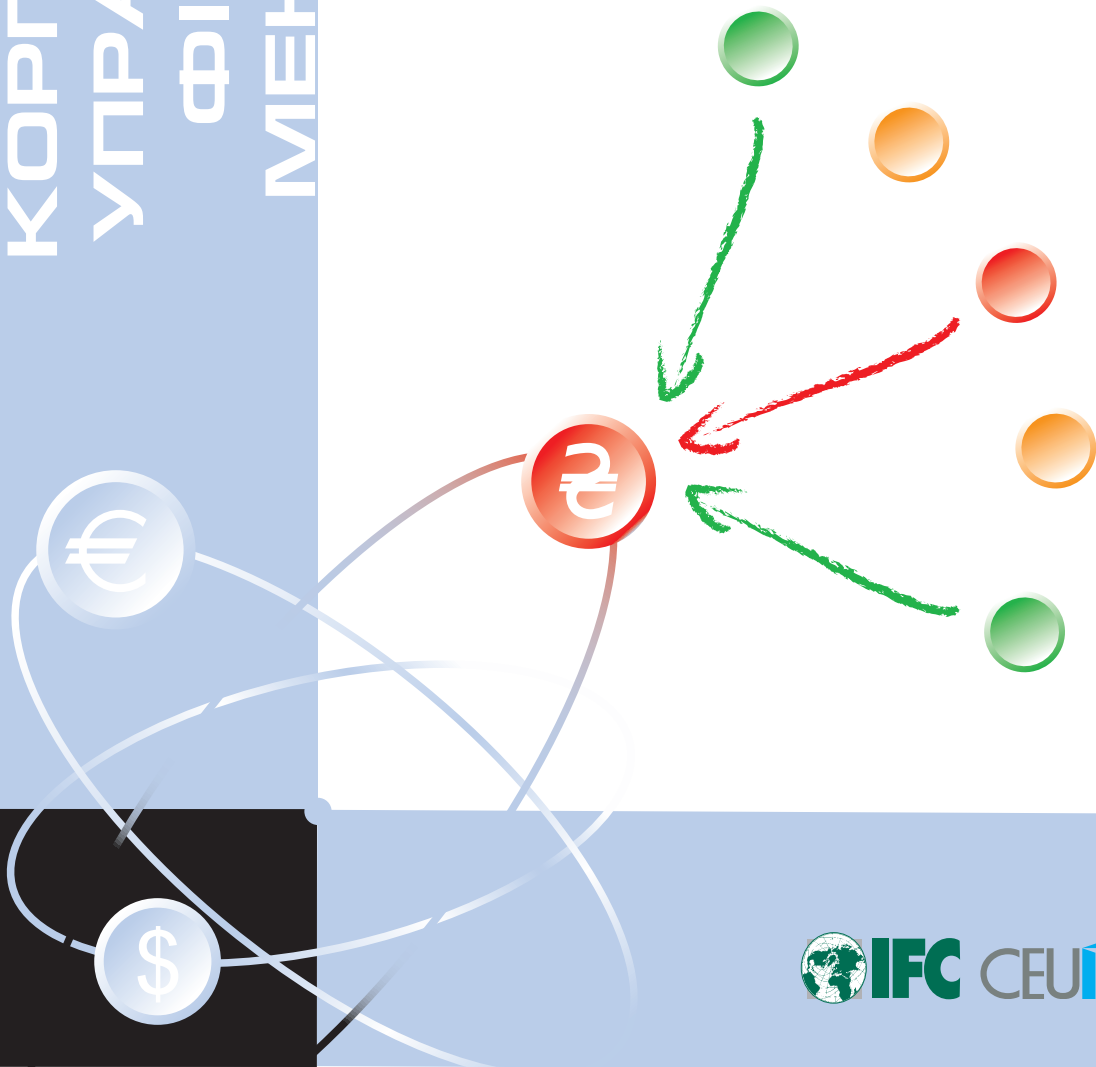


КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ ТА ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

МЕТОДИЧНІ
ВКАЗІВКИ



Проект «Корпоративний розвиток в Україні»
Міжнародної фінансової корпорації

Консорціум із удосконалення
менеджмент-освіти в Україні

КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ ТА ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Методичні вказівки
до ситуаційних вправ

Київ
Навчально-методичний центр
«Консорціум із удосконалення менеджмент-освіти в Україні»
2004

ББК 65.290я73
УДК 338.24(07)
К68

Видання було здійснено за фінансової підтримки
Канадського агентства з міжнародного розвитку (CIDA)
та уряду Швейцарії через Державний секретаріат
з економічних справ (seco)

К68

**Корпоративне управління та фінансовий менеджмент:
Методичні вказівки до ситуаційних вправ** / Упоряд.: О. І. Си-
доренко, П. С. Редько. – К.: Навч.-метод. центр «Консорціум із удос-
кон. менеджмент-освіти в Україні», 2004. – 166 с. / Консорціум із
удоскон. менеджмент-освіти в Україні; Проект «Корпоративний
розвиток в Україні» Міжнародної фінансової корпорації.

ISBN 966-8487-21-4

У цьому виданні вміщено методичні вказівки до ситуаційних вправ із посібника
«Корпоративне управління та фінансовий менеджмент: ситуаційні вправи» (Київ,
2004). Методичні вказівки необхідні викладачам, які збираються інтегрувати
ситуаційні вправи у навчальні курси. Також вказівки допоможуть краще зрозу-
міти відповідні вправи, підготуватись до їх розгляду в аудиторії та до запитань
студентів. Ситуаційні вправи та методичні вказівки цього видання було визна-
но кращими та рекомендовано до друку експертами Всеукраїнського конкурсу
ситуаційних вправ.

Посібник може бути цікавим викладачам управлінських спеціальностей, зокре-
ма нормативних дисциплін, «Корпоративне управління» та «Фінансовий менедж-
мент»

**ББК 65.290я73
УДК 338.24(07)**

ISBN 966-8487-21-4

- © Навчально-методичний центр «Консорціум із удоско-
налення менеджмент-освіти в Україні», 2004
- © Проект «Корпоративний розвиток в Україні»
Міжнародної фінансової корпорації, 2004



ЗМІСТ

Передмова	4
Перейти Рубікон (<i>Назар Кравець</i>)	6
Корпоративна криза на ВАТ «Укрнафта» (<i>Оксана Нечепоренко</i>)	17
Акціонер-банк: прозорі правила гри (<i>Олена Шалімова</i>)	28
«Солодкі» облігації (<i>Уляна Медуха, Віктор Тринчук, Олена Долгова</i>)	50
Інвестиції в шоколадні замки (<i>Уляна Медуха, Віктор Тринчук, Валентин Глибокий</i>)	106
Напередодні (<i>Віра Шевчук</i>)	131
Міграція капіталу, або Подих часу (<i>Тетяна Мельник, Олег Христофор</i>)	146
Біографічні довідки про авторів	165

Передмова

Методичні вказівки до ситуаційних вправ, розміщених у посібнику «Корпоративне управління та фінансовий менеджмент: ситуаційні вправи» (Київ, 2004), допоможуть викладачам інтегрувати вправи у навчальні курси, організувати дискусію серед студентів, загострити її у необхідний момент, ставити запитання та вміти компетентно й аргументовано відповідати на них. Методичні вказівки, підготовлені авторами ситуаційних вправ на основі власного досвіду їхнього використання, стануть для викладача-початківця незамінним посібником.

Ситуаційний метод навчання (від англ. *case method*) – це ефективний метод навчання спеціалістів різних управлінських дисциплін, його використання обумовлено ситуаційною природою управлінського процесу. Розглядаючи ситуаційні вправи, студенти займають активну позицію. Вони не тільки генерують ідеї, але й фактично створюють процес навчання. При цьому студенти перебувають у ситуації активної взаємодії один з одним, що імітує реальні комунікаційні залежності, які виникають між людьми у процесі їхньої спільної діяльності. Під час розгляду ситуаційної вправи студенти самі створюють узагальнене знання.

Консорціум із удосконалення менеджмент-освіти в Україні – міжнародна благодійна організація, яка послідовно займається створенням українських ситуаційних вправ та розширенням доступу до їхньої колекції для студентів та викладачів українських навчальних закладів. Відповідні зусилля Консорціуму збігаються із цілями Проекту «Корпоративний розвиток в Україні» Міжнародної фінансової корпорації у царині розповсюдження ситуаційних вправ із корпоративного управління та фінансового менеджменту. Ці дві організації спільно провели 2004 року всеукраїнський конкурс ситуаційних вправ із корпоративного управління та фінансового менеджменту, вправи-переможці якого стали основою для створення навчального посібника для студентів.

Вправи, розміщені в посібнику, розраховано на студентів старших курсів бакалаврату та магістеріуму, а також на

слухачів курсів післядипломної освіти та програм MBA (від англ. Master of Business Administration – магістр бізнес-адміністрування). Вправи доречно використовувати при вивченні таких курсів: «Корпоративне управління» (ситуаційні вправи «Перейти Рубікон» та «Корпоративна криза на ВАТ «Укрнафта»); «Корпоративне управління», «Фондовий ринок» та «Корпоративне право» (ситуаційна вправа «Корпоративна криза на ВАТ «Укрнафта»); «Корпоративні інформаційні системи» («Акціонер-банк: прозорі правила гри»); «Інвестиційна стратегія страхових компаній», «Фінансові інвестиції», «Страховий менеджмент» («Солодкі» облигації») «Інвестиційний менеджмент» («Інвестиції в шоколадні замки»); «Фінансовий менеджмент» («Напередодні») «Фінанси підприємства» та «Фінансовий менеджмент» («Міграція капіталу, або Подих часу»). Майже всі вправи мають міждисциплінарний характер.

Назар Кравець

Перейти Рубікон

Стислий зміст

У лютому 1994 року регіональне відділення Фонду державного майна України по Львівській області розпочало процес приватизації державного підприємства «Львівський керамічний завод».

Незважаючи на складні економічні умови у державі, спад промислового і житлового будівництва та обмеженість у фінансових ресурсах, ВАТ «Львівський керамічний завод» поступово стає основним виробником будівельної та художньо-побутової кераміки у західному регіоні України та активно розширює ринки збуту своєї продукції у сусідніх пострадянських державах та країнах Східної Європи.

Зосередившись на питаннях виробництва, органи управління ВАТ «Львівський керамічний завод» не приділили достатньої уваги зменшенню великої кількості дрібних інвесторів, які набули право власності на акції емітента під час сертифікатних аукціонів. Два додаткових випуски цінних паперів дозволили керівництву акціонерного товариства акумулювати у своїх руках понад 40% акцій емітента. Незважаючи на це, значний пакет акцій ВАТ «Львівський керамічний завод» залишається розпороченим по всій Україні.

Успішно працююче підприємство як один із монополістів на ринку кераміки в Україні потрапляє у сферу зацікавлення фінансово-олігархічних груп. Активізація на початку нового століття процесів перерозподілу власності у масштабах держави змушує керівництво ВАТ «Львівський керамічний завод» вживати заходів з метою захисту як своїх інтересів, так і встановлення контролю над акціонерним товариством.

Як вихід з ситуації на чергових загальних зборах акціонерів приймається рішення про реорганізацію емітента шляхом перетворення у ЗАТ «Львівський керамічний завод». Внаслідок реорганізації із 1976 держателів іменних цінних паперів ВАТ «Львівський керамічний завод» зас-

новниками закритого акціонерного товариства стають лише 192 фізичні особи. Окремі акціонери, які не потрапили до кола засновників ЗАТ «Львівський керамічний завод», починають боротися за захист своїх порушених прав.

Використання ситуаційної вправи

Мета ситуаційної вправи – привернути увагу студентів до проблеми захисту прав дрібних інвесторів й інтересів власників емітента у процесі реорганізації акціонерного товариства.

Запропоновану ситуаційну вправу можна використовувати у навчальному процесі для викладання курсу «Корпоративне управління» для студентів IV–V курсів юридичних та економічних факультетів та слухачів факультетів післядипломної освіти вищих навчальних закладів України.

Потенційною аудиторією ситуаційної вправи можна вважати слухачів короткотермінових навчальних семінарів з підготовки та перепідготовки фахівців фондового ринку та спеціальних навчань-тренінгів з проблем корпоративного управління для посадових осіб акціонерних товариств.

Ситуаційну вправу можна використовувати для висвітлення таких тем, як «Загальні збори акціонерів» та «Права акціонерів».

Педагогічні цілі

– закріплення у студентів попередньо отриманих теоретичних знань економіко-правового характеру про систему відносин між зацікавленими особами у системі корпоративного управління;

– навчити студентів під час самостійної позааудиторної роботи звертати увагу на всі незначні нюанси справи, не висвітлені у тексті ситуаційної вправи;

– розвинути у студентів уміння аналітично мислити та структурувати отриману інформацію;

– звернути увагу студентів на моральні аспекти та поведінку зацікавлених осіб у корпоративному конфлікті; визначити роль корпоративної культури в ситуації;

– надати можливість студентам самостійно знайти оптимальний варіант вирішення управлінської проблеми та дати йому економіко-правове обґрунтування.

Необхідні матеріали та обладнання

– Копії матеріалів ситуаційної вправи та додатків до неї. Слайди додатків до ситуаційної вправи (*за потреби*). Дошка. Проектор, екран (*за потреби*). Аудиторне приміщення.

Орієнтовний план та розклад обговорення

Аудиторна робота над ситуаційною вправою (з попередньою домашньою підготовкою) розрахована на 2 академічні години (90 хвилин) для студентської групи з 15–20 осіб.

Ситуаційну вправу доцільно розглядати у три етапи.

Вступ. Приблизна тривалість – 15 хвилин на попередньому занятті. На початку слухачі отримують тексти ситуаційної вправи з додатками та графік роботи над вправою. Після цього, акцентуючи увагу присутніх на тому, що описані у вправі події відбулися з реальним акціонерним товариством, викладач подає стисло характеристику ситуаційної вправи. Коментуючи розданий матеріал, викладач повинен наголосити, що обговорення вправи в основному має базуватися на категоріях правових дисциплін і частково – економічних.

Слухачі мають самостійно підготуватися до аудиторного обговорення ситуаційної вправи, ознайомитися з додатками, а також, повторивши теоретичний матеріал з питань корпоративного управління та фінансового менеджменту, відшукати додаткову інформацію та аргументи, підготувати письмові нотатки.

Завдання для самостійної позааудиторної роботи:

- ознайомитися з текстом ситуаційної вправи;
- повторити теми «Правовий статус акціонера та захист його прав», «Корпоративні фінанси», «Органи управління акціонерного товариства», «Реорганізація і ліквідація акціонерного товариства» та «Корпоративна культура» з курсу «Корпоративне управління»;
- повторити теми «Управління активами підприємства», «Дивідендна політика підприємства» та «Емісійна політика підприємства» з курсу «Фінансовий менеджмент».

Заняття перше. На початку заняття слід дати загальну характеристику описаній ситуації (приблизна тривалість – 10 хвилин). На прохання викладача один зі слухачів стисло, у межах 5 хвилин, нагадує аудиторії зміст вправи, акцентуючи увагу на основних моментах.

Аудиторія може доповнити інформацію основного доповідача для детальнішого відтворення ходу подій, описаних у ситуаційній вправі.

Викладач вислуховує думки слухачів та аналізує, чи звернули учасники обговорення увагу на всі нюанси ситуації, частина яких безпосередньо не описана у вправі, проте є в додатках.

Викладач має наголосити на тому, що реальність ситуації та пошук вирішення проблеми акціонерного товариства у результаті недостатньо продуманих дій керівництва ВАТ «Львівський керамічний завод» вимагають від слухачів різнопланового підходу до її розв'язання.

Далі має відбуватись робота над завданням 1 (приблизна тривалість – 10 хвилин).

Робота над завданнями проходить у групах (командах). Викладач формує 3–4 групи (команди) по 4–5 слухачів (бажано – за місцями в аудиторії) та пропонує протягом 5 хвилин обговорити запропоноване завдання. Від кожної групи (команди) доповідає один представник.

Для раціонального використання часу та з метою уникнення дублювання інформації доцільно, щоб кожний наступний доповідач лише доповнював попередників.

Завдання 1

Дайте загальну оцінку ефективності управління підприємством з боку керівництва акціонерного товариства на основі показників фінансово-господарської діяльності ВАТ «Львівський керамічний завод» напередодні реорганізації емітента (посилання на додаток).

Запитання для обговорення

– Як можна охарактеризувати загальний економічний стан ВАТ «Львівський керамічний завод» напередодні реорганізації емітента?

У своєму резюме викладач повинен акцентувати увагу аудиторії на тому, що напередодні проведення реорганізації акціонерного товариства ВАТ «Львівський керамічний завод»:

1) є виробником будівельної та санітарно-технічної кераміки: продукції, що користується та користуватиметься попитом у споживача і є значно дешевшою за іноземні аналоги;

2) з року в рік впевнено нарощує свій виробничий потенціал (з'являються нові види продукції, зростають обсяги виробництва, розширюються ринку збуту, проводиться модернізація матеріально-технічної бази);

3) має стабільні фінансово-економічні показники з тенденцією до зростання;

4) є одним із провідних підприємств у цій галузі на лише у Західному регіоні України, а й у масштабах держави;

в умовах дедалі зростаючої конкуренції у боротьбі за капітал та з огляду на наближення будівельного «буму» в Україні становить особливий інтерес як для внутрішніх, так і для зовнішніх інвесторів.

– Як Ви оцінюєте емісійну політику ВАТ «Львівський керамічний завод»?

