

РОЗДІЛ 6

ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ САНАЦІЇ

6.1. Забезпечення фінансової рівноваги на підприємстві

Необхідною умовою життєдіяльності підприємства є, як відомо, забезпечення його постійної платоспроможності. Основним завданням керівництва підприємства є така координація вхідних та вихідних грошових потоків, щоб у будь-який час підприємство було спроможним виконати свої поточні платіжні зобов'язання. Цього можна досягти, додержуючи фінансової рівноваги в довгостроковому періоді. Фінансова рівновага передбачає, що грошові надходження підприємства дорівнюють або перевищують потребу в капіталі для виконання поточних платіжних зобов'язань.

Рівняння фінансової рівноваги можна подати в такому вигляді:

(початковий стан резервів ліквідності + виручка від реалізації продукції + надходження від інвестиційної діяльності + надходження від фінансової діяльності) = (поточні виплати в рамках операційної діяльності + інвестиції + погашення заборгованості (основна сума, відсотки) + виплата дивідендів + кінцевий обсяг резервів) – базова модель.

Нерідко у процесі фінансового аналізу використовується не базова модель рівняння фінансової рівноваги, а її модифікація, в якій на боці вхідних потоків замість виручки від реалізації враховується чистий прибуток та амортизація (CASH-FLOW), тоді як на боці вихідних потоків не враховуються поточні виплати в межах операційної діяльності:

(початковий стан резервів ліквідності + CASH-FLOW + надходження від фінансової діяльності) = (Інвестиції + погашення заборгованості(основна сума) + виплата дивідендів + формування резервів) – модифікація 1.

Амортизацію та прибуток (CASH-FLOW) можна розглядати як джерело самофінансування підприємства. Надходження від фінансової діяльності (кредити банків, акціонерний, пайовий капітал) формують зовнішні фінансові джерела. Якщо витрати на здійснення поточної операційної діяльності перевищують виручку від реалізації, то у підприємства виникне дефіцит оборотних коштів, який слід покрити за рахунок інших джерел. Враховуючи викладені аспекти, можна сформулювати ще одну модифікацію рівняння фінансової рівноваги:

мобілізація фінансового капіталу (резерви ліквідності + самофінансування + акціонерний (пайовий) капітал + позичковий капітал) = використання фінансового капіталу (інвестиції (фінансові, реальні) + погашення заборгованості (основна сума) + виплата дивідендів + формування резервів + поповнення оборотних коштів) – модифікація 2.

Якщо фінансовий менеджер підприємства неправильно розрахував строки залучення та використання капіталу або якщо вони порушені в результаті погіршення умов діяльності підприємства (зменшення обсягів реалізації, неврахування інфляції під час формування відпускних цін, високий рівень невиправданої дебіторської заборгованості, непередбачені штрафи за порушення податкового законодавства тощо), то фінансова рівновага порушується, і підприємство не в змозі виконати свої платіжні зобов'язання. Якщо неплатоспроможність стійка, то це є підставою для порушення справи про банкрутство підприємства.

Використання моделей фінансової рівноваги з метою забезпечення платоспроможності та ліквідності підприємства, що перебуває у кризі, спрямоване на збільшення вхідних грошових потоків та зменшення вихідних. Збільшення вхідних грошових потоків досягається за рахунок таких основних заходів:

- 1) мобілізація внутрішніх резервів самофінансування;
- 2) рефінансування дебіторської заборгованості;
- 3) стимулювання збуту основної продукції;
- 4) залучення додаткового акціонерного (пайового) капіталу;
- 5) одержання нових позик.

Вихідні грошові потоки зменшуються в результаті таких основних заходів:

- 1) зменшення поточних виплат у рамках операційної діяльності (зниження собівартості продукції);
- 2) реструктуризація кредиторської заборгованості;
- 3) перегляд дивідендної політики;
- 4) заморожування інвестицій.

Система санаційних заходів, що ґрунтується на використанні моделей фінансової рівноваги в довгостроковому періоді, формує тактичний механізм фінансової стабілізації, про що говорилось у розділі 4.5.

