційної бази, збір необхідної інформації та визначення її достовірності (зокрема, на основі аудиторського висновку за результатами аудиторської перевірки). Ураховуючи, що основними користувачами даної форми КФА є треті особи (потенційні інвестори, кредитори тощо), джерелом інформації у даному випадку виступає, як правило, публічна фінансова звітність, яка офіційно оприлюднюється і в обов'язковому порядку підтверджена незалежним аудитором.

При цьому метою такої форми КФА буде не тільки визначення фінансово-економічного потенціалу підприємства, а також його порівняння із певним ринковим еталоном — сукупністю інших підприємств, середньогалузевими показниками, конкурентами тощо. Звичайно, порівняльний аналіз може використовуватися і самим підприємством з відповідною корекцією інформаційної бази, маючи за мету ідентифікацію ринкового положення підприємства з позицій ефективності його діяльності у порівнянні з іншими підприємствами, співставлення результативності господарської діяльності окремих структурних підрозділів підприємства, інвестиційної привабливості альтернативних проектів.

Однією із форм порівняльного аналізу є бенчмаркінг як форма динамічного аналізу фінансово-господарської діяльності підприємства — об'єкта аналізу. У практиці порівняльного аналізу найчастіше використовують бенчмаркінг, зорієнтований на конкурентів, коли за еталонні величини прийнято відповідні дані по інших підприємствах, які є прямими його конкурентами.

Крім того, специфіка КФА на основі порівняльної характеристики розрахункових показників з її еталонними величинами свідчить про доцільність використання такого алгоритму обробки вхідної інформаційної бази насамперед третіми особами, а саме потенційними кредиторами чи інвесторами, які приймають рішення про визначення напрямів власної фінансово-господарської діяльності, розглядаючи кілька альтернативних варіантів.

Розглянуті вище методики обробки вхідної інформаційної бази з окремими алгоритмами їх організації являють собою базову формалізовану форму комплексного фінансового аналізу. Зважаючи, що

сукупність інтересів замовників дослідження фінансового стану підприємства на основі комплексного підходу може змінюватися у широкому діапазоні, аналітичне навантаження моделі комплексного фінансового аналізу може на відповідному рівні варіювати, не змінюючи при цьому моделі його організації. Підтвердженням можливості такої варіації є різноманітність часткових моделей організації та проведення КФА, окремі з яких планується розглянути нижче.

5.3. Часткові моделі комплексного фінансового аналізу

Розглянуті у попередньому розділі варіанти проведення КФА являють собою загальні методологічні підходи (формалізовані алгоритми) для організації та проведення комплексного дослідження об'єкта аналізу. Зупинимось на часткових випадках КФА, які можуть бути використані для отримання замовниками КФА результатів дослідження в різних ринкових ситуаціях. Так, частковими випадками КФА можна вважати:

- оцінку вартості підприємства як цілісного майнового комплексу;
- оцінку комерційної надійності суб'єкта господарювання та визначення ймовірності його банкрутства;
- оцінку результативності фінансового менеджменту підприємства.

Такий перелік не претендує на вичерпність, однак доцільно розглянути практичні напрями застосування КФА принаймні за згаданими напрямками.

5.3.1. Оцінка вартості підприємства та ринкові показники КФА

Використання оцінки вартості підприємства, бізнесу як однієї з форм КФА спрямована на ідентифікацію ринкового потенціалу підприємства — об'єкта дослідження. Результатом при цьому виступатиме не розрахункове значення «синтетичного» показника, а ринкова вартість діючого підприємства як цілісного майнового комплексу. Така вартість являє собою ціну, яку готовий сплатити потенційний інвестор за отримання повного контролю над підприємством за умови, що він не відчує ніякого тиску щодо прийняття такого рішення.

Окремі методи, розроблені на основі наведених підходів, досить повно проаналізовані у вітчизняній науково-практичній літературі, тому коротко зупинимось на окремих із них.