У коментарі викладач повинен наголосити на тому, що емісійна політика керівництва ВАТ «Львівський керамічний завод» мала двоїстий характер. Насамперед необхідно звернути увагу на її «кулуарний» характер: акції додаткових емісій (в обох випадках – випуск акцій на 1/3 статутного фонду емітента за рішенням правління акціонерного товариства) було розміщено переважно серед управлінського персоналу підприємства. Проте користь від проведених додаткових емісій отримали:

1) *акціонерне товариство* (залучено додатковий капітал на оновлення та модернізацію матеріально-технічної бази підприємства);

2) *трудоий колектив підприємства* (придбане за отриманими коштами сучасне обладнання дозволило покращити умови праці, зменшити затрати на випуск продукції і підвищити її якість, а це, відповідно, дозволило збільшити обсяги реалізації продукції та підняти рівень заробітної плати працівників заводу);

3) *акціонери* (зростання обсягів виробництва та реалізації продукції зумовило зростання прибутковості підприємства, що сприяло збільшенню розміру дивіденду на одну акцію за підсумками року та вплинуло на ліквідність акцій емітента);

4) *управлінський персонал підприємства* (інвестиції власних коштів у підприємство дозволили керівництву акціонерного товариства придбати пакети акцій та збільшити свої частки у статутному капіталі емітента);

5) *держава* (зростання обсягів виробництва та реалізації продукції вплинуло на прибутковість, заводу, що зумовило збільшення обов'язкових платежів та відрахувань підприємства до державного та місцевого бюджетів).

Після цього слухачі мають перейти до роботи над завданням 2 (приблизна тривалість – 10 хвилин).

Завдання 2

Охарактеризуйте роботу правління ВАТ «Львівський керамічний завод» з акціонерами. Дайте загальну оцінку різним групам учасників у корпоративних відносинах (дрібні акціонери, власники незначних пакетів акцій, базові власники, потенційні інвестори) та рівню корпоративної культури в акціонерному товаристві.

Запитання для обговорення

– Як можна охарактеризувати рівень корпоративної культури та етичні цінності у системі корпоративних відносин у ВАТ «Львівський керамічний завод»?

Викладач повинен наголосити на тому, що в сучасних умовах на оцінку інвестиційної привабливості кожного підприємства впливає і рівень корпоративного управління, зокрема й те, як забезпечується захист інтересів меншості акціонерів, чи забезпечується він загалом.

Досвід економічно розвинених країн, зокрема, передбачає, що для забезпечення захисту прав міноритарних акціонерів у статуті та/або внутрішніх нормативних документах акціонерного товариства доцільно закріплювати відповідні норми, щоб уникнути у майбутньому конфліктних ситуацій із дрібними інвесторами, які, голосуючи «проти» стратегічних рішень, надалі не сприятимуть їхньому виконанню.

У статуті та внутрішньому «Положенні про загальні збори акціонерів ВАТ «Львівський керамічний завод» було закріплено відповідні положення, що захищали права акціонерів, які володіли незначними пакетами акцій. Більшість цих норм навіть відповідала Принципам корпоративного управління України, проект яких був затверджений рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 3 червня 2003 року №242 (за місяць до проведення загальних зборів акціонерів ВАТ «Львівський керамічний завод»).

Реалізація даних положень забезпечувала рівні умови та інтереси для всіх держателів іменних акцій, зокрема, і у зв'язку із проведенням загальних зборів акціонерів:

- право на ознайомлення з документами, пов'язаними з порядком денним;
- право знати ціну (яка повинна бути справедливою, тобто такою, що дорівнює їхній ринковій вартості), за якою будуть викуповуватися належні акціонерам акції у випадку, коли під час прийняття загальними зборами певних рішень

акціонери не голосуватимуть «за» або голосуватимуть «проти».

Проте аналіз дій керівництва акціонерного товариства у процесі скликання та підготовки загальних зборів акціонерів ВАТ «Львівський керамічний завод», на яких розглядалося питання реорганізації підприємства у закрите акціонерне товариство, і подальших дій щодо його створення свідчить, що управлінський персонал підприємства діяв за принципом «мета виправдовує засоби».

Тобто рівень корпоративної культури в акціонерному товаристві став віддзеркаленням філософії керівництва ВАТ «Львівський керамічний завод», яке прагнуло без особливих витрат будь-що сконцентрувати у своїх руках контрольний пакет акцій підприємства. На жаль, такий підхід характерний у сучасних умовах для більшості емітентів в Україні.

– Яким чином діяли б Ви на місці керівництва ВАТ «Львівський керамічний завод», щоб забезпечити собі контроль над акціонерним товариством?

Викладачеві необхідно наголосити, що управлінський персонал ВАТ «Львівський керамічний завод» прагнув забезпечити собі контроль над підприємством «малою кров'ю»: пакети акцій керівного складу акціонерного товариства формувалися під час проведення додаткових емісій цінних паперів та шляхом розподілу викуплених емітентом власних акцій.

Багаторічний процес викупу емітентом власних акцій здійснювався мляво та неефективно, незважаючи на створення у структурі заводу окремого підрозділу для роботи з акціонерами (відділ цінних паперів). Перехід права власності на акції ВАТ «Львівський керамічний завод» від акціонерів до акціонерного товариства відбувався переважно тоді, коли працівники підприємства-держателі іменних акцій розраховувалися з роботи або ж коли у них виникала необхідність в отриманні кредитів від ВАТ «Львівський керамічний завод».

Крім того, менеджмент підприємства не використав у власних інтересах такий суттєвий механізм, як мережа своїх дочірніх підприємств, що знаходяться у переважній більшості областей України. Безпосередньо через керівників цих структурних підрозділів можна було запропонувати держателям іменних акцій вигідні умови продажу акцій емітентові або

розшукати тих акціонерів ВАТ «Львівський керамічний завод», які втратили з ним зв'язок.

Мало уваги приділило керівництво підприємства формуванню в акціонерів- працівників ВАТ «Львівський керамічний завод» корпоративного «духу». Те, що власниками близько 40% акцій заводу були члени керівного складу акціонерного товариства, а значна частина акцій знаходилася у власності членів трудового колективу підприємства та їхніх родичів, ще не означало, що за будь-яких умов (навіть у випадку загрози скуповування акцій конкурентами) акціонери-працівники ВАТ «Львівський керамічний завод» продадуть свої акції саме керівництву заводу.

Наступним слухачі працюють над завданням 3 (приблизно на тривалість – 15 хвилин).

Завдання 3

Проаналізуйте рішення загальних зборів акціонерів про реорганізацію акціонерного товариства та умови викупу акцій в акціонерів ВАТ «Львівський керамічний завод» стосовно відповідності нормам законодавства України. Прокоментуйте основні помилки прийняття рішень загальних зборів акціонерного товариства.

Запитання для обговорення

– Чи відповідає здійснена реорганізація ВАТ «Львівський керамічний завод» основній суті та завданням реорганізації як засобу оптимізації підприємницької діяльності?

– Які можливі шляхи захисту прав та інтересів акціонерів ВАТ «Львівський керамічний завод», які не увійшли до кола засновників закритого акціонерного товариства?

Примітка: Перед другим заняттям доцільно дати студентам декілька днів для підготовки.

Заняття друге. Викладач організовує рольову гру «Захист порушених прав акціонерів», у формі розгляду судової справи (приблизно тривалість – 30 хвилин). Аудиторія розподіляється на групи різної чисельності, представляючи сторони й учасників процесу: суддю, групу акціонерів (позивачів), керівництво заводу (відповідачів), адвокатів, експертів.

Викладач, який спостерігає за дискусією та узагальнює думки сторін, виконує роль аналітика, що наприкінці обговорення повинен прокоментувати аргументи сторін.

У ході підготовки до рольової гри викладач виділяє найбільш підготовлених слухачів і призначає їх лідерами у гру-

пах (командах), що уособлюватимуть основних учасників судового процесу: «ображених» акціонерів та керівництво ВАТ «Львівський керамічний завод». Інші учасники можуть долучитися до тієї чи іншої групи (команди) за власним бажанням.

Кількісний склад груп (команд) залежатиме від загальної кількості слухачів.

Для звичайної студентської групи з 15–18 осіб доцільний такий варіант: «акціонери» (3–5 осіб), представники «акціонерного товариства» (2–3 особи), «судді» (1 або 3 особи), «адвокати» (по 1–2 особи від сторін процесу), «експерти» (2–3 особи).

Для учасників групи «акціонери» викладач пропонує за матеріалами ситуаційної вправи та додатків до неї самостійно підготувати варіант позовної заяви про порушення прав акціонерів з боку акціонерного товариства, що дозволить учасникам групи у процесі гри «доповнювати» свої позовні вимоги. Активність студентів дозволить викладачеві оцінити рівень самостійної підготовки кожного та вміння аналітично мислити, звертати увагу на нюанси вправи.

Учасники групи «акціонерне товариство» у позааудиторному режимі готують додаткове обґрунтування дій керівництва акціонерного товариства та мотиви.

Учасники групи «адвокати» готують правове обґрунтування позицій сторін, яких вони представляють, та додатково опрацювавши теоретичний матеріал з курсу «корпоративне управління», готують свої додаткові аргументи.

Роль учасників групи «експерти» полягатиме у відстоюванні позицій справи обласного державного комунального бюро технічної інвентаризації та експертної оцінки (щодо визначення цим органом вартості акції ВАТ «Львівський керамічний завод») та Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (щодо дотримання емітентом норм законодавства України про цінні папери), які залучаються до судового процесу як спеціалісти.

Якщо запропонована рольова гра проводиться під час короткотермінових навчальних семінарів з підготовки та перепідготовки фахівців фондового ринку чи посадових осіб акціонерних товариств, викладач повинен враховувати набутий слухачами практичний досвід у галузі корпоративного управління.

Зважаючи на стислі терміни навчання та фаховий рівень підготовки слухачів, викладачеві можна обминути позааудиторний етап підготовки до рольової гри та запропонувати аудиторії провести протягом 10-15 хвилин обговорення ситуації у групах (командах).

Як правило, під час проведення таких семінарів кількісний склад групи нараховує 12-15 осіб. За цих умов доцільно обмежитися такою кількістю груп і учасників: «акціонери» (3-4 особи), «керівництво заводу» (1-2 особи), «експерти» (1-2 особи). Групи варто розподілити за місцями в аудиторії.

Роль «судді» (1 особа) рекомендується запропонувати слухачеві, який хоча б раз представляв інтереси юридичної особи у суді. Якщо такої кандидатури немає, то цю роль може виконати слухач, який має юридичну освіту.

Залежно від ходу «судового процесу» викладач може виступати і на боці «акціонерів», і на боці «акціонерного товариства» чи «експертів». При цьому його основна функція полягає у скеруванні учасників рольової гри до вирішення основного питання ситуаційної вправи: чи гарантуватиме обраний керівниками ВАТ «Львівський керамічний завод» спосіб оптимізації управління підприємством повний контроль над акціонерним товариством.

Результати рольової гри дозволять знайти відповіді на запитання:

– Чи дотрималося керівництво ВАТ «Львівський керамічний завод» норм законодавства України під час скликання загальних зборів акціонерів, на яких розглядалося питання реорганізації товариства?

– Які права акціонерів ВАТ «Львівський керамічний завод» були порушені у процесі скликання загальних зборів акціонерів?

– Чи відповідала вартість однієї іменної акції ВАТ «Львівський керамічний завод» на вторинному ринку її реальній ціні? У який спосіб можна було більш чітко визначити ринкову вартість акції?

– Чи могло керівництво акціонерного товариства після прийняття рішення загальними зборами акціонерів про реорганізацію ВАТ «Львівський керамічний завод» уникнути загострення взаємовідносин з дрібними акціонерами?

На завершення мають бути підбиті підсумки обговорення (приблизно тривалість – 15 хвилин).

У підсумковому коментарі викладач повинен зазначити, що результати проведеної самостійної аналітичної роботи та аудиторного обговорення ситуаційної вправи дають підстави зробити висновок, що керівництво ВАТ «Львівський керамічний завод» обрало не найкращий варіант реорганізації акціонерного товариства.

Запропоновані під час обговорення альтернативні варіанти захисту від «вторгнення ззовні», на відміну від обраного керівництвом емітента способу реорганізації акціонерного товариства, повинні мати як правове, так і економічне підґрунтя. Тому доцільно запропонувати слухачам самостійно на матеріалах вправи у письмовій формі підготувати обґрунтовані пропозиції щодо оптимальних варіантів реорганізації ВАТ «Львівський керамічний завод».

Оксана Нечепоренко

Корпоративна криза на ВАТ «Укрнафта»

Стислий зміст

Акціонерне товариство «Укрнафта» було створено у лютому 1994 року на базі державного виробничого об'єднання «Укрнафта». Акції «Укрнафти» є «блакитною фішкою» в Україні та найбільш ліквідними акціями на місцевому ринку.

Коли «Укрнафту» було створено, у 1994 році план розміщення її акцій передбачав збереження 30% пакета акцій за державою та продаж решти акцій міжнародним та місцевим інвесторам. Однак держава отримала контрольний пакет акцій у розмірі 50% плюс одна акція, що були передані державою нафтогазовому монополісту – НАК «Нафтогаз України». Рішення про збереження контролю над «Укрнафтою» було пояснено «стратегічною важливістю» компанії для України.

У процесі діяльності ВАТ «Укрнафта» між великими (державою) та дрібними акціонерами виникає конфлікт через таке:

- керівництво компанії укладає угоди, згідно з якими компанія за заниженими цінами продає газ НАК «Нафтогаз України»;
- оскільки продаж нафти відбувався «непрозорими способами», група дрібних акціонерів бажала забезпечити постачання нафти своїм нафтопереробним заводам та нафтопродуктів до своїх мереж роздрібною торгівлі;
- дрібні акціонери ніяк не могли отримати права впливати на процес управління товариством.

Отже, було підготовлено підґрунтя для постійного конфлікту між державою як акціонером, що володіє контрольним пакетом акцій, та групою дрібних акціонерів.

У 2001 році більше 40% акцій було сконцентровано у власності групи компаній, чиї інтереси представляють «УкрСиббанк» та «ПриватБанк». Це дало змогу дрібним акціонерам отримати законне право блокувати річні загальні збори акціонерів.

Після консолідації дрібних часток конфлікт між акціонерами в «Укрнафті» став навіть очевиднішим. Дрібні акціо-

нери почали постійно блокувати проведення загальних зборів акціонерів, що призвело до неможливості використовувати прибуток як на розвиток компанії, так і на виплату дивідендів. Однак НАК «Нафтогаз» все одно відмовлялася від будь-якого компромісу.

Постає головне запитання: яким чином можна вирішити конфлікт між великим та дрібними акціонерами.

Цілі ситуаційної справи

Найголовніше завдання побудови належної системи корпоративного управління у будь-якій компанії – створити стимули для того, щоб правління та спостережна рада прагнули досягнути цілі, що відповідають інтересам товариства та акціонерів, а також забезпечувати дієвий моніторинг, а отже, сприяти ефективному використанню ресурсів товариства¹.

Основна мета цієї ситуаційної справи – на реальному прикладі ВАТ «Укрнафта» проілюструвати, як конфлікт між великим та дрібними акціонерами негативно впливає на роботу компанії та на результати її діяльності; ініціювати в аудиторії пошук можливостей для конструктивного діалогу між акціонерами; продемонструвати можливості вирішення подібних конфліктів шляхом створення повноважних та дієвих органів управління ВАТ (зокрема, Спостережної ради) та забезпечення широкого представництва в них різних груп акціонерів товариства. Також важливо акцентувати увагу на недоліках чинного законодавства України, які не дозволяють використовувати кумулятивне голосування під час обрання членів Спостережної ради, та деякі інші, поширені у світі, механізми корпоративного управління.

Використання ситуаційної справи

Ця ситуаційна справа доречна для викладання на останніх курсах бакалаврських (магістерських) дипломних програм за спеціальностями «Менеджмент», «Економіка», «Корпоративне управління»; програмах МВА, сфокусова-

¹ Принципи корпоративного управління ОЕСР. Міжнародні та національні стандарти корпоративного управління (збірник кодексів та принципів), 2002, с.19

них на тематиці корпоративного управління, загального та фінансового менеджменту.

Вправу можна використовувати під час викладання курсів (спецкурсів) «Менеджмент», «Корпоративне управління», «Фондовий ринок», «Корпоративне право», «Підприємницьке право» та ін.

Корисним буде використання вправи також під час викладання на програмах підготовки та перепідготовки фахівців з питань корпоративного управління, фондового ринку, державних службовців, членів органів управління акціонерних товариств.

Широкі можливості для застосування вправи обумовлені актуальністю та нагальністю для сучасного українського бізнесу питань, що у ній розглядаються. Ці питання стосуються тем: «Міжнародні та національні принципи найкращої корпоративної поведінки»; «Управління корпоративними правами держави»; «Загальні збори акціонерів»; «Права акціонерів та їх захист. Взаємовідносини мажоритарних та міноритарних акціонерів»; «Органи управління акціонерного товариства (розподіл повноважень між органами управління акціонерного товариства)»; «Компетенція, порядок створення та організація роботи спостережної ради».

Необхідне обладнання та матеріали

Для використання ситуаційної вправи потрібні:

- ситуаційна вправа та завдання до неї, роздані студентам у роздрукованому вигляді;
- дошка (або фліп-чарт) для запису коментарів студентів та нотаток викладача;
- мультимедійний проектор для показу слайдів (якщо мультимедійного проектора немає, презентацію в Power-Point роздруковують).

Запитання для обговорення

1. Як конфлікт між акціонерами впливає на роботу акціонерного товариства?

Загальновідомо, що будь-який конфлікт між власниками бізнесу зашкоджує його розвитку. Особливо боляче такі конфлікти відбиваються на діяльності акціонерних товариств, які об'єднують власність сотень і навіть тисяч осіб, суттєвим чином впливають на їх добробут. Без перебільшення можна стверджувати, що корпоративні скандали навко-

ло величезних корпорацій, таких, як Enron, Worldcom, Parmalat та інших, вплинули не тільки на їх власників та працівників, а на весь діловий світ.