6.2. Правила фінансування

Кредитори та інвестори, маючи на меті гарантувати свої вкладення та не пуститися порушення фінансової рівноваги, вимагають додержання певних правил під час формування структури капіталу. Щоправда, не завжди додержання чи недодержання цих правил є вирішальним критерієм під час прийняття інвестиційних рішень, але на практиці зазначені правила широко застосовуються для аналізу фінансового стану підприємств, оцінювання їх кредитоспроможності та інвестиційної привабливості. Додержання правил формування активів і пасивів є необхідною умовою забезпечення фінансової рівноваги та оптимізації структури капіталу.

Правила фінансування формують принципи, згідно з якими підприємство мобілізує фінансовий капітал для покриття потреби у фінансових ресурсах. На них слід зважати при виробленні стратегії залучення фінансових джерел санації підприємств. Розрізняють такі основні правила фінансування підприємств:

- ◆ „золоте” правило фінансування;
- ◆ „золоте” правило балансу;
- ◆ правило вертикальної структури капіталу.

Перші два правила характеризують горизонтальну структуру капіталу та майна підприємства. Останнє стосується лише пасиву балансу. Усі три правила базуються на розрахунку низки показників, що характеризують співвідношення певних статей балансу.

6.2.1. „Золоте” правило фінансування

“Золоте” правило фінансування називають також “золотим” банківським правилом, або правилом узгодженості строків. Це правило вимагає, щоб строки, на які мобілізуються фінансові ресурси, збігалися зі строками, на які вони вкладаються в реальні чи фінансові інвестиції. Це означає, що фінансовий капітал має бути мобілізований на строк, не менший від того, на який відповідний капітал заморожується в активах підприємства, тобто об'єктах основних та оборотних засобів.

Підприємство при додержанні вимог “золотого” правила фінансування забезпечує собі стабільну ліквідність та платоспроможність. Але під час застосування цього правила постає проблема порівняння окремих статей активу та пасиву балансу (окремих об'єктів інвестування та джерел інвестування). Це можна робити лише на стадії планування фінансово-господарської діяльності.

Загалом вважають, що має діяти принцип “загального фінансування”, згідно з яким всі активи фінансуються за рахунок усіх пасивів. На практиці застосовуючи “золоте” правило фінансування, користуються двома умовами, що виражають його зміст:

1) відношення довгострокових активів та довгострокових пасивів менше або дорівнює одиниці;

2) відношення короткострокових активів та короткострокового капіталу більше або дорівнює одиниці.

У разі додержання “золотого” правила фінансування фінансова рівновага забезпечується за таких умов:

- 1) інвестований капітал своєчасно (у передбаченні строки) вивільняється в результаті господарської діяльності;
- 2) існує можливість субституції або пролонгації строків повернення капіталу;
- 3) платежі, строк оплати яких настав, можна здійснити за рахунок надходжень від операційної та інвестиційної діяльності.

Отже, виникає парадокс. „Золоте” правило фінансування справджується, якщо існує можливість пролонгації чи залучення нового фінансового капіталу в разі настання строків погашення попередньої заборгованості. Проте, якщо можлива субституція чи пролонгація, тоді зовсім не обов’язкова паралельність строків, на які залучається капітал, та строків інвестування.

6.2.2. „Золоте” правило балансу

„Золоте” правило балансу вимагає не лише паралельності строків фінансування та інвестування, а й додержання певних співвідношень між окремими статтями активів та пасивів. Загалом це правило вимагає виконання двох умов:

- 1) основні засоби мають фінансуватися за рахунок власного капіталу та довгострокових позик;
- 2) довгострокові капіталовкладення мають фінансуватися за рахунок коштів, мобілізованих на довгостроковий період, тобто довгострокові пасиви мають використовуватися не лише для фінансування основних фондів, а й для довгострокових оборотних активів (наприклад, оборотні засоби, авансовані у стратегічні запаси сировини, ліквідні товари тощо).