Насамперед слід згадати про варіант оцінки вартості підприємства, викладений у Постанові Кабінету Міністрів України «Методика оцінки державних корпоративних прав» від 2 серпня 1999 р. № 1406. Методика ґрунтується на методі капіталізованої вартості та передбачає розрахунок вартості власного капіталу підприємства, що досліджується, за такою формулою:

$$ВВК = \frac{\frac{4 \cdot (\Pi - \Pi\Pi + A)}{K_B}}{K_{КАП}} - ЗДБ \quad (5.1)$$

де ВВК — вартість власного капіталу; Π — прибуток підприємства — об'єкта аналізу за останній обліковий період з початку поточного року, що передує даті проведення оцінки; $\Pi\Pi$ — податок на прибуток; A — сума нарахованої амортизації; K_B — кількість кварталів у останньому обліковому періоді з початку поточного року; $K_{КАП}$ — коефіцієнт прямої капіталізації (відповідно до дод. № 1 до Методики оцінки державних корпоративних прав); ЗДБ — залишок довгострокового боргу.

Іншим методом оцінки вартості підприємства, яка може бути здійснена винятково на основі інформації, наведеної у публічній фінансовій звітності, є модель ЕВО. Ця модель заснована на методі дисконтування очікуваних доходів (дохідний підхід) і має такий вигляд:

$$V = TA_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROA_t - WACC) \cdot TA_{t-1}}{(1 + WACC)^t} \quad (5.2)$$

де V — вартість підприємства, що досліджується; TA_0 — вартість сукупних активів (валюта балансу) підприємства в 0-му періоді; t — проміжок часу, за який здійснюється аналіз очікуваних доходів; ROA_t — рентабельність сукупних активів підприємства у період t ; TA_{t-1} — вартість сукупних активів (валюта балансу) підприємства в періоді $t-1$; $WACC$ — середньозважена вартість капіталу підприємства.

КФА підприємства шляхом оцінки його поточної ринкової вартості може здійснюватися на основі моделі опціонного ціноутворення Блека-Скоулза (1973). Відповідно до цієї моделі фінансово-економічний потенціал підприємства, що досліджується, розглядається у вигляді очікуваних грошових потоків від підприємства до акціонерів та кредиторів. Причому право власників на частину очікуваних грошових потоків розглядається як європейський опціон call. Зважаючи на припущення моделі ОРМ, вартість акціонерного капіталу підприємства, яка і відображує рівень його фінансово-економічного потенціалу, визначають за формулою:

$$V = \max(0, V_f - V_d) \quad (5.3)$$

де V — вартість акціонерного капіталу підприємства, що досліджується; V_f — вартість підприємства, що досліджується (без боргів); V_d — вартість зобов'язань підприємства, що досліджується.

Оцінка фінансово-економічного потенціалу підприємства з позицій його власників (акціонерів) може бути оцінена на основі індексу достатку акціонерів (SVI). Метою проведення даного КФА являється встановлення інвестиційної привабливості підприємств-емітентів щодо доцільності включення їх цінних паперів до інвестиційного портфеля.

Розрахунок SVI здійснюють на основі кількісної оцінки досягнень підприємства, що аналізується, за такими напрямками:

- зміною абсолютної величини виручки від реалізації;
- зміною операційної маржі підприємства;
- зміною значення коефіцієнта довгострокового боргу;
- зміною в кількості випущених та розміщених акцій (корпоративних прав) підприємства;
- зміною абсолютної величини грошових дивідендів, виплачених підприємством.

За кожним із напрямів підприємство отримує бал від 0 (найгірший показник) до 100 (найкращий показник), які потім складаються, що дає змогу отримати сукупний ранг підприємства — у проміжку $[0; 500]$. Порівнянням отриманих показників щодо різних підприємств однозначно (у межах дослідження) визначають інвестиційну

привабливість кожного із підприємства та приймають відповідне управлінське фінансове рішення щодо формування інвестиційного портфеля.