ВАТ «Укрнафта» має не менший вплив на економіку України, ніж наведені вище компанії на економіку країн, де вони знаходяться. Отже, конфлікт навколо цього товариства виходить далеко за межі відносин між акціонерами. Події, про які йдеться у ситуаційній вправі, зашкодили усім особам, зацікавленим у діяльності ВАТ «Укрнафта», а саме:

– Держава не отримала до бюджету дивідендів на власний пакет акцій за результатами 2000 та 2001 років у розмірі, відповідно, 7,4 та 15 млн доларів США; втратила змогу вигідно продати свій пакет акцій; не отримала податкових надходжень, що, безумовно, супроводжували б успішну реалізацію бізнес-проектів «Укрнафти» у Ємені та Лівії.

– Міноритарні акціонери не отримали дивідендів на власні пакети акцій за 2000 та 2001 роки; втратили можливість вигідно продати свої акції через втрату інтересу до них на ринку і, відповідно, зменшенні ціни (дод. 2 до ситуаційної вправи).

– Працівники – не отримали збільшення заробітної плати, інших соціальних пільг, які були цілком можливими за умови участі ВАТ «Укрнафта» в економічно вигідних для нього іноземних проектах. Крім того, розвиток компанії зумовив би створення нових робочих місць.

– Вище керівництво ВАТ – більшість з найвищих керівників «Укрнафти» вже не обіймають цих посад.

– Споживачі продукції – не отримали в очікуваному обсязі дешевих вітчизняних нафтопродуктів, що спонукало їх до закупівлі більш дорогої імпортової продукції.

– Постачальники (у першу чергу, постачальники труб та обладнання) не отримали вигідних замовлень на власну продукцію.

Саме з огляду на можливі тяжкі наслідки корпоративних конфліктів світовою бізнес-спільнотою розроблені численні «Правила гідної корпоративної поведінки», оформлені у вигляді міжнародних та національних кодексів (принципів) корпоративного управління. Дотримуючись рекомендацій зазначених документів, акціонери можуть запобігти створенню підґрунтя для виникнення корпоративного конфлікту.



2. У чому головна проблема відсутності діалогу між великим та дрібними акціонерами?

По-перше, очевидно, що у наведеній ситуації її основні «дійові особи» не досягли згоди стосовно мети діяльності компанії. Адже саме підвищення вартості акцій (капіталізації) ВАТ могло б (і повинно) стати головною метою товариства, яка б відповідала інтересам усіх груп акціонерів. У наведеній ситуаційній вправі кожна з сторін конфлікту (і у першу чергу держава) намагалися за рахунок товариства (а отже решти його акціонерів) вирішити власні проблеми, не пов'язані з ВАТ «Укрнафта» (знизити витрати НАК «Нафтогаз України» на придбання сировини, зберегти пільгові тарифи на опалення для населення тощо). Очевидно, що такі дії не могли не спровокувати конфлікт.

По-друге, практика свідчить, що в Україні ще не повною мірою визнали необхідність досягати згоди між основними групами акціонерів з головних питань діяльності АТ. Панує підхід: «власник контрольного пакета акцій є повновладним господарем товариства і може керувати їм тільки на власний розсуд». Ігнорування посадовцями НАК «Нафтогаз України» інтересів осіб, що внесли значні кошти за пакети акцій ВАТ «Укрнафта», небажання досягати згоди з ними, незнання інструментів, за допомогою яких така згода досягається та фіксується, сприяли розвитку конфлікту.

3. Позиція якого з акціонерів не відповідає найкращій практиці корпоративного управління?

У принципі, обидві сторони конфлікту діяли не в інтересах товариства, вдаючись до дуже жорстких дій, які не відповідають найкращій практиці корпоративної поведінки.

Утім, слід мати на увазі, що міноритарні акціонери «Укрнафти» були змушені вдаватися до крайніх заходів, щоб привернути увагу до конфлікту, який був ініційований саме представниками держави.

Безумовно, «вимивання» активів товариства, грубе ігнорування інтересів міноритарних акціонерів (які володіють досить великими пакетами акцій) слід визнати діями, що не відповідають нормам найкращої корпоративної поведінки.

До цього слід додати ще два моменти, на які не можна не звернути уваги:

1. У розглядуваному конфлікті держава як регулятор корпоративних відносин у країні намагалася використати

власні можливості (спроба провести зміни до Закону «Про господарські товариства» щодо зниження до 50% кворуму загальних зборів акціонерів). Такі дії суперечать не тільки нормам корпоративної етики, а й конституційному принципу рівності всіх форм власності в Україні.

2. У той час як преса широко обговорювала всі деталі конфлікту, у відповідних річних звітах ВАТ «Укрнафта» не було ніякої інформації про наявність конфлікту, бачення його причин, шляхів врегулювання тощо. Таку позицію керівництва компанії не можна вважати такою, що відповідає загально-визнаним принципам прозорості та розкриття інформації.

4. *Які варіанти виходу з цієї ситуації? Чи можна погодитись з думкою, що вихід у конструктивному діалозі між акціонерами?*

Можна розглядати досить широкий спектр заходів з врегулювання ситуації, що склалася, – від продажу пакету акцій, що належить державі, до різноманітних судових позовів та зміни чинного законодавства щодо кворуму загальних зборів акціонерів. Утім, найефективнішими можуть стати ретельно підготовлені та вдало проведені переговори між основними учасниками конфлікту. Але заклики «жити дружно» вочевидь не спрацюють, отже, під час підготовки до переговорів слід ретельно розробити інструменти врегулювання інтересів обох сторін конфлікту. У цій ситуації сторони, зрештою, досягли компромісу, але чи можна вважати це вирішенням конфлікту? Заміну голови правління ВАТ «Укрнафта» з призначенням на цю посаду погодженої сторонами кандидатури та розширення представництва міноритарних акціонерів у складі Спостережної ради з 2 до 4 осіб (за загальної кількості членів ради 11) можна розглядати лише як тимчасовий захід, адже будь-які зміни державної політики, кадрові зміни в уряді можуть спричинити поновлення конфлікту. На жаль, сторони досі не погодили механізми, які б стимулювали сторони досягати згоди з найважливіших питань діяльності товариства.

5. *Якщо так, то які інструменти корпоративного управління можна використати задля досягнення балансу інтересів усіх груп акціонерів?*

«Подем» врегулювання конфлікту може і має стати Спостережна рада ВАТ «Укрнафта», головні проблемні моменти, що стали «каменем спотикання» у взаємовідносинах акціонерів необхідно ввести саме до її компетенції.

Існує два «ідеологічні» підходи до формування компетенції Спостережної ради:

1. До компетенції Спостережної ради слід віднести тільки питання, які можна вирішити за принципом: «все, що добре для АТ – добре і для кожного його акціонера», тоді як питання, що становлять предмет розбіжності інтересів акціонерів мають бути компетенцією загальних зборів.

2. Якщо використати повною мірою перший підхід все ж таки не вдається – слід погодити та закріпити у статуті АТ чіткі та прозорі правила формування складу ради із представників різних груп акціонерів та прийняття нею рішень зі спірних питань.

Слід наголосити, що навіть ідеально визначена компетенція Спостережної ради не дозволить їй стати дієвим механізмом збалансування інтересів акціонерів. Тому в обговоренні треба приділити увагу регламентації порядку її роботи, а саме:

1. Можливість та порядок проведення заочних засідань – заочні засідання ради не передбачають правил кворуму, що не дозволяє частині членів ради блокувати засідання, ініціюючи відсутність кворуму.

2. Кворум Спостережної ради – має бути таким, щоб забезпечити можливість проведення засідань за умови участі переважної більшості членів ради, що представляють усі значні групи акціонерів.

3. Порядок прийняття рішень – з найбільш принципових питань рішення можуть ухвалюватися переважною, кваліфікованою більшістю голосів або навіть одноголосно.

4. Кількість членів Спостережної ради та порядок розподілу місць в Спостережній раді серед представників різних груп акціонерів. Чинне законодавство України не дає змоги забезпечити міноритарним акціонерам гарантованого навіть мінімального представництва у складі Спостережної ради. Тобто розподіл місць у складі Спостережної ради, наведений у дод. 1 ситуаційної вправи, можливо забезпечити тільки вольовим рішенням мажоритарного акціонера (у вправі – представників держави). У більшості країн світу цю проблему вирішують законодавчим запровадженням механізму кумулятивного голосування, сутність якого полягає у тому, що під час обрання Спостережної ради кожний акціонер отримує кількість голосів, рівну кількості належних йому

акцій, незалежно від того, яка кількість членів Ради обирається. На власний розсуд він може віддати їх усіх за одну кандидатуру або розподілити між кількома. Обраними вважають кандидатів, які отримали найбільшу кількість голосів [3]. Відсутність цього механізму в Україні є істотною проблемою вітчизняного корпоративного законодавства.

Орієнтовний план обговорення

1. *Ознайомлення зі змістом вправи.* Студенти самостійно ознайомлюються з матеріалами вправи вдома.

2. *Визначення основних проблем.*

Основні проблеми ситуаційної вправи такі:

- конфлікт між акціонерами та його негативний вплив на роботу компанії;
- неможливість проведення загальних зборів акціонерів;
- відсутність дієвої та ефективної Спостережної ради;
- негативні наслідки для всіх сторін конфлікту та інших осіб, зацікавлених у діяльності ВАТ «Укрнафта».

3. *Визначення завдання та мети дискусії.*

Завданнями можуть бути:

- оптимальний розподіл повноважень між органами управління акціонерного товариства;
- пошук можливих інструментів для налагодження конструктивного діалогу між мажоритарними та міноритарними акціонерами;
- пошук варіантів створення дієвої Спостережної ради та її ефективної роботи.

Вправу розглядають протягом 2 астрономічних годин.

За тиждень до проведення заняття студентам роздають текст вправи для попереднього опрацювання. Викладач звертає увагу студентів на можливість отримання додаткових теоретичних матеріалів та інформації про діяльність організації, вказуючи джерела.

Наступне заняття розпочинається з того, що викладач нагадує студентам стислий зміст вправи (дод. 1 ситуаційної вправи) та акцентує увагу на ключових моментах вправи.

Залежно від складу аудиторії слід зважити доцільність акцентування уваги на участі держави у конфлікті. Якщо аудиторія складається з державних службовців, це слід зробити для моделювання їх можливих дій у подібних ситуаціях. В інших випадках доцільно наголосити на тому, що

головним завданням вправ є налагодження взаємовідносин між мажоритарними та міноритарними акціонерами, а не між державою та іншими акціонерами «Укрнафти». Тобто, розглядаючи вправу, студентам необхідно абстрагуватися від того, що великим акціонером є держава. Адже в будь-якому АТ може скластися ситуація, коли великий акціонер діє не на користь товариства; коли для нього вигіднішим є «вимивання» активів компанії (заниженням ціни на продукцію, що продається «дружнім» структурам), а не збільшення його капіталізації.

Наступним етапом проведення заняття є обговорення можливих варіантів відповідей на запитання 1 та 2.

Після обговорення початкової ситуації студентам роздають опис розвитку конфлікту: до яких дій вдавались акціонери та до чого це призвело (дод. 1 ситуаційної вправи). Обговорюються дії сторін у конфлікті. Викладач виносить на обговорення запитання:

1. Позиція кого з акціонерів не відповідає найкращій практиці корпоративного управління?

2. Чи є доцільним продаж державного пакета акцій саме у розпал корпоративного конфлікту?

3. Хто і за скільки може бути зацікавленим його придбати?

4. Якими ще механізмами корпоративного управління можна скористатися для врегулювання конфлікту?

Необхідно підвести студентів до ідеї про можливість використання Спостережної ради для збалансування інтересів акціонерів. Пропонується обговорити такі запитання:

1. Як збалансувати інтереси акціонерів?

2. Якими інструментами необхідно скористатися?

Слід спрямувати хід думок студентів до проблеми визначення компетенції Спостережної ради, адже головні проблемні моменти, що стали «каменем спотикання» у взаємовідносинах акціонерів необхідно ввести до компетенції Спостережної ради.

Далі можна перейти до розгляду Статуту ВАТ «Укрнафта» та пропозицій щодо внесення змін до нього (дод. 3, 4 ситуаційної вправи). Разом з викладачем студенти розмірковують над тим, які саме питання мають входити до компетенції Загальних зборів акціонерів і до компетенції Спостережної ради («Оптимальний розподіл повноважень між органами управління – шлях до збалансування інтересів зацікавлених осіб», дод. 5 ситуаційної вправи).

Пропонується розглянути два підходи до формування компетенції Спостережної ради (дод. 1 ситуаційної вправи):

1. До компетенції Спостережної ради слід віднести тільки питання, які можна вирішити за принципом: «все, що добре для АТ добре і для кожного його акціонера», тоді як питання, що становлять предмет розбіжності інтересів акціонерів, мають стосуватися компетенції загальних зборів.

2. Якщо використати повною мірою перший підхід не вдається – слід погодити та закріпити у Статуті АТ чіткі та прозорі правила формування складу ради із представників різних груп акціонерів та прийняття нею рішень зі спірних питань.

Слід наголосити, що навіть ідеально визначена компетенція Спостережної ради не дозволить їй стати дієвим механізмом збалансування інтересів акціонерів. Тому важливо обговорити питання щодо регламентації порядку її роботи, а саме:

- можливість проведення заочних засідань;
- кворум Спостережної ради;
- порядок прийняття рішень (більшістю голосів);
- кількість членів Спостережної ради та порядок розподілу місць в Спостережній раді серед представників різних груп акціонерів.

В обговоренні запитання 4 студенти повинні вирішити, як розподілити місця серед 11 членів Спостережної ради. Викладач звертає увагу студентів на додаток 1 (демонструє слайди та роздає аркуш з надрукованим варіантом) з пропозиціями щодо механізму розподілу місць у Спостережній раді та правил її роботи, який зумовлює можливість досягнення консенсусу між акціонерами. При цьому слід наголосити, що чинне законодавство України не дає змоги забезпечити міноритарним акціонерам гарантованого навіть мінімального представництва у складі Спостережної ради. Тобто розподіл місць у складі Спостережної ради, наведений у додатку 1, можна забезпечити тільки вольовим рішенням мажоритарного акціонера (у вправі – представника держави).

Викладач показує, як вирішують це питання у більшості країн світу через механізм кумулятивного голосування та пояснює, як цей механізм працює [3].

Також викладач наголошує на відсутності цього механізму в Україні як на істотну проблему вітчизняного корпоративного законодавства.

Завершується заняття стислим переказом усіх важливих моментів в обговоренні та підбиттям підсумків.

Додаткові завдання

На одному з етапів обговорення (наприклад, після обговорення можливих варіантів відповідей на запитання 1) можна розглянути вплив конфлікту на вартість акцій компанії та, відповідно, капіталізацію компанії.

Студенти, отримавши графік котирування акцій «Укрнафти» на ПФТС протягом 1996–2004 років (рис. 1 дод. 2 ситуаційної вправи), розраховують, наскільки нижчою була капіталізація компанії під час конфлікту та скільки втратили акціонери, що продавали свої акції в той період.

Список літератури

1. *Бесп'ятый А.* Вплив держави на процеси корпоративного управління в Україні: Доповідь на Третньому засіданні Євразійського круглого столу з питань корпоративного управління (ОЕСР) – <http://www.oecd.org/dataoecd/41/41/2096875.pdf>

2. *Княжанський В.* Щоб знати свою ціну, підприємству треба продавати свої акції // День. – 9 серпня 2001. – № 141.

3. *Кошовий Д.* Акціонер не ліпший за татарина // Галицькі контракти. – 1998. – № 25.

4. Принципи корпоративного управління, затвердженні рішенням ДКЦПФР від 11 грудня 2003 р. № 571.

5. Про господарські товариства: Закон України. Чинний від 19.09.1991.

6. *Розенбаум Д.* Кумулятивне голосування: засіб здійснення повноважень акціонерів і заохочення інвестицій // Бюлетень з корпоративного управління – Інформаційний вісник проекту МФК «Корпоративне управління в Україні». 1999. – № 5.

7. Стратегія розвитку «Укрнафти» на 2003–2004 роки // Дзеркало тижня. – 19–25 квітня 2003. – № 15.

8. Цивільний кодекс України.

9. *Ямбург В.* «Укрнафта»: шлях на «вертикаль» // Дзеркало тижня. – 1–7 листопада 2003. – № 42.

Олена Шалімова

Акціонер-банк: прозорі правила гри

Цілі ситуаційної вправи

Ключовою ціллю ситуаційної вправи є вивчення практики корпоративного управління у банківській сфері на прикладі Акціонерно-комерційного банку «Золоті ворота». За допомогою цієї ситуаційної вправи можна зрозуміти сутність та особливості економічних відносин, які виникають між банком та його акціонерами, проаналізувати роботу відділу реєстрації та ліцензування, внести пропозиції, щодо подальшого удосконалення корпоративної політики АКБ «Золоті ворота». Ситуаційна вправа дає можливість поставити себе одночасно як на місце емітента цінних паперів, так і клієнта-акціонера – це полегшує вибір оптимальних рішень, дозволяє побачити перспективи розвитку ринку капіталів в Україні, дає змогу зрозуміти проблеми корпоративного управління та шляхи їх вирішення.

Головні навчальні цілі:

- навчитися аналізувати й оцінювати дії головних героїв ситуаційної вправи;
- розглянути та проаналізувати фінансову звітність акціонерного банку (див. дод. 1, 2);
- розглянути та проаналізувати практику роботи банку з акціонерами;
- оцінити виконання банком вимог чинного законодавства з питань корпоративного управління та роботи з акціонерами;
- сформулювати і висловити особисті пропозиції щодо збільшення статутного капіталу цього акціонерного банку;
- самостійно зробити висновки і внести особисті пропозиції щодо подальшого закріплення позицій банку на ринку капіталів;
- набути практичних навичок корпоративного управління та фінансового менеджменту;
- розвинути вміння приймати особисті рішення та працювати у команді.