Докладніше досліджуючи “золоте” правило балансу, можна виявити таку саму суперечність, як і в “золотому” правилі фінансування. Використання “золотого” правила балансу дає змогу уникнути проблем з ліквідністю, якщо списання активів у результаті господарської діяльності за обсягами і термінами збігається з погашенням залученого капіталу і якщо грошових надходжень достатньо для забезпечення розрахунків у процесі поточної операційної діяльності. У довгостроковому капіталі має також існувати можливість пролонгувати строки погашення існуючих кредитів і залучити новий капітал. Якщо ж такі можливості існують, то дотримання “золотого” правила балансу є необов’язковим.

6.2.3. Правило вертикальної структури капіталу

Правило вертикальної структури капіталу пов’язане з аналізом складу та структури джерел формування капіталу. Прив’язування до активів, тобто до напрямків використання фінансових ресурсів підприємства, у такому разі не здійснюється. Правило вертикальної структури вимагає додержання певного співвідношення між власним та позичковим капіталом підприємства.

Аналізуючи вертикальну структуру балансу, обчислюють два основні показники: коефіцієнт фінансової незалежності та коефіцієнт фінансового левериджу (коефіцієнт заборгованості).

Коефіцієнт фінансової незалежності, “автономії” Кавт визначається як відношення загальної суми власних коштів до підсумку балансу. Чим більше значення коефіцієнта, тим благополучніший фінансовий стан підприємства (менша залежність від зовнішніх фінансових джерел). Якщо частка власних засобів у структурі джерел фінансування збільшується, то Кавт > 1 ; якщо існує тенденція до фінансування за рахунок позик, то Кавт < 0 .

Важливе значення у процесі аналізу структури капіталу має показник фінансового левериджу $\Phi л = ПК/ВК$, що характеризує залежність підприємства від позичкового капіталу і визначається як відношення позичкового капіталу (ПК) до джерел власних коштів (ВК). Коефіцієнт фінансового левериджу називають також коефіцієнтом заборгованості. Вважають, що зростання показника фінансового левериджу свідчить про зростання фінансового ризику, тобто про можливість втрати платоспроможності. І навпаки: за вибраних напрямків інвестування ризик кредиторів тим менший, чим менша частина позичкового капіталу в загальній сумі пасивів.

Щодо структури капіталу існують різні погляди. Одні економісти вважають, що співвідношення власного та позичкового капіталу підприємства має становити 1:1. У такому разі загальна сума заборгованості не повинна перевищувати суму власних джерел фінансування, тобто критичне значення Кавт $= 0,5$. Згідно з іншими тлумаченнями правило вертикальної структури капіталу має становити не менш як 60%; для торгівлі 50%. Існують також думки, що відношення власного та позичкового капіталу має становити 2:1.

Автори вертикальної структури (1:1) свою позицію обґрунтовують тим, що власники підприємства мають брати участь у його фінансуванні внесками чи рефінансуванням прибутку щонайменше в такому самому обсязі, як і кредитори.

На практиці структура капіталу підприємств значною мірою залежить від галузі виробництва, до якої вони належать, форми організації бізнесу, а також від низки інших специфічних факторів. Порівняти частку власних засобів у загальній структурі капіталу та коефіцієнт заборгованості за окремими галузями виробництва у країнах ЄС та в Україні можна за табл. 6.1.

Як бачимо, розмах варіації значень показників, які характеризують структуру капіталу підприємств, досить великий: у тих галузях виробництва, де оборотність засобів є висока, коефіцієнт заборгованості вищий, і навпаки – там, де оборотність менша, менший і коефіцієнт заборгованості. На вітчизняних підприємствах можна спостерігати дещо викривлену картину.

Аналізуючи структуру капіталу підприємств за окремими формами організації бізнесу, можна виявити таку закономірність: в акціонерних товариствах, а особливо в тих, акції яких котируються на біржі, частка власного капіталу майже в двічі більша, ніж у підприємств інших форм організації бізнесу. Це можна пояснити тим, що звітність акціонерних товариств публікується в пресі, а для інвесторів, які оцінюють ризиковість своїх вкладень, рівень заборгованості підприєм-

ства відіграє вирішальну роль. Саме тому акціонерні товариства прагнуть підвищити показник своєї фінансової незалежності.