Аналогічно за змістом (*але не за алгоритмом!*) до коротко розглянутої моделі SVI Score організовуються та проводяться інші дослідження, спрямовані на формування ринкового показника КФА. Зважаючи, що вивчення інших аналогічних методів виходить за межі цієї теми, не будемо на них зупинятися і перейдемо до висвітлення інших часткових моделей КФА.

5.3.2. Комерційна надійність підприємства та оцінка ймовірного його банкрутства

Оцінка комерційної надійності партнера привертає чи не найбільшу увагу дослідників та практиків фінансового аналізу, оскільки ефективне формування господарських зв'язків потенційними та поточними партнерами має спиратися на адекватну оцінку перспектив такої співпраці. Водночас така оцінка здійснюється як КФА і може приймати різні форми (залежно від обраного алгоритму дослідження).

Найпоширенішою серед варіантів проведення оцінки комерційної надійності підприємства є оцінки: 1) *кредитоспроможності*; 2) *ймовірності банкрутства підприємства*.

Окремою формою КФА підприємства — об'єкта дослідження є оцінка кредитоспроможності такого підприємства. Такий напрям КФА передбачає ідентифікацію фінансово-економічного потенціалу підприємства через визначення ймовірності виконання підприємством власних зобов'язань, зокрема погашення кредиту. Слід зазначити, що оцінка кредитоспроможності в Україні здійснюється переважно комерційними банками при наданні кредитів. При цьому, більшість вітчизняних банків використовують алгоритм ранжування підприємства-позичальника відповідно до визначених критеріїв. Склад такої моделі відрізняється від банку до банку, оскільки являє собою результат внутрішньої розробки, основаної на досвіді такого банку.

Оцінка кредитоспроможності найбільш відомих підприємств — операторів ринку капіталу в Західних країнах досить часто здійснюється рейтинговими агентствами, які проводять власні незалежні дослідження, результати найбільш авторитетних з яких широко використовуються на практиці.

Одним із альтернативних напрямів оцінки комерційної надійності підприємства є прогнозування його банкрутства, що здійснюється на основі самостійного дослідження із використанням описової статистики (зокрема, дискримінантного аналізу) або на основі розроблених моделей.

Існують різні підходи до визначення терміну банкрутства.

Відповідно ж до статті 1 Закону України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» від 30 червня 1999 року, **банкрутство** — це визнана господарським судом неспроможність боржника відновити свою платоспроможність та задовольнити визнані судом вимоги кредиторів не інакше як через застосування ліквідаційної процедури.

Банкрутство завжди зачіпає інтереси дуже багатьох осіб:

- підприємств-кредиторів, які повинні встигнути заявити свої вимоги і претензії для того, щоб вони були враховані при погашенні боргів за рахунок майна банкрута;
- найманих працівників, з якими, у першу чергу, мають бути здійснені розрахунки, а також яким забезпечені певні гарантії при звільненні;
- підприємств, що можуть виступити в ролі санаторів і тому зацікавлені у створенні досконалого механізму банкрутства

Банкрутство — складний процес, який може бути охарактеризований з різних боків: юридичного, управлінського, організаційного, фінансового, обліково-аналітичного тощо. Процедура банкрутства є кінцевою стадією невдалого функціонування підприємства, якій, зазвичай, передують стадії нормальної ритмічної роботи і фінансових ускладнень.

Система банкрутства включає в себе низку логічних, причинно-наслідкових, організаційних і методичних процедур, які забезпечуються державними органами влади. Мета створення і приведення в дію системи банкрутства в Україні — необхідність структурної перебудови господарства держави відповідно до ринкового попиту населення за умови досягнення прибуткової діяльності основних структур, які виробляють товари і послуги.