Можна запропонувати студентам самостійно визначити шляхи збільшення статутного капіталу акціонерного банку.

Практичні завдання

Завдання 1. Проаналізуйте фінансову звітність АКБ «Золоті ворота». Зробіть письмові висновки, розглянувши статті зведеного балансового звіту АКБ «Золоті ворота» на 31 грудня 2002 року (див. дод. 1). Порівняйте фінансові результати, наведені у статтях «Активи», «Зобов'язання», «Капітал». Проаналізуйте значення сум кожної статті розділу «Капітал» зведеного балансового звіту банку.

Завдання 2. Розгляньте та проаналізуйте «Звіт про прибутки та збитки» комерційного банку АКБ «Золоті ворота» (див. дод. 2). Який обсяг займають «Процентні доходи за цінними паперами» у загальній сумі «Процентних доходів»? Порівняйте суму «Процентних доходів» з сумою «Інших банківських процентних доходів». Зробіть письмові висновки.

Завдання 3. Розрахуйте обсяг вкладень фізичних осіб у статутний капітал банку у 2003 році. У реєстрі акціонерів фізичних осіб вказана кількість простих іменних акцій, якими вони володіють. У 2003 році статутний капітал АКБ «Золоті ворота» становив 35 000 000 грн. Ціна однієї акції – 1 грн.

Завдання 4. У 2004 році буде додатково емітовано акцій на 7 000 000 грн. Як збільшиться статутний капітал АКБ «Золоті ворота»? Розрахуйте питому вагу вкладення у статутний капітал акціонера Петра Федоровича Полякова (див. дод. 3). Він у 2003 році мав 133 прості іменні акції за ціною 1 грн за акцію. Петро Федорович Поляков у 2004 році збирається придбати додатково простих іменних акцій на 1000 грн за ціною 1 грн за акцію. Визначте, як збільшиться його частка в статутному капіталі банку. Яку суму дивідендів отримає акціонер, якщо їх розмір становить 2% річних від номінальної вартості акції? Зробіть письмові висновки.

Завдання 5. Використовуючи «Реєстр акціонерів фізичних осіб» (див. дод. 3), визначте, який з акціонерів – фізичних осіб має найбільшу частку в статутному капіталі АКБ «Золоті ворота» у 2003 році. Розмір статутного капіталу у 2003 році становив 35 000 000 грн. Зробіть письмові висновки.

Використання ситуаційної вправи

Ситуаційну вправу можна використовувати у навчальному процесі для окремих або інтегрованого заняття з дис-

циплін: «Фінансовий менеджмент» (тема «Управління інвестиціями»), «Ринок фінансових послуг» (тема «Фінансові послуги на фондовому ринку»), «Фінансовий менеджмент у банку» (теми «Управління капіталом у банку», «Управління інвестиційним портфелем у банку»), «Корпоративні інформаційні системи» (тема «Управління матеріальними потоками корпорації») бакалаврів за фахом «Фінанси», «Банківська справа» та спеціалістів за фахом «Фінанси», «Банківська справа», «Економічна кібернетика».

Мета дисципліни «Фінансовий менеджмент» – формування системи знань з управління фінансами підприємств, операційною та інвестиційною діяльністю, визначення стратегії і тактики фінансового забезпечення суб'єктів господарювання.

Курс «Ринок фінансових послуг» – це один із основних базових курсів для студентів спеціальності «Фінанси», який потрібен для отримання знань з теорії та практики управління фінансами за допомогою фінансових посередників та аналізу фінансових послуг. Використовувати цю вправу дуже корисно під час вивчення питань управління і планування фінансової діяльності акціонерних банків.

Основним завданням дисципліни «Фінансовий менеджмент у банку» є вивчення сутності організаційної побудови та системи управління банками; набуття вмінь ефективно використовувати інструменти фінансового управління діяльністю банків. Студенти мають можливість вивчати ключові питання сучасного банківського менеджменту.

Мета вивчення дисципліни «Корпоративні інформаційні системи» – набуття поглиблених знань з теорії та практики побудови і використання інформаційних систем на великих підприємствах, у корпораціях та інших бізнесових структурах.

Цю вправу можна використовувати також для професійної підготовки на курсах підвищення кваліфікації працівників банківських установ та підприємств. Обсяг ситуаційної вправи та її основні завдання мають бути адаптовані до освітнього рівня слухачів.

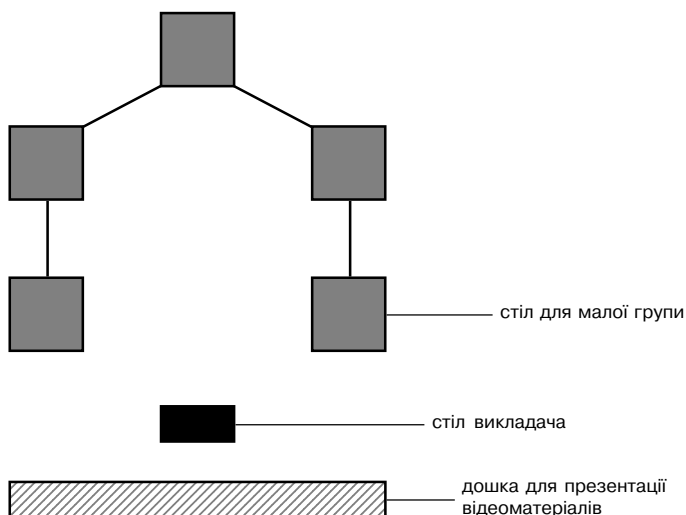
Рівень аналізу або складності ситуаційної вправи

Потенційна аудиторія – студенти економічних спеціальностей вищих навчальних закладів денного та заочного відділення, студенти спеціальних навчальних закладів еко-

номічного профілю, зокрема студенти спеціальностей: «Фінанси» та «Банківська справа», «Економічна кібернетика»; члени наукових гуртків, організованих при кафедрах економічних факультетів вузів; слухачі короткострокових навчальних курсів у програмах післядипломної освіти.

Необхідні матеріали та обладнання

Робота з ситуаційною вправою передбачає розподіл студентів на малі групи по 4-5 осіб. Кожна група працює за окремим столом. Робочі місця груп розташовані у вигляді літери U так, щоб студенти могли бачити викладача, а викладач міг підійти до кожної групи студентів:



Навчальний підхід до використання вправи

Працювати над ситуаційною вправою може як один, так і кілька викладачів. Студенти завчасно повинні отримати завдання для самостійної роботи за кожною дисципліною та зміст проблемної ситуації з додатками, щоб мати час на підготовку. На занятті бажано використовувати мультимедійний проектор та ПЕОМ для перегляду слайдів та відеосюжету, що міститься у презентації. Студентська аудиторія повинна розділитися на малі творчі групи, кожній групі бажано визначити лідера.

Робота з ситуаційною вправою відбувається у два етапи – це три заняття, які бажано проводити в один день. На

першому етапі мають бути обговорені запитання, які відповідають навчальним цілям дисципліни «Ринок фінансових послуг». Другий етап роботи над вправою – це обговорення запитань, передбачених з дисциплін «Фінансовий менеджмент», «Фінансовий менеджмент у банку» або «Корпоративні інформаційні системи». Для роботи з аудиторією викладач може вибрати необхідні запитання для обговорення залежно від навчальних цілей заняття. Студенти повинні самостійно прийняти рішення про подальші можливості збільшення статутного капіталу АКБ «Золоті ворота»; висловити пропозиції щодо удосконалення роботи з корпоративними клієнтами; визначити фактори, що можуть вплинути на дохідність та конкурентоспроможність банківських продуктів на ринку фінансових послуг України.

На початку роботи з вправою студентам бажано повторити теоретичний матеріал навчальних тем курсів.

Розрахунки, виконані у практичній частині заняття, допомагають кожній творчій групі сформулювати рішення. Кожна група за результатами розрахунків повинна зробити письмові висновки – це полегшує об'єктивність оцінювання викладачем результатів роботи груп. У ході презентації малих творчих груп бажано використовувати технічні засоби навчання. Для ефективнішого засвоєння навчального матеріалу заняття бажано проводити у послідовності, вказаній у розкладі роботи над вправою. Після кожного заняття потрібно робити перерву. Слайди та відеосюжет з виступом головного героя слід демонструвати перед початком обговорення, щоб збільшити ефект визначення проблеми вправи та шляхів її вирішення.

Запитання для обговорення

1. *Які можливі фактори ризику впливають на діяльність банку – емітента цінних паперів?*

Основні фактори ризику, що впливають на діяльність банку такі:

1. Кредитний ризик, пов'язаний з неповерненням або не своєчасним поверненням кредитів клієнтами. Цей ризик банк мінімізує за рахунок диверсифікованої клієнтської бази, системи ліквідних застав, створення резервів та підтримування адекватного рівня власного капіталу.

2. Ризик ліквідності, пов'язаний з витратами на отримання ліквідних ресурсів. Мінімізація ризику ліквідності за-

безпечується з урахуванням даних економічних прогнозів, собівартості залучених коштів, узгодження термінів активів та пасивів, прогнозу змін процентних ставок, очікуваних потреб у коштах.

3. Ризик за відсотковими ставками впливає на дохідність банківських операцій через неадекватність змін відсоткових ставок за кредитами та депозитами.

4. Інвестиційний ризик, пов'язаний з можливим знецінюванням цінних паперів. Він залежить від загального стану економіки держави. Мінімізація ризику забезпечується диверсифікацією портфеля цінних паперів.

Також можуть критично вплинути на діяльність банку політичні ризики та форс-мажорні обставини.

2. Які головні функції і цілі Професійної асоціації реєстраторів і депозитаріїв?

Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв є добровільною недержавною некомерційною організацією, заснованою на засадах рівноправності, вільного волевиявлення і спільності інтересів своїх членів. Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД) об'єднує понад 450 професійних учасників ринку. Основні напрями діяльності ПАРД: сприяння створенню і розвитку інфраструктури ринку цінних паперів в Україні та розвитку добросовісної конкуренції між суб'єктами фондового ринку в галузі ведення реєстрів власників цінних паперів, обліку і руху цінних паперів, депозитарної діяльності; інформаційна, методична і технічна підтримка членів ПАРД; сприяння підвищенню кваліфікації і професіоналізму персоналу, що здійснює реєстраторську та депозитарну діяльність.

Головні цілі ПАРД такі:

- сприяння розвитку добросовісної конкуренції між суб'єктами фондового ринку в галузі ведення реєстрів власників цінних паперів, обліку руху цінних паперів, депозитарної діяльності;

- інформаційна, методична і технічна підтримка членів ПАРД;

- виконання представницьких функцій і захист інтересів членів асоціації у державних органах та інших установах, допомога цим органам і установам у розробці законопроектів і проектів нормативних актів, які стосуються ринку цінних паперів;

- розробка і впровадження у діяльність членів ПАРД єдиних норм, стандартів і правил етичної і професійної поведінки на фондовому ринку;

– утвердження взаємної довіри, надійності, порядності та ділового партнерства у взаємовідносинах як безпосередньо між членами ПАРД, так і між реєстраторами і депозитаріями (зберігачами) та їх партнерами (емітентами, власниками цінних паперів (депонентами), номінальними утримувачами, державними органами тощо);

– впровадження системи посередництва і вирішення спорів, що можуть виникати між членами ПАРД або між її членами і третіми особами;

– вивчення і поширення передового міжнародного досвіду в галузі діяльності реєстраторів і депозитаріїв, налагодження міжнародного співробітництва;

– сприяння підвищенню кваліфікації і професіоналізму персоналу, що здійснює реєстраторську та депозитарну діяльність.

3. Які права мають тримачі простих, привілейованих акцій АКБ «Золоті ворота»?

Права, що надаються власникам простих акцій:

– участь в управлінні справами банку в порядку, визначеному статутом банку;

– участь у розподілі прибутку та одержання дивідендів в установлених загальними зборами акціонерів розмірах річних;

– участь у розподілі майна банку в разі його ліквідації.

Права, що надаються власникам привілейованих акцій:

– участь у загальних зборах акціонерів банку на рівні з усіма акціонерами;

– участь у розподілі прибутку банку та одержання фіксованих дивідендів у розмірі, встановленому загальними зборами акціонерів. Якщо розмір дивідендів за простими акціями перевищує розмір дивідендів за привілейованими акціями, власники останніх отримують доплату до розміру дивідендів, виплачених іншим акціонерам;

– пріоритетну участь у розподілі майна банку в разі його ліквідації.

Акціонери мають право відчужувати свої акції згідно з чинним законодавством та одержувати інформацію про діяльність банку. На вимогу акціонера банк надає йому для ознайомлення річні баланси, звіт про діяльність, протоколи зборів. Акціонери мають переважне право на придбання акцій, що додатково випускаються, у кількості, пропорцій-

ній їх частці у статутному капіталі на дату прийняття рішення про випуск акцій.

Право на отримання дивідендів пропорційно частці кожного з акціонерів мають особи, які є акціонерами банку на початок терміну виплати дивідендів.

4. Які права мають акціонери АКБ «Золоті ворота» на загальних зборах акціонерів?

Акціонери АКБ «Золоті ворота» мають цілу низку прав під час організації і проведенням загальних зборів, реалізацію яких банк має їм забезпечити на однакових умовах. Ці права включають:

- право на отримання інформації про заплановані загальні збори;
- право на ознайомлення з документами, пов'язаними з порядком денним;
- право вносити пропозиції до порядку денного, висувати кандидатів до складу органів управління товариства;
- право брати участь у загальних зборах особисто або через представника;
- право голосу;
- право на ознайомлення з протоколами зборів.

5. Які функції виконує мандатна та лічильна комісії на загальних зборах акціонерів в АКБ «Золоті ворота»?

Мандатна комісія загальних зборів призначається для проведення реєстрації акціонерів (їх представників), які прибули на загальні збори акціонерів. Завдання мандатної комісії – перевірка повноважень акціонерів (їх представників), що прибули на загальні збори, визначення наявності чи відсутності кворуму загальних зборів. У випадку укладання з реєстратором відповідного договору вона може реєструвати акціонерів.

Лічильна комісія призначається для підрахунку голосів на загальних зборах.

6. Як відбувається реєстрація акціонерів для участі у загальних зборах?

У загальних зборах мають право брати участь всі акціонери (їх представники) незалежно від кількості, типу та категорії акцій, якими вони володіють.

Відповідно до ч. 1 ст. 41 Закону України «Про господарські товариства» від 19.09.91 реєстрація акціонерів (їх представників), які прибули для участі в загальних зборах, здійснюєть-

ся згідно з реєстром акціонерів у день проведення загальних зборів виконавчим органом акціонерного товариства або реєстратором на підставі укладеного з ним договору.

При цьому законом не врегульовані процедурні питання порядку проведення реєстрації осіб, які прибули для участі в загальних зборах, зокрема питання залишення у реєстратора чи правління акціонерного товариства оригіналів документів, на підставі яких представники акціонерів були зареєстровані для участі у загальних зборах.

Таким чином, згаданий закон передбачає можливість реалізації права власника іменних цінних паперів на участь у загальних зборах акціонерного товариства лише за умови та з моменту внесення інформації про такого власника до реєстру, складеного на дату проведення загальних зборів.

Перед початком зборів реєстратор (у випадку укладання з ним договору) або мандатна комісія проводять реєстрацію акціонерів (їх представників), які прибули на збори, з відміткою про кількість голосів, які має кожний учасник зборів.

Акціонери повинні надавати документи, що підтверджують право власності на акції: сертифікати або виписки з рахунку цінних паперів (ст. 41 Закону «Про господарські товариства»), а також документи, які посвідчують особу. Одночасно перевіряються повноваження представників акціонерів (наявність належним чином оформленої довіреності, документи, що посвідчують особу представника).

Право на участь у загальних зборах мають особи, внесені у реєстр власників іменних цінних паперів на дату проведення загальних зборів акціонерів. У разі документальної форми випуску акцій реєстром акціонерів (обліковий реєстр) займається реєстратор, з яким емітент уклав договір на ведення реєстру. За бездокументарного випуску акцій реєстр подається депозитарієм, у якому обліковують цінні папери емітента.

Орієнтовний план і розклад обговорення

Ситуаційна вправа складається з окремих взаємопов'язаних занять. Навчальні дисципліни кожного заняття мають спільні цілі.

Після загального обговорення ключових запитань необхідно перейти до роботи в малих творчих групах для детального обговорення ситуації та розроблення пропозицій з удосконалення корпоративної політики АКБ «Золоті во-



рота». Студенти заздалегідь отримують зміст ситуаційної вправи та завдань. Матеріали для розроблення пропозицій кожен студент підбирає особисто – так у кожній творчій групі буде більше матеріалів і студенти зможуть самі вибрати найкращі ідеї. Творча група має оцінити дії головних героїв ситуаційної вправи – як начальника відділу реєстрації і ліцензування, так і клієнта-акціонера. Навчальна група не тільки аналізує конкретну ситуацію, а також демонструє теоретичні знання і практичні навички. Викладач пропонує свої варіанти рішень та контролює роботу у малих групах.

Заняття 1 (дисципліна «Ринок фінансових послуг», 90 хвилин).

Завдання для самостійної роботи:

- повторити лекційний матеріал теми «Фінансові послуги на фондовому ринку»;
- ознайомитися з текстом ситуаційної вправи;
- ознайомитися з додатковою літературою;
- ознайомитися з додатками до ситуаційної вправи;

Запитання для обговорення:

1. Оцініть кадровий потенціал банку.
2. Проаналізуйте ефективність роботи банку з акціонерами.
3. Визначте шляхи удосконалення роботи відділу реєстрації та ліцензування АКБ «Золоті ворота».