Таблиця 6.1

Структура капіталу підприємств у країнах ЄС та в Україні

Галузь виробництва	Коефіцієнт автономії (власні кошти / валюта балансу)		Коефіцієнт заборгованості (позичковий капітал / власний капітал)	
	ЄС	Україна	ЄС	Україна
Промисловість	0,24	0,31	3,2	2,27
Хімічна промисловість	0,40	0,80	1,5	0,25
Транспорт	0,15	0,51	2,7	0,97
Будівництво	0,06	0,70	15,6	0,44
Торгівля та громадське харчування	0,03	0,17	32,3	4,96
Постачання та збут	0,15	0,25	5,6	3,04
Сільське господарство	0,35	0,75	0,95	0,33
Всього по народному господарству	0,18	0,48	4,50	0,78

Коли йдеться про визначення оптимальної структури капіталу, слід враховувати, що головною метою будь-якого підприємства є максимізація прибутку в довгостроковому періоді. Якщо рентабельність сукупного капіталу (рентабельність активів) перевищує проценти за користування кредитом, то підприємству вигідно буде залучати позики. Проте якщо проценти за користування позиками перевищують рентабельність активів, фінансування за рахунок залучення кредитів слід мінімізувати.

Отже, розрахувати оптимальну структуру капіталу для всієї сукупності підприємств неможливо. Навіть для підприємств однієї галузі це робити недоцільно, оскільки оптимальне співвідношення власного та позичкового капіталу залежить від специфічних умов діяльності кожного конкретного підприємства (галузь, форма організації, місцезнаходження, прибутковість активів, процентні ставки за користування позиками, тощо). Існує думка, що оптимальної структури капіталу на практиці не існує взагалі. Обсяг можливої заборгованості підприємства обмежується готовністю кредиторів надавати позики. Ця готовність залежить від рівня ризику неповернення кредитів. Ризики, пов'язані з погіршенням структури капіталу підприємств та коливанням рентабельності власного капіталу, оцінюються з огляду на ефект фінансового левериджу.

Щоб визначити оптимальну структуру капіталу, тобто виявити граничну межу використання позичкового капіталу для конкретного підприємства, розраховують ефект фінансового левериджу. Цей показник доцільно обчислювати у процесі санаційного аудиту підприємства, що перебуває у фінансовій кризі, маючи на меті визначити відхилення від оптимальної структури капіталу та оцінити ри-

зики, що при цьому виникають, а також під час розробки такої стратегії фінансування санації, яка дасть змогу оптимізувати джерела залучення фінансових ресурсів.

Підвищення рентабельності власного капіталу за рахунок залучення позичкового капіталу, якщо рентабельність активів перевищує проценти за кредит, називається ефектом фінансового левериджу, або ефектом фінансового важеля.

Ефект фінансового левериджу характеризує залежність рентабельності власного капіталу підприємства від рентабельності всіх активів, процентів за кредит та коефіцієнта заборгованості. Він вимірює ефект фінансування діяльності та підвищення рентабельності власного капіталу за рахунок збільшення частки позичкового капіталу.

Наявність ознак незадовільного балансу в багатьох країнах, наприклад в Німеччині, Франції, Польщі, є підставою для порушення справи про банкрутство підприємств, які організовані у формі акціонерних товариств чи товариств з обмеженою відповідальністю. Неплатоспроможність таких підприємств настає разом з настанням строків виконання зобов'язань.

Запитання і завдання до розділу 6

- 1. Приведіть рівняння фінансової рівноваги.*
- 2. Чим відрізняється модифікована модель 1 від базової моделі фінансової рівноваги?*
- 3. Чим відрізняється модифікована модель 2 від модифікованої моделі 1 і базової моделі фінансової рівноваги?*
- 4. Яким чином підприємство може досягти збільшення вигідних грошових потоків?*
- 5. Які Ви знаєте правила фінансування підприємств?*
- 6. У чому полягає „золоте” правило фінансування підприємств?*
- 7. Охарактеризуйте „золоте” правило балансу.*
- 8. Дайте характеристику правила вертикальної структури капіталу.*
- 9. Які існують закономірності структури капіталу підприємств за окремими формами організації бізнесу?*
- 10. У чому полягає оптимальна структура капіталу суб'єктів господарювання?*