Загрозу неплатоспроможності та банкрутства підприємства на практиці пов'язують із фінансовою кризою, під якою розуміють фазу розбалансованої діяльності підприємства та обмежених можливостей

його впливу на фінансові відносини. Розрізняють *три фази фінансової кризи*:

- фаза, яка безпосередньо не загрожує функціонуванню підприємства (за умови переведення його на режим антикризового управління);
- фаза, яка загрожує подальшому існуванню підприємства і потребує негайного проведення фінансової санації;
- кризовий стан, який не сумісний з подальшим існуванням підприємства і призводить до його ліквідації.

Фактори, які можуть зумовити фінансову кризу на підприємстві, на думку Н. Н. Скворцова доцільно поділити на зовнішні (екзогенні) та внутрішні (ендогенні). **До зовнішніх чинників**, які призводять до банкрутства підприємства відносять:

- *економічні причини* — спад виробництва, збільшення кількості збиткових підприємств, зростання дебіторської і кредиторської заборгованості, неплатоспроможність підприємств-партнерів тощо;
- *політичні причини* — політична нестабільність держави, недосконалість законодавства, високий рівень податків тощо;
- *демографічні причини* — структура населення, рівень добробуту та інші фактори, що визначають розмір і структуру споживання, платоспроможний попит населення тощо;
- *інші причини* — загальний рівень культури (виробництва, споживання), посилення міжнародної конкуренції, банкрутство боржників підприємства, загальний розвиток науки і техніки, рівень технологій тощо.

Внутрішніми причинами виникнення банкрутства підприємства можуть бути: дефіцит власних оборотних активів, недосконалість механізму ціноутворення, бездіяльність юридичних служб підприємства, відсутність контролю за договірними відносинами, значна питома вага непродуктивних втрат, зростання дебіторської та кредиторської заборгованості, неефективне використання ресурсів, збільшення витрат, перевищення темпів росту витрат над темпами росту виручки від реалізації, збиткова діяльність підприємства та ін.

Таблиця 5.1 - «Класифікація причин виникнення банкрутства»

Класифікаційна ознака	Причини банкрутства
-----------------------	---------------------

За формою виникнення причин	– зовнішні – внутрішні
За природою їх виникнення	– кібернетичні на макро- і мікрорівнях – культурноетичні – випадкові – кримінальні
За особами, які сприяють виникненню причин банкрутства	– боржник – ділові партнери – треті особи
За характером виникнення причин та джерелами заподіяння збитку	– дії третіх осіб – власні дії боржника – природні катаклізми та стихійні лиха, виробничі аварії
За часом дії причин	– короточасні – тривалої дії
За можливістю впливу підприємства на причини виникнення банкрутства	– причини, що усуваються самим підприємством – причини, що усуваються важко – причини, що не усуваються
За можливістю діагностування та прогнозування причин банкрутства	– діагностовані – прогнозовані – причини, що не підлягають прогнозуванню

У цілому, всі названі причини кризи досить тісно взаємопов'язані та створюють складний комплекс причинно-наслідкових зв'язків. Звичайно, досліджуючи діяльність того чи іншого підприємства, той чи інший випадок фінансової кризи, можна виділити певні специфічні причини фінансової неспроможності, але всі вони, як правило, зводяться до вище перелічених.

Загалом *прогнозування (оцінка ймовірності банкрутства підприємства)* має на меті ідентифікацію потенційної загрози банк-

рутства з метою своєчасного формування доходів, спрямованих на нейтралізацію негативних тенденцій розвитку фінансової ситуації на підприємстві.

Слід зазначити, що аналіз імовірності банкрутства підприємства може здійснюватися на основі як неформалізованих, так і формалізованих моделей. Неформалізовані моделі прогнозування банкрутства ґрунтуються на фундаментальному підході, який передбачає при визначенні ймовірності оголошення підприємства — об'єкта дослідження — банкрутом урахування максимальної кількості чинників через обробку фінансової інформації, отриманої як із внутрішніх, так і зовнішніх джерел. Специфіка організації прогнозування банкрутства на основі фундаментального підходу дає змогу використовувати таку модель для потреб внутрішнього планування не відносячи її до складу комплексного фінансового аналізу.