Вступ – 15 хвилин.

Загальне обговорення вправи – 15 хвилин.

Обговорення запитань у малих творчих групах – 20 хвилин.

Обговорення рішень і висновків, зроблених малими творчими групами – 35 хвилин.

Висновки викладача – 5 хвилин.

Заняття 2 (дисципліни «Фінансовий менеджмент», «Фінансовий менеджмент у банку» або «Корпоративні інформаційні системи», 180 хвилин).

Завдання для самостійної роботи:

- повторити лекційний матеріал тем: «Управління інвестиціями» з курсу «Фінансовий менеджмент» та «Управління капіталом у банку», «Управління інвестиційним портфелем у банку» з дисципліни «Фінансовий менеджмент у банку»;
- ознайомитися з законодавчою базою щодо корпоративного управління в Україні: закони «Про господарські товариства», «Про цінні папери і фондову біржу»;
- виконати практичне завдання.

Запитання для обговорення:

1. Яким чином акціонеру можна вплинути на корпоративну політику банку?

2. Проаналізуйте фактори, що впливають на мотивацію акціонерів щодо додаткової підписки на акції банку.

3. Запропонуйте варіант дивідендної політики для АКБ «Золоті ворота» (дод. 4 ситуаційної вправи).

Визначення цілей роботи для малих творчих груп – 10 хвилин.

Самостійне виконання практичного завдання – 40 хвилин.

Обговорення рішень і висновків членів малої групи з лідерами груп – 15 хвилин.

Загальне обговорення запитань – 20 хвилин.

Висновки викладача – 5 хвилин.

Список літератури

1. *Арестархов О.* Фондовый рынок: дополнительные эмиссии // Бизнес. – 2003. – № 22(541). – С. 49,50.

2. *Арестархов О.* Регистратор как участник «фондовой войны» // Бизнес. – 2003. – № 23(542). – С. 54–57.

3. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Проект «Міжнародні стандарти бізнесу – корпоративне управління»: «Матеріали до курсу «Корпоративне управління: міжнародні принципи та стандарти». – К., 2002.

4. *Запорожан А. Я.* Всё об акциях. – СПб.: Питер, 2001. – 256 с.

5. Київська філія АКБ «Золоті ворота» – www.zolotivrotakiiev.ua

6. *Кіреєв О., Заруба Ю.*, Підвищення конкурентоспроможності банку: стратегічний підхід // Вісник НБУ. – 2003. – № 11. С. 24 – 30.

7. *Прокопенко І. Ф., Ганін В. І., Петряєва З. Ф.* Курс економічного аналізу: Підручник для студ. вищих навч. закладів / За ред. І. Ф. Прокопенка. – Х.: Легас, 2004. – С. 316 – 329.

8. Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв – www.pard.kiev.ua

9. Рекомендації з найкращої практики корпоративного управління для акціонерних товариств України // Цінні папери України. 16 липня 2002. – № 3.

10. *Рудинская Е. В., Мартинюк Е. А., Квач Я. П.* Банковская система Украины: основные характеристики и стратегии развития. – Одесса: Астропринт, 2001. – С. 109.



11. *Стонер Джеймс А. Ф., Долан Едвін Г.* Вступ у бізнес: Пер. з англ./ Заг. ред. і вступ. ст. Й. С. Завадського. – К.: Вид-во Європ. ун-ту фін., інформ. систем, менеджменту і бізнесу, 2000. – С. 102–106, 545–549, 560–583.

12. *Тарасовець О. М.* Перспективи розвитку банківських послуг // *Фінанси України*. – 2004. – № 1. – С. 91–96.

13. *Тиркало Р., Кравчук І.* Особливості застосування фундаментального аналізу в процесі формування банківського портфеля цінних паперів // *Вісник НБУ*. – 2003. – № 6. – С. 36–40.

14. *Україна. Промисловість та інвестиційна діяльність: Атлас / Г. Підгрушний, Ю. Качаєв; / За наук. ред. Л. Руденка.* – К.: ДНВП «Картографія», 2003. – 80 с.

15. *Файєр Д. А.* Банківська система України і тіньовий капітал // *Фінанси України*. – 2004, № 1. – С. 123–128.

16. *Шапран В.* Участь банків у формуванні моделі ринку корпоративних цінних паперів // *Вісник НБУ*. – 2003. № 8. – С. 62–67.

17. *Нігер Чарльз М., Патон Х'ю К.* Загальний стан та передумови розвитку фінансового ринку України.

Додатки

Додаток 1

Зведений балансовий звіт банку на 31 грудня 2002 року
Форма №11.03 351931 «Золоті ворота», м. Харків

(коп. та сота частка од. валют)

Статті балансу	На початок року 01.01.2002 р.	Усього 01.01.2003 р.	Резиденти			Нерезиденти		
			НВ	ВКВ	НКВ	НВ	ВКВ	НКВ
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Активи	7354545487	14008869352	10817017312	3175934416	100830	0	10326455	2490339
Готівкові кошти	47358751	268982635	167773233	101108572	100830	0	0	0
Банківські метали	0	869205	0	869205	0	0	0	0
Дорожні та інші чеки	0	0	0	0	0	0	0	0
Кошти в НБУ	1094130731	1464212733	1464212733	0	0	0	0	0
Казначейські та інші цінні папери, що рефінансуються НБУ, та цінні папери, емітовані НБУ	0	0	0	0	0	0	0	0
У т.ч. цінні папери, емітовані НБУ	0	0	0	0	0	0	0	0
Резерв під знецінення казначейських ЦП	0	0	0	0	0	0	0	0
Нetto: казначейські цінні папери та цінні папери, емітовані НБУ	0	0	0	0	0	0	0	0
Кошти в інших банках	615613944	537803076	0	524986282	0	0	10326455	2490339
Резерв під заборгованість інших банків	0	0	0	0	0	0	0	0
Нetto: кошти в інших банках	615613944	537803076	0	524986282	0	0	10326455	2490339
Цінні папери в портфелі банку на продаж	150	0	0	0	0	0	0	0
Резерв під знецінення ЦП на продаж	150	0	0	0	0	0	0	0
Нetto: цінні папери в портфелі банку на продаж	0	0	0	0	0	0	0	0
Цінні папери в портфелі банку на інвестиції	0	50000	50000	0	0	0	0	0
Резерв під знецінення ЦП на інвестиції	0	0	0	0	0	0	0	0
Нetto: цінні папери на інвестиції	0	50000	50000	0	0	0	0	0
Кредити та фінансовий лізинг (оренда), які надані клієнтам	5271544498	11382134531	8855556504	2526578027	0	0	0	0
Резерв під кредити та фінансовий лізинг (оренду), які надані клієнтам	43375989	110847158	110079895	767263	0	0	0	0

Продовження дод. 1

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Нето: кредити та фінансовий лізинг (оренда), які надані клієнтам	5228168509	11271287373	8745476609	2525810764	0	0	0	0	0
Довгострокові вкладення до асоційованих компаній і дочірніх установ	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Основні засоби та нематеріальні активи	318360108	412423729	412423729	412423729	0	0	0	0	0
Зношення основних засобів та нематеріальних активів	76099845	142224291	142224291	142224291	0	0	0	0	0
Нето: основні засоби та нематеріальні активи	242260263	270199438	270199438	270199438	0	0	0	0	0
Нараховані доходи до отримання	122477468	161640782	138658326	22982456	0	0	0	0	0
Резерви під сумнівну боргованість за нарахованими доходами	4249387	19734343	19699277	35066	0	0	0	0	0
Нето: нараховані доходи до отримання	118228081	141906439	118959049	22947390	0	0	0	0	0
Інші активи	8823400	50749415	50537212	212203	0	0	0	0	0
Резерви під можливі втрати за дебіторською та сумнівною дебіторською боргованістю банку	38192	190962	190962	0	0	0	0	0	0
Нето: інші активи	8785208	50558453	50346250	212203	0	0	0	0	0
Сукупні активи	7354545487	14005869352	10817017312	3175934416	100830	0	10326455	2490339	0
Зобов'язання	4829549772	10919002837	8476714842	2425464751	531727	99443	16192074	0	0
Кошти банків	304663750	314612	0	314612	0	0	0	0	0
Депозити та кредити банків	0	0	0	0	0	0	0	0	0
У т.ч. кредити, отримані від НБУ	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Кошти клієнтів	4264836910	10771886058	8382165972	2373046235	531727	99443	16042681	0	0
Інші депозити	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Боргові цінні папери, емітовані банком	1985926	1985926	1985926	0	0	0	0	0	0
Кредити, отримані від міжнародних та інших фінансових організацій	0	0	0	0	0	0	0	0	0
У т.ч. кредити, отримані через НБУ	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Субординована боргованість	50000000	50000000	50000000	50000000	0	0	0	0	0
Нараховані витрати до сплати	22820020	76712750	24459453	52103904	0	0	149393	0	0
Інші зобов'язання	185243166	18103491	18103491	0	0	0	0	0	0
Сукупні зобов'язання	4829549772	10919002837	8476714842	2425464751	531727	99443	16192074	0	0
Капітал	2524995715	3086866515	3086866515	0	0	0	0	0	0
Статутний капітал	2400000000	2900000000	2900000000	0	0	0	0	0	0
Зареєстрований статутний капітал банку	2400000000	2900000000	2900000000	0	0	0	0	0	0
Несплачений зареєстрований статутний капітал банку	0	0	0	0	0	0	0	0	0

МЕТОДИЧНІ ВКАЗІВКИ
корпоративне управління

Продовження дод. 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Нещо: сплачений зареєстрований статутний капітал банку	2400000000	2900000000	2900000000	0	0	0	0	0
Капіталізовані дивіденди	0	0	0	0	0	0	0	0
Викуплені власні акції	0	0	0	0	0	0	0	0
Результат минулих років	63749172	63749172	63749172	0	0	0	0	0
Прибуток минулого року, що очікує затвердження	23334490	65678433	65678433	0	0	0	0	0
Збитки минулого року, що очікують затвердження	0	3807633	3807633	0	0	0	0	0
Емісійні різниці	0	0	0	0	0	0	0	0
Загальні резерви	37912053	61246543	61246543	0	0	0	0	0
Результат поточного року	0	0	0	0	0	0	0	0
Сукупний капітал	2524995715	3086866515	3086866515	0	0	0	0	0
Сукупні зобов'язання і капітал	7354545487	14005869352	11563581357	2425464751	531727	99443	16192074	0
Активи-пасиви (має бути 0)	0	0	-746564045	750469665	-430897	-99443	-5865619	2490339
Активи NN 380,390,391,392	506867706	743728596	223696656	520031940	0	0	0	0
Пасиви NN 380,390,391,392	506867706	743728596	-522966835	1264635990	2059441	0	0	0
Доходи NN 608,618,638,648	0	0	0	0	0	0	0	0
Витрати NN 708,718,738,748	0	0	0	0	0	0	0	0
Різниця (має бути 0)	0	0	99446	5865615	-2490338	-99443	-5865619	2490339

Додаток 2

Звіт про прибутки та збитки КБ за 2002 рік

Форма № 2.01

351931 «Золоті ворота», Харків

(коп.)

Символ	Стаття доходів	Усього
1	2	3
<i>Доходи</i>		2699776239
60	Процентні доходи	2233922181
601	Процентні доходи за коштами, розміщеними в інших банках	49884127
602	Процентні доходи за кредитами суб'єктам господарської діяльності	2016052215
604	Процентні доходи за кредитами фізичним особам	160477406
605	Процентні доходи за цінними паперами	7508433
61	Комісійні доходи	439831449
610	Комісійні доходи за операціями з банками	33346858
611	Комісійні доходи за операціями з клієнтами	406484591
62	Результат від торговельних операцій	21688414
63	Інші банківські операційні доходи	2828589
639	Інші банківські операційні доходи	2828589
6397	Штрафи, пені, що отримані за банк. операціями	1583605
64	Інші небанківські операційні доходи	1313990
649	Інші небанківські операційні доходи	1313990
67	Повернення списаних активів	191616
671	Повернення списаних активів	191616
<i>Витрати</i>		2637905439
70	Процентні витрати	1747158390
701	Процентні витрати за коштами, отриманими від інших банків	52615507
702	Процентні витрати за коштами суб'єктів господарської діяльності	83322615
704	Процентні витрати за коштами фізичних осіб	1606464788
709	Інші процентні витрати	4755480
71	Комісійні витрати	17614412
710	Комісійні витрати	17614412
73	Інші банківські операційні витрати	69231117
739	Інші банківські операційні витрати	69231117
74	Інші небанківські операційні витрати	664147040
740	Витрати на утримання персоналу	104102649
7400	Основна і додаткова заробітна плата	74844675
7401	Внески на державне соціальне страхування	9786160
74011	з них: збір на соц.страхув. на випадок безробіття	1583352
7402	Інші обов'язкові нарахування на зар. Плату	18075314
7403	Матеріальна допомога та ін. соц. Виплати	1396500
741	Сплата податків та інших обов'язкових платежів крім податку на прибуток	20994712
7410	Податок на додану вартість	5680777
7411	Податок на землю	21446

Продовження дод. 2

1	2	3
7419	Сплата інших податків та обов'язкових платежів крім податку на прибуток	5432788
742	Витрати на утримання основних засобів та нематеріальних активів	74456937
7420	Витрати на утримання власних основних засобів та нематеріальних активів	6181165
7421	Витрати на утримання орендованих основних засобів та нематеріальних активів	1184636
7423	Амортизація	67091136
743	Інші експлуатаційні витрати	135537655
744	Витрати на телекомунікації	46793306
745	Супутні небанківські операційні витрати	11966892
749	Інші небанківські операційні витрати	270294889
7497	Штрафи, пені, що сплачені за госп.операціями	113546
77	Відрахування в резерви та списання безнадійних активів	87102038
770	Відрахування у резерви	71071875
772	Відрахування в резерви під сумнівну заборгов	16030163
<i>Прибуток (збиток) до сплати податку</i>		<i>114523242</i>
79	Податок на прибуток	52652442
<i>Чистий прибуток (збиток)</i>		<i>61870800</i>

Додаток 3

**Реєстр акціонерів фізичних осіб АКБ «Золоті ворота»
на 31.01.03 р.**

Засновник	Тип та категорія акцій	Кількість акцій
1	2	3
Алешичев Василь Іванович	прості іменні акції	6
Балін Ігор Борисович	прості іменні акції	6
Барабаш Володимир Іванович	прості іменні акції	2
Берлянд Ігор Борисович	прості іменні акції	17
Бернардова Світлана Борисівна	прості іменні акції	4
Бестік Нина Миколаївна	прості іменні акції	166
Бичкова Світлана Федорівна	прості іменні акції	2
Белорус Тетяна Віталівна	прості іменні акції	15
Бондаренко Олена Анатолівна	прості іменні акції	17
Бушнов Валерій Васильович	прості іменні акції	17
Ванчурина Валентина Василівна	прості іменні акції	2
Васильченко Леонід Віталійович	прості іменні акції	0
Вербський Ілля Львович	прості іменні акції	4
Воронов Юрій Авериневич	прості іменні акції	17
Гаврилов Іван Пимонович	прості іменні акції	17
Гайденко Анатолій Іванович	прості іменні акції	4
Гальперін Аркадій Якович	прості іменні акції	17
Голованів Валерій Олександрович	прості іменні акції	6
Голіков Геннадій Трохимович	прості іменні акції	3
Голянд Юхим Ілліч	прості іменні акції	17
Гордієнко Дмитро Михайлович	прості іменні акції	22
Гришан Софія Іванівна	прості іменні акції	6
Гузенко Євген Петрович	прості іменні акції	9
Дедова Валентина Анатоліївна	прості іменні акції	4
Жеребчиков Геннадій Миколайович	прості іменні акції	10
Жужома Володимир Олексійович	прості іменні акції	5
Журавльов Юрій Григорович	прості іменні акції	0
Іваненко Лідія Іванівна	прості іменні акції	10
Ілліна Наталія Олександрівна	прості іменні акції	17
Звозчик Микола Григорович	прості іменні акції	17
Кадієв Наріман Імамович	прості іменні акції	12
Калекін Олег Юрійович	прості іменні акції	3
Караговник Юрій Антонович	прості іменні акції	58
Кармазін Олександр Володимирович	прості іменні акції	17
Карпенко Микола Павлович	прості іменні акції	4
Касьянов Геннадій Васильович	прості іменні акції	15
Касьянов Юрій Олегович	прості іменні акції	4
Клинін Володимир Михайлович	прості іменні акції	4

Продовження дод. 3

1	2	3
Ковальов Євген Володимирович	прості іменні акції	2
Козиряцький Владислав Олексійович	прості іменні акції	17
Коломієць Анатолій Михайлович	прості іменні акції	6
Кондрацький Михайло Тимофійович	прості іменні акції	17
Коробцов Василь Іванович	прості іменні акції	10
Коробцова Лариса Іванівна	прості іменні акції	7
Костін В'ячеслав Павлович	прості іменні акції	12
Костянтинов Олексій Леонідович	прості іменні акції	4
Крапівкіна Ірина Йосипівна	прості іменні акції	0
Кузьменко Микола Антонович	прості іменні акції	7
Курейкин Микола Савич	прості іменні акції	4
Кучков Михайло Омелянович	прості іменні акції	17
Лашин Віктор Федорович	прості іменні акції	6
Мальцев Євген Петрович	прості іменні акції	6
Мамут Валерій Зунявич	прості іменні акції	17
Мельник Людмила Павлівна	прості іменні акції	4
Мица Віктор Павлович	прості іменні акції	9
Мишустин Віталій Якович	прості іменні акції	5
Мньов Олег Олексійович	прості іменні акції	4
Мовчан Лідія Єгорівна	прості іменні акції	12
Никитенко Веніамин Йосипович	прості іменні акції	3
Никонов Євген Гаврилович	прості іменні акції	2
Олейников Анатолій Андрійович	прості іменні акції	35
Омельченко Микола Тимофійович	прості іменні акції	4
Опівалова Анелія Давидівна	прості іменні акції	2
Пальченко Леонід Олександрович	прості іменні акції	12
Педун Євген Владленович	прості іменні акції	23
Перерва Іван Микитович	прості іменні акції	17
Перетяга Євген Антонович	прості іменні акції	3
Перетяга Єлізавета Петрівна	прості іменні акції	3
Петров Петро Петрович	прості іменні акції	3
Полежаєв Микола Євдокимович	прості іменні акції	13
Поляков Петро Федорович	прості іменні акції	133
Попинова Ірина Дмитрівна	прості іменні акції	2
Потапенко Юрій Павлович	прості іменні акції	6
Прокументор Анатолій Ісакович	прості іменні акції	4
Прокументор Ісак Веніамінович	прості іменні акції	4
Романцев Микола Володимирович	прості іменні акції	17
самохвалов Володимир Юр'євич	прості іменні акції	17
Ситковський Олександр Якович	прості іменні акції	9
Сичов Леонід Вікторович	прості іменні акції	6
Скирмонт Ангеліна Іванівна	прості іменні акції	0
Солов'єв Віктор Васильович	прості іменні акції	6

Продовження дод. 3

1	2	3
Соловйова Олена Євгенівна	прості іменні акції	7
Соскін Олександр Львович	прості іменні акції	17
Сухорєбрий Віктор Гаврилович	прості іменні акції	4
Тененбаум Михайло Юхимович	прості іменні акції	4
Титаренко Юрій Васильович	прості іменні акції	3
Титова Олена Ігорєвна	прості іменні акції	10
Трофімов Дмитро Альбертович	прості іменні акції	17
Успаленко Віталій Ілліч	прості іменні акції	4
Фарфілов Валерій Володимирович	прості іменні акції	17
Філіпська Людмила Іванівна	прості іменні акції	0
Ходос едуард Давидович	прості іменні акції	35
Цветкова Євгенія Олександрівна	прості іменні акції	2
Чепенко Віктор Миколайович	прості іменні акції	17
Чесноков Михайло Васильович	прості іменні акції	6
Чуніхін Віктор Миколайович	прості іменні акції	4
Шипков Сергій Миколайович	прості іменні акції	0
Шипкова Ганна Іванівна	прості іменні акції	0
Штерн Галина Юрїївна	прості іменні акції	6
Штерн Юрій Павлович	прості іменні акції	16
Шутенко Леонід Миколайович	прості іменні акції	12
Щербак Микола Іванович	прості іменні акції	17
Юровський Борис Савич	прості іменні акції	3
Ярош Володимир Петрович	прості іменні акції	466

Вибір типу дивідендної політики відповідно до фінансової стратегії АКБ «Золоті ворота»

1. *Залишкова політика дивідендних виплат* припускає, що фонд виплати дивідендів формується після того, як за рахунок прибутку задоволені повною мірою потреби у формуванні власних фінансових ресурсів, інші невідкладні потреби у формуванні власних фінансових ресурсів та інші невідкладні потреби. Перевагою політики цього типу є забезпечення високих темпів розвитку підприємства, підвищення його платоспроможності і фінансової стійкості. Недоліком цієї політики є нестабільність розмірів дивідендних виплат і навіть скасування від їх виплат через несприятливі фінансові результати діяльності.

2. *Політика стабільного співвідношення дивідендних виплат* передбачає встановлення довгострокового норматива розподілу прибутку на споживану і капіталізовану частини. Перевагою цієї політики є простота її формування і тісний зв'язок з фінансовими результатами діяльності банку. Водночас її недоліком є нестабільність розмірів дивідендних виплат, обумовлена нестабільністю суми одержуваного прибутку. Така політика ефективна для банків зі стабільними доходами.

3. *Політика стабільного розміру дивідендів* припускає виплату їхньої суми протягом тривалого періоду. Перевагою цієї політики є її надійність, що надає почуття впевненості акціонерам у стабільному котируванні акцій на фондовому ринку. Недоліком цієї політики є її слабкий зв'язок з фінансовими результатами діяльності банку, у зв'язку з чим у періоди несприятливої кон'юнктури і низького розміру прибутку істотно завищується коефіцієнт дивідендних виплат.

4. *Політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди.* Поширеною є думка, що це найбільш зважений тип дивідендної політики. Її перевагою є стабільна гарантована виплата дивідендів у мінімально передбаченому розмірі і зв'язок з фінансовими результатами діяльності банку, що дозволяє збільшити розмір дивідендів у період сприятливої господарської кон'юнктури. Однак недолік цієї політики полягає в тому, що при тривалій виплаті мінімальних розмірів дивідендів інвестиційна привабливість акцій банку знижується і відповідно падає їхня ринкова вартість.

5. *Політика постійного зростання розміру дивідендів* передбачає стабільне зростання їхнього розміру (як правило, у твердо установленому відсотку приросту до розміру попереднього періоду). Перевагою такої політики є забезпечення високої ринко-



вої вартості акцій банку і формування позитивного його іміджу у потенційних інвесторів при додаткових емісіях. Недоліком цієї політики є відсутність гнучкості в її проведенні і постійне наростання фінансової напруженості. Здійснення такої дивідендної політики можуть дозволити собі лише рентабельні банки. Якщо ж ця політика не підкріплена постійним ростом фінансових результатів діяльності акціонерного товариства, то вона призведе до його банкрутства.

Обраний банком тип дивідендної політики визначає вихідні передумови розробки фінансових планів (у першу чергу, плану використання фінансових ресурсів) на кілька майбутніх років.

Уяна Медуха, Віктор Тринчук, Олена Долгова

«СОЛОДКІ» ОБЛІГАЦІЇ

В основу ситуаційної вправи покладено проблему вітчизняної страхової компанії – «Гарант-Лайф», пов'язану з інвестиційною діяльністю: пошуком можливих шляхів, підбором ефективних інвестиційних об'єктів, професійним аналізом інвестиційного ринку.

Потребує вирішення питання вдалого вибору стратегії компанії щодо інвестиційної діяльності.

У ході роботи над вправою пропонується вирішити наступні практичні завдання:

1. Визначення доцільності розміщення страхових резервів через фінансового посередника.

2. Аналіз ефективності інвестування в корпоративні облигації.

Проблеми інвестиційної діяльності є доволі актуальними для більшості вітчизняних страхових компаній, що викликано процесами зростання сегмента страхування на фінансовому ринку, підвищенням конкуренції з боку іноземних страховиків.

Роботу над аналізом цієї проблеми слід розпочати з дослідження загальних теоретичних питань:

1. Страхові резерви: мета утворення, необхідні обсяги, класифікація, методика формування, джерела формування, розміщення.

2. Стан ринку цінних паперів в Україні, розвиток українського ринку корпоративних облигацій: фактори зростання, основні інвестори, андеррайтинг, умови інвестування.

3. Корпоративні облигації як перспективний інструмент розміщення страхових резервів:

- сутність та класифікація корпоративних облигацій;
- інвестиційна привабливість облигацій;
- комплексна оцінка інвестиційних якостей облигацій.

4. Доходність облигацій.

5. Ризики портфелю цінних паперів.

По з'ясуванні загальних теоретичних питань необхідно перейти до розгляду та аналізу інформації, що безпосередньо характеризує конкретну ситуацію.

6. Компетентність та надійність фінансової установи, яка займається організацією випуску та розміщенням облігацій.

7. Загальні відомості про галузь, у якій працює корпорація-емітент.

8. Аналіз діяльності, бізнес-оточення, стратегії корпорації-емітента.

9. Фінансовий аналіз корпорації-емітента.

10. Визначення факторів ризику, що супроводжують обраний напрям інвестування.

11. Порядок оподаткування доходів, отриманих за облігаціями.

12. Загальна інформація про емісію.

13. Порядок та умови випуску облігацій даної емісії.

14. Розрахунок основних показників ціни та викупу облігацій.

Мета ситуаційної вправи

Метою цієї ситуаційної вправи є закріплення вивченого студентами теоретичного матеріалу й засвоєння ними знань, набуття практичних навичок проведення інвестиційного аналізу.

У результаті виконання вправи студенти мають засвоїти: завдання та цілі інвестування у цінні папери; суб'єкти та об'єкти інвестування; інвестиційні якості цінних паперів, зокрема корпоративних облігацій. Також студенти мають вміти: виявляти інвестиційні якості цінних паперів; обирати цінні папери, що відповідають цілям вкладників; визначати показники інвестиційної привабливості емітента цінних паперів.

У зв'язку з цим необхідно акцентувати увагу на теоретичних та практичних аспектах розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні; проаналізувати роботу вітчизняного страховика щодо визначених питань.

Використання ситуаційної вправи

Цю вправу призначено для вивчення питань з курсу «Інвестиційна стратегія страхових компаній» у межах теми «Фінансові інвестиції» на рівні підготовки спеціалістів та магістрів напряму «Економіка та підприємництво» спеціальності «Фінанси» спеціалізації «Страховий менеджмент» («Страхова справа»).

Ситуація є ілюстративною до зазначеної теми і спонукає студентів брати активну участь в обговоренні актуальних питань інвестиційної політики страхової компанії з забезпе-

чення життя, зокрема, щодо вдалого розміщення страхових резервів.

Розгляду ситуаційної вправи в аудиторії передують лекції та індивідуальні консультації викладача щодо роботи над вправою.

Безперечно, ця розробка має міждисциплінарні зв'язки і передбачає вивчення студентами відповідних курсів: «Теорія страхування», «Страхові послуги», «Страховий ринок», «Страхове право», «Основи менеджменту», «Бухгалтерський облік у страхуванні», «Страховий менеджмент».

Передбачається, що студенти в повному обсязі освоїли вказані навчальні курси. Доволі тісний зв'язок простежується з курсами «Інвестиційний менеджмент» та «Основи менеджменту», які за програмою вивчаються значно раніше.

Питання, що розглядаються в цій ситуаційній вправі, можуть бути використані й на курсах підвищення кваліфікації співробітників страхових компаній.

Навчальний підхід

Комплекс поставлених у ситуаційній вправі проблем стосується інвестиційної політики страхової компанії «Гарант-Лайф» і потребує від студентів попереднього опрацювання теоретичного матеріалу та серйозної роботи над текстом вправи.

Доречно зазначити, що послідовність розв'язання і зміст завдань на кожному з етапів коригує викладач, обов'язок якого – мотивувати зацікавлення студентів у предметі: створити таку атмосферу в аудиторії, яка заохочує студентів ділитися власними ідеями, знаннями і досвідом та брати активну участь в аналітичному процесі.

Під час обговорення студенти можуть висловлювати різні пропозиції щодо питань, які безпосередньо не підтверджуються окремими фактами з тексту, тому всі твердження матимуть гіпотетичний характер.

Вправа лише моделює процес прийняття управлінських рішень, необхідно зважити на неможливість подання повної інформації про страхову компанію «Гарант-Лайф» та об'єкти інвестицій.

Варто сприяти формуванню у студентів творчого підходу, вмінь та навичок самостійної роботи щодо пошуку додаткових джерел інформації в періодичній пресі та інтернеті.

Необхідні матеріали та обладнання

Копії тексту вправи. Копії розкладу обговорення вправи. Дошка або фліп-чарт, крейда. Папір, маркери.

Запитання до вправи

1. Які особливості прямого та непрямого інвестування?
2. Наведіть мету утворення, необхідні обсяги, класифікацію, методика формування, джерела формування, розміщення страхових резервів.
3. Опишіть стан ринку цінних паперів в Україні, розвиток ринку корпоративних облігацій.
4. Корпоративні облігації як перспективний інструмент розміщення страхових резервів.
5. Дайте комплексну оцінку інвестиційним якостям облігацій.
6. Компетентність та надійність фінансової установи, яка займається організацією випуску та розміщенням облігацій.
7. Подайте загальні відомості про галузь, у якій працює корпорація-емітент.
8. Проаналізуйте діяльність, бізнес-оточення, стратегії корпорації-емітента.
9. Зробіть фінансовий аналіз корпорації-емітента.
10. Визначте фактори ризику, що супроводжують обраний напрям інвестування.
11. Який порядок оподаткування доходів, отриманих за облігаціями?
12. Загальна інформація про емісію.
13. Який порядок і умови випуску облігацій даної емісії: первинне розміщення, погашення облігацій і виплата доходу, достроковий викуп?
14. Розрахунок основних показників ціни та викупу облігацій.

Робота над ситуаційною вправою

Обговорення цієї ситуаційної вправи триває 4 академічні години, за умови проведення вступної частини на попередньому занятті та виконання самостійних (позааудиторних) завдань кожним студентом.

Викладач при необхідності консультує студентів з питань самостійної роботи та підбору літературних джерел.

Домашнє завдання та підготовчі заходи:

1. Індивідуальне вивчення студентами тексту ситуації.

2. Довільний розподіл студентів на 5-6 підгруп (команд) по 3-5 осіб, залежно від загальної кількості студентів у групі.

3. Підготовка кожної команди до творчого завдання, що буде виконуватися в аудиторії. Представники з кожної команди готують стислу (3-5 хвилин) доповідь на одну з наступних тем:

- Страхові резерви: мета утворення, необхідні обсяги, класифікація, методика формування, джерела формування, розміщення.

- Розвиток ринку корпоративних облігацій України.

- Основні інвестори на ринку корпоративних облігацій.

- Корпоративні облігації як перспективний напрям інвестиційної діяльності.

- Поточна прибутковість облігацій.

- Прибутковість облігацій до погашення та відкликання.

- Ризики портфелю цінних паперів.

- Загальні відомості про АКІБ «УкрСиббанк».

- Загальні відомості про ринок кондитерських виробів в Україні.

- Загальні відомості про ТОВ «Концерн «АВК».

- Порядок оподаткування доходів, отриманих за облігаціями.

- Загальна інформація про другу емісію облігацій ТОВ «АВК».

- Порядок та умови даного випуску облігацій.

4. Попереднє обміркування питань вправи студентами. У ході виконання цього завдання рекомендується занотувати ключові проблеми та відокремити можливі міркування та можливі розв'язки кожної проблеми.

5. Проведення фінансового аналізу ТОВ «АВК», використовуючи дод. 1-3.

6. Повторення лекційного матеріалу з курсу «Інвестиційна стратегія страхових компаній», що стосується теми цієї вправи.

7. Опрацювання рекомендованої літератури.

8. Підготовче слово викладача:

- треба звернути увагу студентів на те, що ситуаційна вправа розроблена на реальних даних про СК «Гарант-Лайф», ВАТ «АВК», «УкрСиббанк», що дійсно існують на ринку України, тому важливим є пошук прикладних шляхів розв'язання зазначеної проблеми;

- викладач надає інформацію про графік роботи над вправою, консультації щодо самостійної підготовчої роботи;

– необхідний також попередній розподіл ролей у кожній команді. Потрібно визначити капітана команди, доповідача, асистента доповідача, що буде фіксувати та демонструвати на дошці або фліп-чарті ключові моменти обговорень та висступів.

Один зі студентів стисло нагадує зміст вправи, зупиняючись на основних моментах (Приблизна тривалість 10 хвилин). Викладач повинен контролювати, щоб були розкриті лише фактичні дані, позбавлені власних емоційних оцінок доповідача.

Після розповіді викладач надає можливість іншим учасникам доповнити. Усі зауваження мають стосуватися лише фактичного боку ситуації.

Результатом роботи на цьому етапі має бути чітке визначення проблем, що потребують вирішення.

Інший студент виступає з підготовленим інформаційним повідомленням «Страхові резерви: мета утворення, необхідні обсяги, класифікація, методика формування, джерела формування, розміщення», звертаючи увагу слухачів на переваги використання різних шляхів розміщення страхових резервів та відмінність між ними за такими ознаками: вартість, популярність, доступність для компанії, ефективність, вірогідність отримання бажаного результату (Приблизна тривалість – 10 хвилин).

Можливий такий варіант доповіді студента:

«Страхові резерви утворюють страховики з метою забезпечення майбутніх виплат страхових сум і страхового відшкодування залежно від видів страхування (перестраховування).

Страхові резерви в обсягах, що не перевищують технічних резервів, а для страхових компаній із страхування життя – математичних резервів, утворюють у тих валютах, у яких несуть відповідальність за своїми страховими зобов'язаннями.

Страхові резерви поділяють на технічні резерви і резерви зі страхування життя (математичні резерви).

Резерви зі страхування життя, медичного страхування та обов'язкових видів страхування формуються окремо від інших видів страхування.

Страховики зобов'язані вести облік договорів страхування і вимог (заяв) страхувальників щодо виплати страхової

суми або страхового відшкодування за формою, яка забезпечить отримання інформації, необхідної для врахування під час формування страхових резервів. Уповноважений орган може встановити порядок та форму ведення обліку договорів страхування і вимог (заяв) страхувальників щодо виплати страхової суми або страхового відшкодування.

Страховики зобов'язані формувати і вести облік таких технічних резервів за видами страхування (крім страхування життя):

- незароблених премій (резерви премій), що містять частки від сум надходжень страхових платежів (страхових внесків, страхових премій), що відповідають страховим ризикам, які не минули на звітну дату;

- збитків, що включають зарезервовані несплачені страхові суми та страхові відшкодування за відомими вимогами страхувальників, з яких не прийнято рішення щодо виплати або відмови у виплаті страхової суми чи страхового відшкодування.