У свою чергу, специфіка управління процесом оцінки ймовірності оголошення підприємства банкрутом на основі формалізованих методів свідчить, що останні є частковими випадками комплексного фінансового аналізу. Найбільшого поширення в сучасній фінансовій літературі набули моделі Альтмана, Спрінґейта та інших авторів, які по суті являють собою моделі обробки вхідної інформаційної бази на основі розрахунку інтегрального показника фінансового стану підприємства — об'єкта дослідження.

Модель Альтмана є результатом обстеження та дослідження автором 66 підприємств (у яких 50 % були визнані банкрутами, а інші продовжували функціонувати) із використанням 22 фінансових показників і являє собою п'ятифакторну модель дескриптивного аналізу ймовірності банкрутства підприємства — об'єкта дослідження — комбінацію із найважливіших чинників для оцінки рівня ймовірності банкрутства підприємств, що досліджуються. У 1977 р. Альтман удосконалив власну модель, сформулювавши ZETA™ модель. Із комерційних міркувань математична структура ZETA™ моделі автором не була оприлюднена, що не дає змоги проаналізувати підвищення рівня якості моделі Альтмана.

Здобуті в процесі розрахунків значення Z-показника можна інтерпретувати так:

$Z < 1,8$ — ймовірність банкрутства дуже висока;

$1,81 < Z < 2,7$ — ймовірність банкрутства висока;

$2,71 < Z < 2,9$ — банкрутство можливе;

$Z > 3$ — ймовірність банкрутства дуже низька.

Українські підприємства можуть застосовувати тест, який запропонований Е. Альманом у 1983 році для підприємств, акції яких не котирувалися на біржі. Критичне значення $Z = 1,23$.

Для точного прогнозу використовують 5-ти факторну модель Z :

$$Z = 3,3K_1 + 1,0K_2 + 0,6K_3 + 1,4K_4 + 1,2K_5 \quad (5.4)$$

де

$$K_1 = \frac{\text{Прибуток до сплати податку}}{\text{Активи}} \quad (5.5)$$

$$K_2 = \frac{\text{Виручка від реалізації}}{\text{Активи}} \quad (5.6)$$

$$K_3 = \frac{\text{Ринкова вартість капіталу}}{\text{Залучений капітал}} \quad (5.7)$$

$$K_4 = \frac{\text{Реінвестований прибуток}}{\text{Активи}} \quad (5.8)$$

$$K_5 = \frac{\text{ВОК}}{\text{Активи}} \quad (5.9)$$

Широке застосування *моделі Альмана* в зарубіжній практиці обумовлено наступними її *позитивними якостями*:

- модель включає невелику кількість показників, що забезпечує низьку трудомісткість її використання при достатньо високій точності результатів;
- передбачає інтегральну оцінку і дає можливість порівняння стану різних об'єктів;
- інформація для розрахунку всіх показників доступна і міститься в основних формах звітності;
- існує можливість не тільки прогнозування банкрутства, але і оцінка зони ризику, в якій знаходиться підприємство.

Ідеї Альмана були продовжені **Спрінгейтом**, який побудував модель на підставі дослідження впливу 19 фінансових показників.