Розмір резервів незароблених премій на будь-яку звітну дату встановлюється залежно від часток надходжень сум страхових платежів (страхових премій, страхових внесків), які не можуть бути меншими 80 відсотків загальної суми надходжень страхових платежів (страхових премій, страхових внесків), з відповідних видів страхування у кожному місяці з попередніх дев'яти місяців (розрахунковий період) і обчислюється в такому порядку:

- частки надходжень сум страхових платежів (страхових премій, страхових внесків) за перші три місяці розрахункового періоду множать на одну четверту;

- частки надходжень сум страхових платежів (страхових премій, страхових внесків) за наступні три місяці розрахункового періоду множать на одну другу;

- частки надходжень сум страхових платежів (страхових премій, страхових внесків) за останні три місяці розрахункового періоду множать на три четвертих;

- одержані добутки додаються.

У цьому разі останній місяць розрахункового періоду буде складатися із кількості днів на дату розрахунку.

Страховики можуть прийняти рішення про запровадження з початку календарного року згідно з встановленою Уповноваженим органом методикою формування і ведення

обліку таких технічних резервів за видами страхування, іншими, ніж страхування життя:

- резерв незароблених премій;
- резерв заявлених, але не виплачених збитків;
- резерв збитків, які виникли, але не заявлені;
- резерв катастроф;
- резерв коливань збитковості.

Для забезпечення страхових зобов'язань зі страхування життя та медичного страхування страховики формують окремі резерви за рахунок надходження страхових платежів і доходів від інвестування коштів сформованих резервів за цими видами страхування.

Кошти резервів зі страхування життя не є власністю страховика і мають бути відокремлені від його іншого майна. Страховик зобов'язаний обліковувати кошти резервів із страхування життя на окремому балансі та вести їх окремий облік.

Кошти резервів зі страхування життя не можуть використовуватися страховиком для погашення будь-яких зобов'язань, крім тих, що відповідають прийнятим зобов'язанням за договорами страхування життя, також не можуть бути включені до ліквідаційної маси у разі банкрутства страховика або його ліквідації з інших причин і підлягають передачі іншому страховику за згодою страхувальника та застрахованої особи або підлягають передачі застрахованій особі.

Окремий перелік резервів з медичного страхування, а також порядок їх формування та обліку може визначатися відповідними нормативно-правовими актами.

Страховики зобов'язані створювати і вести облік таких резервів із страхування життя:

- довгострокових зобов'язань (математичні резерви);
- належних виплат страхових сум.

Розмір резервів довгострокових зобов'язань (математичних резервів) обчислюють актуарно окремо за кожним договором за методикою формування резервів зі страхування життя з урахуванням темпів зростання інфляції. Методика формування резервів із страхування життя, обсяги страхових зобов'язань залежно від видів договорів страхування життя, а також мінімальні строки дії договорів страхування життя встановлює Уповноважений орган.

Кабінет Міністрів України може змінювати перелік страхових резервів та порядок їх розрахунків.

Кошти страхових резервів мають розміщуватися з урахуванням безпечності, прибутковості, ліквідності, диверсифікованості та бути представлені активами таких категорій:

- грошові кошти на поточному рахунку;
- банківські вклади (депозити);
- валютні вкладення згідно з валютою страхування;
- нерухоме майно;
- акції, облігації, іпотечні сертифікати;
- цінні папери, що емітуються державою;
- права вимоги до перестраховиків;
- інвестиції в економіку України за напрямками, визначеними Кабміном;
- банківські метали;
- кредити страхувальникам-громадянам, що уклали договори страхування життя, в межах викупної суми на момент видачі кредиту та під заставу викупної суми. У цьому разі кредит не може бути видано раніше, ніж через один рік після набрання чинності договором страхування, та на строк, який перевищує період, що залишився до закінчення дії договору страхування;
- готівка в касі в обсягах лімітів залишків каси, встановлених НБУ.

Кошти резервів зі страхування життя можуть використовуватися для довгострокового кредитування житлового будівництва, у тому числі індивідуальних забудовників, у порядку, визначеному Кабінетом Міністрів України.

Страховикам заборонено займатися іншими видами кредитної діяльності.»

Після доповіді викладач надає можливість іншим студентам доповнити.

Викладач ставить поточне запитання: «Які переваги та недоліки прямого та непрямого (через посередників) інвестування коштів страхових резервів?» (Приблизна тривалість – 5 хвилин.)

Протягом 2 хвилин триває обговорення в командах. Після чого доповідач з кожної підгрупи презентує варіант відповіді своєї команди, підкріплюючи її логічними аргументами.

Викладач пропонує студентам з'ясувати стан ринку цінних паперів в Україні, розвиток ринку корпоративних облігацій. (Приблизна тривалість – 20 хвилин.) Для підготовки до заняття слід використовувати матеріали сайтів «Укр-

Сиббанку» – www.ukrsibbank.com.ua та «Альфабанку» – www.alfabank.kiev.ua. З метою активізації роботи в аудиторії доцільно розбити такий аналіз на декілька складових частин.

Порядок обговорення:

– *Фондовий ринок* є чутливим барометром стану економіки. Як і будь-який інший, ринок цінних паперів формується виходячи з попиту та пропозиції, а також зрівноваженої ціни. Попит створюється державою та суб'єктами підприємницької діяльності, яким не вистачає власних доходів для фінансування інвестицій розвитку. Держава та бізнес-структури виступають на ринку цінних паперів чистими позичальниками, а чистим кредитором є населення, у якого з різних причин доходи перевищують витрати. Найбільш перспективним сегментом фінансового ринку в багатьох країнах СНД є ринок корпоративних облігацій. Процес формування таких ринків поступово охоплює майже весь пострадянський економічний простір. Якщо у 2000 році корпоративні облігації використовувалися тільки у трьох країнах, то у 2001 – вже у п'яти, а в 2003 – у семи. Однак у цілому ринки корпоративних облігацій у країнах СНД поки що розвинені слабо, тому є підстави очікувати їх істотне зростання найближчими роками. Згідно з даними російського інформаційного агентства Cbonds, сьогодні ринки корпоративних облігацій найбільш динамічно розвиваються в Росії, Казахстані, Україні, Узбекистані, Киргизстані та Молдові.

– *Розвиток ринку корпоративних облігацій України*. До початку 2001 року ринок корпоративних облігацій України перебував у зародковому стані. Прецеденти випусків існували, але в більшості випадків це було не залучення ресурсів з відкритого ринку, а оптимізація оподаткування та інші схеми. Реальний розвиток ринку почався у 2001 році, наприкінці якого на ринку оберталося 29 випусків облігацій 16 емітентів на суму близько 340 млн грн (64,7 млн дол.). На кінець 2002 року на ринку оберталося вже 52 випуски 38 емітентів обсягом близько 740 млн грн (138,4 млн дол.). За прогнозами Cbonds, розвитку ринку корпоративних облігацій України може перешкоджати низький обсяг ринку держоблігацій. Крім того, вітчизняний ринок акцій також є слабкорозвиненим. З 2001 року спостерігається істотне зростання обсягів емісій корпоративних облігацій вітчизня-

них емітентів. Згідно з прогнозами фахівців АКІБ «УкрСиб-банк», наведеними на форумі «Ринок капіталу України-2003», враховуючи тенденції, які нині спостерігаються на ринку, надалі можна прогнозувати значне збільшення обсягів емісій таких цінних паперів. Протягом дев'яти місяців 2003 року Комісія зареєструвала 125 випусків облігацій на суму 3,352 млрд грн (таб. 1). Обсяг зареєстрованих облігацій збільшився на 2,9 млрд грн порівняно з відповідним періодом 2002 року (444,3 млн грн). У серпні 2003 року було зареєстровано випуски облігацій на значні суми: випуск облігацій дочірньої компанії «Укртрансгаз» Національної акціонерної компанії «Нафтогаз України» на 300 млн грн та на майже 214,4 млн грн випуск облігацій Товариства з обмеженою відповідальністю «Автосоюз». Спостерігається зростання випуску банківських облігацій, облігацій великих та відомих українських емітентів.

Таблиця 1. Обсяги та кількість випусків облігацій

Місяці	Обсяги випуску облігацій, млн грн			Кількість емітентів
	Підприємства	Банки	Сумарний обсяг випуску облігацій	
Січень	105,000	26,013	131,013	9
Лютий	243,700	0	243,700	14
Березень	60,000	0	60,000	6
Квітень	61,000	84,900	145,900	20
Травень	1343,351	25,615	1368,966	22
Червень	179,000	30,880	209,880	19
Липень	280,500	110,880	391,380	9
Серпень	617,7915	12,5	630,292	18
Вересень	171,300	0,000	171,300	8
Усього з початку 2003 року	3061,642	290,788	3352,430	125

– *Фактори зростання.* На розвиток ринку корпоративних облігацій впливає ціла низка факторів, які можна згрупувати у три основні групи. По-перше – економічні фактори. Серед них найбільше значення має макроекономічна стабільність. Однак у ряді країн ринок корпоративних облігацій розвивався в умовах високої нестабільності. Іншим важливим економічним фактором є наявність великих корпорацій – потенційних емітентів облігацій. Істотним фактором може бути і розмір економіки країни: у великих країнах є умови для формування внутрішнього фінансового ринку, тоді як у малих критична маса для внутрішнього фінан-

сового ринку може не сформуватися, і цінні папери національних компаній торгуватимуться на зарубіжних ринках (ADR, єврооблігації). По-друге – фактори, що визначають державне регулювання фінансової системи. Велике значення для розвитку ринку корпоративних облігацій має регламентація діяльності комерційних банків на ринку цінних паперів, регламентація процесу емісії облігацій та оподаткування операцій з ними. Для успішного розвитку ринку процес емісії не має бути надмірно зарегульованим, а процедура реєстрації не повинна займати надто багато часу. Податки на випуск цінних паперів мають бути мінімізовані чи скасовані, облігації не повинні опинитися у менш сприятливому режимі оподаткування, ніж банківські кредити. По-третє – фактори, які визначають ефективність фінансової системи. Найбільше значення мають тип фінансової системи, рівень розвитку кредитних відносин, рівень розвитку ринку державних цінних паперів та ринку акцій, наявність інституційних інвесторів.

– *Основні інвестори.* На сьогодні основними інвесторами на ринку корпоративних облігацій є українські комерційні банки. Згідно з даними рейтингу ТОП-100 «Фінанси. Кращі компанії фінансового сектора», у 2002 році структура торгів із корпоративними облігаціями за групами інвесторів була такою: комерційні банки — 82,36% (1,2 млрд грн); торговці цінними паперами — 17,64% (256,8 млн грн). Отже, більшість угод із корпоративними облігаціями укладена комерційними банками, а частка торговців цінними паперами на цьому ринку є незначною. Разом із тим перехід ринку корпоративних облігацій на якісно новий рівень залежить від появи на ньому нових інвесторів. Передусім, йдеться про страхові компанії та інститути спільного інвестування. Як показує статистика, середній рівень прибутковості корпоративних облігацій (терміном обігу до одного року) на первинному ринку становить від 15 до 18% річних. Іншими словами, цей рівень прибутковості є конкурентним порівняно з депозитними ставками в надійних українських банках. Привабливість корпоративних облігацій для інституційних інвесторів полягає у можливості: диверсифікації інвестованих коштів; дострокового повернення коштів (за наявності вторинного ринку та маркет-мейкерів за цими цінними паперами); передачі облігацій у заставу; одержання торгового

доходу за облігаціями, що знаходяться в портфелі інвестора; одержання додаткового інструменту для проведення фінансових операцій. До основних причин, що перешкоджають збільшенню кількості інвесторів на ринку корпоративних облігацій, слід віднести: низьку поінформованість про цей ринок; відсутність загальноновизнаних рейтингів емітентів; невеликі обсяги привабливих позик, що викупувуються невеликим колом інвесторів; несприятливий податковий режим для фізичних осіб. При цьому головними недоліками існуючих позик для інвесторів є низькі ступінь розкриття інформації щодо емітента та якість підготовки інвестиційних меморандумів; відсутність аналітичної підтримки інвесторів за багатьма випусками у процесі обігу облігацій на вторинному ринку; нерозвиненість ліквідного вторинного ринку корпоративних облігацій.

На цьому етапі обговорення доречно поставити запитання аудиторії: *Які ви можете назвати фінансові установи, що виконують сьогодні функції андеррайтингу в Україні?*

– *Умови інвестування.* Особливого значення мають показники, що визначають рівень ризику, пов'язаного з придбанням облігацій того чи іншого випуску. Серед них слід виділити: по-перше, кредитну якість позичальника, рівень прибутковості, забезпеченість позики; по-друге, обсяг емісії, наявність оферту та плаваючої купонної ставки; по-третє, ліквідність вторинного ринку (ширину спреда, обсяг лотів на купівлю і продаж) та наявність маркет-мейкерів із випуску облігацій. Такі параметри, як кредитна якість емітента (ризик) і рівень процентної ставки (прибутковість), беруться до уваги інвесторами, насамперед, під час аналізу доцільності інвестування, а друга і третя групи параметрів є важливими для проведення успішної агресивної стратегії – торгівлі на вторинному ринку та одержання торгових доходів. Друга група параметрів менш залежна від цілей запозичення і більшою мірою цікавить професійних інвесторів. Зокрема, до цієї групи належать умови випуску, спрямовані на зниження ряду ризиків для інвесторів або емітентів. У 2002 році значного поширення набув механізм оферти у поєднанні з плаваючою купонною ставкою. Суть цього механізму полягає в тому, що емітент залишає за собою право раз на рік чи півроку переглядати ставку купона залежно від ситуації на ринку. Невизначеність розміру купонної став-

ки для інвесторів компенсується їхнім правом пред'явити облігації для дострокового погашення (за номінальною вартістю) одразу після перегляду ставки. Таким чином, емітент, використовуючи такий механізм, може управляти своїми витратами на обслуговування боргу. Інвестори, у свою чергу, одержують більш ліквідний інструмент, оскільки у терміни, визначені умовами емісії, мають право конвертувати облігації у гроші без втрати запланованого рівня прибутковості. Існування професійного маркет-мейкера з випуску облігацій має велике значення для інституційних інвесторів, які планують ухвалити рішення щодо інвестування коштів у корпоративні облігації. Ця умова дозволяє інституційним інвесторам, за потреби, швидко реалізувати придбані цінні папери. Маркет-мейкер протягом усього терміну обігу облігацій має підтримувати тверді котирування на них з мінімальним спредом прибутковості.

Перед початком обговорення наступних запитань доцільно вислухати доповідь на тему: «Корпоративні облігації як перспективний інструмент розміщення страхових резервів». (Приблизна тривалість – 10 хвилин.)

Варіант доповіді:

«АТ має право відповідно до статуту розміщувати облігації та інші цінні папери, передбачені правовими актами України про цінні папери. Товариство розміщує облігації за рішенням ради директорів товариства, якщо інше не передбачено статутом АТ. Товариство має право випускати облігації. Облігація – цінний папір з фіксованим доходом, що засвідчує внесення її власником грошових коштів та підтверджує право її власника вимагати погашення облігації (сплату номінальної вартості або номінальної вартості та відсотків) у встановлений термін.

У рішенні про випуск облігацій повинні бути визначені форма, строки та інші умови погашення облігацій. Облігація повинна мати номінальну вартість. Номінальна вартість усіх випущених товариством облігацій не має перевищувати розмір статутного капіталу товариства або розмір забезпечення, наданого товариству третіми особами з метою випуску облігацій. Облігації можуть продаватися з премією або з дисконтом. Ринкова ціна залежить від надійності (фінансової стабільності корпорації-емітента) та від ставки відсотка. Випуск облігацій допускається за повної сплати

статутного капіталу товариства. Забезпечені облігації, тобто такі, що мають реальне забезпечення активами, можуть бути із заставою майна, із заставою фондових паперів, із заставою обладнання. У випадку банкрутства компанії або її неплатоспроможності власники забезпечених облігацій можуть претендувати на частину майна компанії. Незабезпечені облігації підкріплені сумлінністю компанії-емітента. Товариство може випускати облігації з одноразовим строком погашення або з терміном погашення за серіями у певні строки. Погашення облігацій може здійснюватися у грошовій формі або іншим майном, відповідно до умов їхнього випуску. Облігації можуть бути іменними, «балансовими» або на пред'явника. У разі випуску іменних облігацій товариство має вести реєстр їхніх власників, що супроводжується видачею іменного сертифіката. У випадках продажу або обміну іменних облігацій старий сертифікат анулюється та видається новий – із зазначенням нового власника облігацій. Загублену іменну облігацію товариство відновлює за розумну плату. До облігацій на пред'явника (купонні облігації) додаються спеціальні купони, які періодично представляють платіжному агенту для сплати відсотків. Фактично купон – своєрідний простий вексель на пред'явника. Такі облігації оборотні, а купон виступає як титул власності. Права власника загубленої облігації на пред'явника відновлює суд у порядку, встановленому процесуальним законодавством України. Випуск «балансових» облігацій не супроводжується формальностями – всі необхідні дані про облігаціонера вводять до комп'ютера. Товариство має право обумовити можливість дострокового погашення облігацій за бажанням їхніх власників. При цьому в рішенні про випуск облігацій мають бути визначені вартість погашення та термін, не раніше якого вони можуть бути пред'явлені для дострокового погашення.

Інвестиційна привабливість облігацій обумовлена їхньою надійністю. Як правило, доход за цими цінними паперами нижчий, ніж за акціями, але він стабільніший. У цілому, критеріями, що зумовлюють інвестиційну привабливість цінних паперів, є такі:

– безпечність вкладень – захищеність від різких коливань на ринку цінних паперів та стабільність отримання доходу;

– доходність вкладень – залежить від підвищення курсової вартості та можливості отримання додаткових доходів (у вигляді купонних виплат);

– ліквідність цінних паперів – можливість швидкої реалізації цінних паперів та перетворення їх на гроші без суттєвих втрат для інвестора.