Вважається, точність прогнозування банкрутства за цією моделлю становить 92 %, однак з часом цей показник зменшується. Якщо **Z-показник** за цією моделлю нижчий за 0,862, то підприємство є потенційним банкрутом.

$$Z = 1,03 \cdot A + 3,07 \cdot B + 0,66 \cdot C + 0,4 \cdot D \quad (5.10)$$

де

$$A = \frac{\text{Робочий капітал}}{\text{Загальна вартість активів}} \quad (5.11)$$

$$B = \frac{\text{Прибуток до сплати податків та процентів}}{\text{Загальна вартість активів}} \quad (5.12)$$

$$C = \frac{\text{Прибуток до сплати податків та процентів}}{\text{Короткострокові зобов'язання}} \quad (5.13)$$

$$D = \frac{\text{Обсяг продажу}}{\text{Загальна вартість активів}} \quad (5.14)$$

Роман Ліс адаптував методику Альтмана для Великобританії, *граничне значення Z дорівнює 0,037*, нижче якого виникає висока загроза банкрутства підприємства.

$$Z_{\text{л}} = 0,063X_1 + 0,092X_2 + 0,057X_3 + 0,001X_4 \quad (5.15)$$

де

$$X_1 = \frac{\text{Оборотны активи}}{\text{Активи}} \quad (5.16)$$

$$X_2 = \frac{\text{Прибуток від реалізації}}{\text{Активи}} \quad (5.17)$$

$$X_3 = \frac{\text{Нерозподілений прибуток}}{\text{Активи}} \quad (5.18)$$

$$X_4 = \frac{\text{Вдасний капітал}}{\text{Залучений капітал}} \quad (5.19)$$

З метою діагностики банкрутства підприємства доцільно використовувати і показник діагностики платоспроможності **Конана і Гольдера**.

$$Z = 0,16X_1 - 0,22X_2 + 0,87X_3 + 0,1X_4 - 0,24X_5 \quad (5.20)$$

де

$$X_1 = \frac{\text{ДЗ+Грошові кошти}}{\text{Валюта балансу}} \quad (5.21)$$

$$X_2 = \frac{\text{Постійний капітал}}{\text{Активи}} \quad (5.22)$$

$$X_3 = \frac{\text{Фінансові витрати}}{\text{Виручка від реалізації}} \quad (5.23)$$

$$X_4 = \frac{\text{Витрати на персонал}}{\text{Додана вартість}} \quad (5.24)$$

$$X_5 = \frac{\text{Валовий прибуток}}{\text{Залучений капітал}} \quad (5.25)$$

Ймовірність затримки платежів для різних значень Z-показника за цією моделлю становить:

Значення Z	+0,21	+0,48	+0,002	-0,026	-0,068	-0,087	-0,107	-0,131	-0,164
Ймовірність затримки платежів	100	90	80	70	50	40	30	20	10

Фінансовим аналітиком **Уільямом Бівером** була запропонована інша система показників для оцінки фінансового стану з метою

діагностики банкрутства, для чого він рекомендував дослідити тренди показників.

Британські вчені **Таффлер і Тішоу** запропонували в 1977 році чотирих факторну модель, яка надає точну картину фінансового стану корпорації (рис. 9.6). Критичне значення **Z-показника** за цією моделлю - 0,25. Якщо величина Z— рахунку більша 0,3, то це говорить про те, що у фірми непогані довгострокові перспективи, а якщо \^нше 0,2, то банкрутство більш ніж ймовірне.

$$Z_T = 0,03X_1 + 0,13X_2 + 0,18X_3 + 0,16X_4 \quad (5.26)$$

де

$$X_1 = \frac{\text{Прибуток від реалізації}}{\text{Короткострокові зобов'язання}} \quad (5.27)$$

$$X_2 = \frac{\text{Оборотні активи}}{\text{Зобов'язання}} \quad (5.28)$$

$$X_3 = \frac{\text{Короткострокові зобов'язання}}{\text{Активи}} \quad (5.29)$$

$$X_4 = \frac{\text{Виручка від реалізації}}{\text{Активи}} \quad (5.30)$$

Поряд із розрахунком індексів кредитоспроможності для аналітичних оцінок використовують також системи критеріїв, ЦО являють собою різноманітні порівняльні, якісні методики оцінки ймовірності банкрутства, зокрема: **методика В. В. Ковальова; метод Аргенті (А -рахунок); метод Скоуна.**

В. В. Ковальов ґрунтуючись на розробках західних аудиторів та адаптуючи їх до вітчизняної специфіки ведення бізнесу, запропонував дворівневу систему показників.

Досить цікаву та корисну точку зору на суб'єктивні критерії загрози банкрутства висловив Джон Аргенті [34]. Систематизувавши інформацію про збанкрутілі компанії, він припустив, що процес, який призводить до банкрутства, є тривалим у часі, впродовж якого в діяльності компаній виявляються загальні ознаки, що можуть бути

поділені на три групи, відповідно до трьох стадій процесу банкрутства:

- недоліки в діяльності;
- здійснені помилки;
- перші симптоми неплатоспроможності.

Кожна наступна стадія банкрутства є результатом розвитку попереднього рівня стадії: помилки виникають в результаті недоліків у діяльності, а симптоми виявляють накопичені помилки.

Результатом дослідження став метод бальної оцінки, названий А-рахунок.

Державний підхід до діагностики банкрутства представлений Методичними рекомендаціями щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства, розроблених Вищим арбітражним судом України У відповідності з Методичними рекомендаціями встановлюється ступінь неплатоспроможності підприємства і момент відновлення платоспроможності. Останній момент особливо важливий, так як відповідно зі ст. 21 Закону санація вважається виконаною, якщо підприємство відновило свою платоспроможність. Методичними рекомендаціями визначено три види неплатоспроможності (або рівня платоспроможності): *поточна; критична; надкритична*.

Відповідно до методичних рекомендацій платоспроможність боржника буде вважатися відновленою, якщо:

- буде забезпечене позитивне значення поточної ліквідності;
- коефіцієнт покриття перевищить нормативне значення при наявності тенденції до збільшення рентабельності.

У вітчизняній практиці фінансового аналізу для прогнозування ймовірності банкрутства використовуються також показники з Методичних положень по оцінці фінансового стану підприємства та встановленню незадовільної структури балансу, затверджених Розпорядженням Федерального управління про неспроможність (банкрутство) № 31-р від 12.08.1994, № 56-р від 12.09.1994, № 67-р от 11.10.1994. Відповідно до них основою для прийняття рішення про банкрутство слугує оцінка структури балансу неплатоспроможних підприємств шляхом розрахунку коефіцієнту покриття, і коефіцієнту

забезпечення власними оборотними активами та коефіцієнту відновлення (втрати) платоспроможності.

ЛІТЕРАТУРА

1. Дієва Н.М. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / Н.М. Дієва, О.І. Дедіков. – К.: 2007. – 328 с.
2. Крамаренко Г.О. Фінансовий аналіз і планування. / Г.О. Крамаренко. – К.: 2003. – 224с.
3. Павловська О.В. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / О.В. Павловська, Н.М. Притуляк, Н.Ю. Невмержицькаю. – К.: КНЕУ, 2002. – 388с.

4. Білик М.Д. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / М.Д. Білик, О.В. Павловська, Н.М. Притуляк, Н.Ю. Невмержицька. – К.: КНЕУ, 2005. – 592с.
5. Ізмайлова К.В. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / К.В. Ізмайлова. – К.: МАУП, 2000. – 152 с.
6. Подольська В.О. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / В.О. Подольська, О. В. Яріш. – К.: 2007. – 488с.
7. Крамаренко Г.О. Фінансовий аналіз: підручник. / Г.О. Крамаренко, О.Є. Чорна. – К.:2008. – 392с.
8. Костирко Ф.О. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / Ф.О. Костирко. – Х.: Фактор, 2007. – 784 с.
9. Силіверстова Л.С. Фінансовий аналіз: навч.-метод. посіб. / Л.С. Силіверстова, О.В. Скрипник. – К.: 2012. – 274с.
10. Тютюнник Ю.М. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / Ю.М. Тютюнник. – К.: 2012. – 815с.