Комплексна оцінка інвестиційних якостей облигації полягає у визначенні наступних показників:

– визначення платоспроможності фінансової стабільності емітента (дод. 1–3);

– оцінка обігу облигацій на фондовому ринку (сайти «УкрСиббанку» – www.ukrsibbank.com.ua та «Альфабанку» – www.alfabank.kiev.ua);

– оцінка умов емісії облигацій: цілі випуску, періодичність виплат процентного доходу, рівень процентної ставки, умови погашення основної суми боргу тощо.

В Україні корпоративні облигації перетворилися на повноцінний фінансовий інструмент порівняно недавно. Розвиток ринку корпоративних облигацій розпочався у 2001 році, коли з'явилися перші облигації ЗАТ «Київстар Дж. Ес. Ем.», АКБ «Райффайзенбанк Україна», «Одеського кон'ячного заводу» та ТОВ «Аркада-фонд». Цьому сприяло внесення в 1999 році змін до Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств», що усунули законодавчі обмеження, які робили випуск облигацій недоцільним, та поступове усвідомлення емітентами того, що облигації — це ефективний інструмент залучення фінансування.»

Доходність облигацій. (Приблизно тривалість 10 хвилин.) З ціною облигації пов'язана її прибутковість. Ціну облигації обчислюють дисконтуванням грошового потоку за необхідною прибутковістю. Прибутковість облигації обчислюють за грошовим потоком і її ринковою ціною. Існують три міри прибутковості облигації, що зазвичай котируються дилерами і використовуються керівними портфелями: поточна прибутковість; прибутковість до погашення і прибутковість до відкликання.

Поточна прибутковість пов'язує річний купонний доход з ринковою ціною. Формула поточної прибутковості така:

$$\text{Поточна доходність} = \frac{\text{Річний купонний дохід}}{\text{Ціна облигації}}. \quad (1)$$

Обчислюючи поточну прибутковість враховують тільки поточний (купонний) дохід, але не інші джерела доходу, що можуть впливати на прибутковість облігацій для інвестора. Не береться до уваги виграш від збільшення капіталу, що одержить інвестор у випадку покупки облігації з дисконтом і збереження її до погашення, також не розглядаються втрати капіталу, що понесе інвестор при покупці облігації з премією і збереженні її до погашення. Тимчасова вартість грошей також ігнорується.

Прибутковість до погашення – це процентна ставка, що прирівнює приведену вартість платежів, що залишилися, за облігацією (якщо її тримають до погашення) поточній ринковій («брудній») ціні. Математично прибутковість до погашення для облігації можна знайти за рівнянням ціни облігації (1). Найчастіше купонні платежі надходять не раз на рік, а частіше. Наприклад, для американського фондового ринку типові випуски облігацій з виплатою купона двічі на рік. В Україні часто купонні платежі здійснюють щоквартально. У будь-якому випадку використання формули передбачає, що прибутковість має відповідати періодові купонних виплат. Однак цю прибутковість треба звести до річної простим множенням прибутковості, що відповідає періодові купонної виплати, на кількість купонних виплат у році або капіталізацією. Під капіталізацією розуміють зведення піврічної або кварталної прибутковості до річної за схемою складних відсотків. Зазвичай домовляються, що піврічна прибутковість переводиться в річну простим її подвоєнням. Прибутковість до погашення, обчислена на основі ринкової угоди, називають облігаційно-еквівалентною прибутковістю, або прибутковістю, обчисленою за облігаційно-еквівалентним методом.

Прибутковість до погашення обчислюють методом проб і помилок або з використанням спеціальних калькуляторів. Для приблизного розрахунку прибутковості до погашення (першого наближення для методу проб і помилок) можна використовувати таку формулу (2.1):

$$y = \frac{C + (N - P) / n}{(N + 2P) / 3}, \quad (2.1)$$

де n – кількість купонних періодів.

Набагато простіше обчислити прибутковість до погашення безкупонної облігації за формулою (2.2):

$$y = \left(\frac{N}{P} \right)^{\frac{1}{n}} - 1. \quad (2.2)$$

Обчислення прибутковості до погашення враховує не тільки поточний купонний доход, але і будь-який виграш або втрату капіталу інвестором, якщо він буде тримати облігацію до погашення. Крім того, прибутковість до погашення враховує моменти надходжень платежів.

Для облігації, що може бути відкликана до встановленої дати погашення, зазвичай котирується ще одна характеристика – прибутковість до відкликання. Грошові потоки для обчислення прибутковості до відкликання такі, якими б вони були у випадку відкликання випуску в його найближчу (першу) дату відкликання. Отже, прибутковість до відкликання обчислюють як прибутковість до погашення, тільки замість дати і ціни погашення використовують першу дату і ціну відкликання. Прибутковість до відкликання – це процентна ставка, що прирівнює поточну вартість грошового потоку ціни облігації, якщо облігацію тримають до першої дати відкликання. Реальна вартість облігацій з періодичною виплатою відсотків розраховується за формулою (3):

$$P = \frac{C}{(1+y_c)^1} + \frac{C}{(1+y_c)^2} + \frac{C}{(1+y_c)^3} + \Lambda + \frac{C}{(1+y_c)^{n^*}} + \frac{N^*}{(1+y_c)^{n^*}}, \quad (3)$$

де N^* – сума, виплачувана у разі відкликання облігації;

n^* – число купонних періодів до першої дати відкликання;

y_c – прибутковість до відкликання;

Λ – дисконтований інвестиційний дохід за облігацією за n -й період.

Для відкличної облігації, що продається з премією, інвестори зазвичай обчислюють і прибутковість до погашення, і прибутковість до відкликання. Потім вони вибирають меншу з цих характеристик як показник прибутковості. Найменшу з доходності до всіляких дат відкликання і прибутковості до погашення називають прибутковістю в найгіршому випадку.

Викладач зазначає, що для правильної оцінки майбутніх інвестиційних програм важливим є формулювання ризиків портфеля цінних паперів. (Приблизно тривалість 5 хвилин.) Учасники обговорення формулюють усі види ризиків, власних інструментам фондового ринку. Завдання викладача

на цьому етапі роботи – забезпечити найповніший перелік подібних небезпек.

Можливі такі відповіді:

«*Капітальний ризик* – загальний ризик на всі вкладання в цінні папери. Аналіз цього ризику зводиться до визначення доцільності формування портфеля цінних паперів.

Селективний ризик – пов’язаний з неправильною оцінкою інвестиційних якостей окремих фондових інструментів.

Часовий ризик – ризик купівлі або продажу цінних паперів у час, коли ринкова кон’юнктура склалася не на користь інвестора.

Ризик законодавчих змін – необхідність перереєстрації цінних паперів, зміни умов випуску, правового статусу посередників, що потребує додаткових витрат емітента та інвестора.

Ризик ліквідності – ймовірність втрати частини вартості в процесі реалізації цінних паперів. На українському ринку облігацій ринкової ліквідності взагалі немає, і це, мабуть, найсерйозніша проблема, що стримує розвиток усього ринку. Щоб зацікавити інвесторів, деякі андеррайтери беруться підтримувати вторинний ринок, виставляючи котирування як на покупку, так і на продаж облігацій у ПФТС. Без такого механізму публічне розміщення випусків облігацій в Україні поки що неможливе.

Ринковий (систематичний) ризик – ризик втрат та зниження вартості цінних паперів у зв’язку із загальним спадом ринкової кон’юнктури.

Кредитний ризик – ситуація, коли емітент боргових зобов’язань не в змозі виплачувати відсотки або погасити основну суму боргу.

Ризик процентної ставки – у випадку випуску довгострокових облігацій може з’ясуватися, що ринковий відсоток зростає. Це обумовлює спад вартості облігації. Водночас зі зменшенням ринкового відсотка ціни облігацій підвищуються і дозволяють інвесторові одержувати додатковий дохід. В Україні, принаймні в доступному для огляду майбутньому, очікується зниження процентних ставок, що є сприятливим чинником для інвесторів.

Інфляційний ризик – знецінення доходів інвесторів через високий рівень інфляції.

Ризик дефолта – у розвинених країнах цей ризик значною мірою визначається рейтингом (або його відсутністю).

Проте існує велика група «сміттєвих» облігацій (junk bonds), інакше – високоприбуткових облігацій, яким загрожує ризик дефолта, і всі операції з ними основані саме на цьому ризику. Оскільки до «сміттєвих» також відносять облігації без рейтингу, то такими можна вважати всі українські облігації. Поки що в Україні немає як власних, так і міжнародних рейтингових агентств. Тому всі ризики, пов'язані з оцінкою неплатоспроможності емітента, лягають на інвестора. Часто ризик беруть на себе андерайтери, що працюють з інвесторами на умовах REPO. На сьогодні в Україні це завжди єдиний спосіб забезпечити розміщення випусків облігацій.

Ризик реінвестиції – купуючи облігацію, інвестор повинен думати, що робити з купонним доходом або коштами від погашення облігації, якщо термін погашення досить близький. Можливо, йому доведеться розміщати ці кошти на значно гірших умовах, тому в деяких випадках вигідніше купити довгострокову облігацію.

Відкличний ризик – ризик втрат інвесторів у випадку відкликання емітентом облігацій у зв'язку з перевищенням фіксованого процентного доходу за ними поточних ринкових процентів.

Державний ризик – ризик вкладення в цінні папери підприємств, що підпадають під юрисдикцію країни з нестійким економічним і соціальним становищем.

Галузевий ризик – ризик, пов'язаний зі специфікою окремих галузей.

Ризик корпорації – пов'язаний із типом поведінки підприємства-емітента стосовно операційної діяльності (здатність розширювати виробництво, застосовувати новітні технології).

Валютний ризик – ризик, пов'язаний із вкладаннями у валютні цінні папери і обумовлений зміною курсу іноземної валюти.

Ризик несприятливого розвитку подій (event risk) – зокрема можливість несприятливого розвитку ситуації із самою компанією або ж можливість поглинання компанії.

Ризик ризиків – протягом терміну обертання облігацій можуть з'явитися нові непередбачувані ризики.»

Після розгляду загальних питань викладач нагадує, що інвестиційна політика страховика має забезпечувати його фінансову надійність. Щоб вкладення страховика були до-

цільними, перегляд структури та рівня покриття інвестиційних коштів має враховувати надійність вкладів та їх ліквідність.

У цьому конкретному випадку для прийняття рішення про інвестування коштів в облігації ТОВ «Концерн «АВК» необхідно розглянути такі питання (приблизна тривалість – 70 хвилин):

- компетентність та надійність фінансової установи, яка займається організацією випуску та розміщенням облігацій (5 хв);
- загальні відомості про галузь, у якій працює корпорація-емітент (15 хв);
- аналіз діяльності, бізнес-оточення, стратегії корпорації-емітента (15 хв);
- фінансовий аналіз корпорації (10 хв);
- визначення факторів ризику, що супроводжують обраний напрям інвестування (5 хв);
- порядок оподаткування доходів, отриманих за облігаціями (5 хв);
- порядок і умови випуску облігацій даної емісії (15 хв).

Для підтримання обговорення у потрібному руслі та забезпечення повного розгляду зазначених проблем, викладач заохочує студентів належними запитаннями.

Корпоративні облігації є найбільш ефективним інструментом для побудови програм довгострокового фінансування.

• Корпоративні облігації – це ефективне джерело фінансування підприємства, що характеризується такими особливостями:

- різні терміни випуску – від декількох місяців до 3–5 років у перспективі;
- вартість залучення коштів з використанням облігацій є зазвичай нижча, ніж ставки за кредитами банків;
- підприємство, розміщуючи облігації, формує позитивний імідж позичальника серед широкого кола потенційних інвесторів;
- випуск облігацій може не потребувати забезпечення.

• Корпоративні облігації дозволяють підприємству оперативно управляти своєю заборгованістю:

- під час випуску облігацій відбувається диверсифікованість заборгованості серед багатьох кредиторів;
- підприємство має можливість достроково викуповувати свої облігації.

На сьогодні АКІБ «УкрСиббанк» має досвід з успішного розміщення корпоративних облігацій на фондовому ринку України.

АКІБ «УкрСиббанк» пропонує підприємствам, зацікавленим у випуску власних облігацій, весь спектр послуг з випуску корпоративних облігацій:

- Послуги фінансового консультанта:
 - підготовка проспекту емісії облігацій – визначення обсягу емісії облігацій, структури емісії, планованої прибутковості облігацій;
 - підготовка інвестиційного меморандуму для інвесторів;
 - реєстрація інформації про емісію в ДКЦПФР;
 - підготовка звіту про наслідки погашення облігацій і подання його до ДКЦПФР.
- Послуги андеррайтингу:
 - проведення рекламної кампанії, road-show для потенційних інвесторів;
 - проходження лістингу облігацій на фондових біржах і в ПФТС;
 - первинне розміщення облігацій серед інвесторів (резидентів і нерезидентів України, юридичних і фізичних осіб).
- Послуги з підтримки вторинного ринку:
 - організація вторинного ринку – підтримка ліквідності облігацій на біржовому і позабіржовому ринках шляхом виставлення котирувань на купівлю та продаж облігацій.
- Послуги платіжного агента:
 - виплата купонного доходу;
 - погашення облігацій.
- Депозитарні послуги:
 - облік облігацій, випущених у бездокументарній формі, на рахунках у цінних паперах;
 - знерухомлення та матеріалізація облігацій, які випущені в документарній формі.
- Інші послуги:
 - підготовка макету облігацій, випущених в документарній формі (іменні та на пред'явника) і проведення переговорів з підприємством-виготовлювачем від імені емітента.

Виробництво кондитерської продукції в Україні.

Після спаду виробництва кондитерських виробів у 1991–1996 роках, коли виробництво скоротилося з 1 млн тонн у 1990 році до 0,3 млн тонн у 1996 році, в Україні спостерігаєть-

ся стабільне зростання виробництва. Починаючи з 1997 року до 2002 року, середньорічні темпи збільшення виробництва в кондитерській промисловості становили 17%. Процес приватизації обумовив появу більш ефективних власників підприємств, орієнтованих на встановлення сучасних ліній, підвищення якості продукції і розширення асортименту кондитерських виробів. Найбільші темпи зростання виробництва кондитерської продукції спостерігалися в 1999–2000 роках досягнувши 30% на рік, що в основному було пов'язано зі збільшенням експорту кондитерських виробів, зокрема карамелі в Росію.

За підсумками 9 місяців 2003 року в натуральному вираженні загальний обсяг виробництва кондитерської продукції в Україні становив 579,6 тис. тонн виробів, що на 12,3% вище аналогічного показника 2002 року (табл. 2). За останні кілька років структура споживання кондитерських виробів в Україні не зазнавала значних змін. Найбільш популярними кондитерськими виробами в Україні за підсумками 9 місяців 2003 року залишаються печиво (40,6% від загального обсягу споживання), цукерки (19,5%) і карамель (13,3%).

Таблиця 2. Найбільші виробники кондитерських виробів в Україні (за даними Держкомстату)

Виробник	9 міс. 2002	9 міс. 2003	Відношення 9 міс. 2002 до 9 міс. 2003, %	Частка, за 9 міс. 2002, %	Частка, за 9 міс. 2003, %
Корпорація «Рошен»	121 699	134 223	10,3	23,6	23,2
ЗАТ «АВК»*	51 395	65 750	27,8	10,0	11,3
ЗАТ ПО «Київ-Конті»	46 971	60 010	27,8	9,1	10,4
ЗАТ «Харківська БФ»	25 635	27 979	9,1	5,0	4,8
ТПФ «Світоч»	28 673	24 991	-12,8	5,6	4,3
ТОВ «Черкаська БФ»	19 238	23 038	19,8	3,7	4,0
АТ «Полтавакондитер»	15 937	21 432	34,5	3,1	3,7
ЗАТ «Житомирські Ласощі»	14 281	18 426	29,0	2,8	3,2
АТ «Одеса»	13 803	18 333	32,8	2,7	3,2
«Крафт Фудз Україна»	14 915	14 806	-0,7	2,9	2,6
Усього по галузі	516 003	579 574	12,3	100	100

* Дані з обсягів виробництва ЗАТ «АВК» включають виробництво Дніпропетровської кондитерської фабрики за квітень-вересень 2003 року, якщо в тексті не зазначено інше.

Виробничі потужності підприємств кондитерської галузі України оцінюють на рівні 1,09 млн тонн на рік. Коефіцієнт використання потужностей кондитерських підприємств в Україні в середньому зріс з 47,5% у 1999 році до 70% за да-

ними на 1 січня 2003 року. Потужності підприємств, особливо тих, чия продукція активно експортується, використовують з майже 100-відсотковою віддачею.

Кондитерська галузь в Україні характеризується високим ступенем концентрації. За підсумками 2003 року частка трьох найбільших підприємств кондитерської промисловості становить близько 44,9% від загального обсягу виробництва кондитерських виробів у тоннах.

Одним з найперспективніших напрямів розвитку кондитерської галузі є виробництво цукерок, що переважно відносяться до продукції з високою доданою вартістю (табл. 3). За підсумками 9 місяців 2003 року на частку виробництва цукерок у структурі виробництва кондитерських виробів в Україні припадає 17,7%. Загальний обсяг виробництва цукерок за даний період збільшився на 5,6%, до 102,5 тис. тонн. При цьому слід зазначити, що в основному ріст виробництва відбувався за рахунок збільшення обсягів виробництва глазурованих шоколадом цукерок.

Таблиця 3. Найбільші виробники цукерок в Україні (за даними Держкомстату)

Виробник	9 міс. 2002	9 міс. 2003	Відношення 9 міс. 2002 до 9 міс. 2003, %	Частка, 9 міс. 2002, %	Частка, 9 міс. 2003, %
Корпорація «Рошен»	30 306	27 245	-10,1	31,2	26,6
ЗАТ «АВК»*	15 335	22 019	43,6	15,8	21,5
ТПФ «Світоч»	8 134	7 692	-5,4	8,4	7,5
АТ «Полтавакондитер»	6 597	7 169	8,7	6,8	7,0
ЗАТ ПО «Київ-Конті»	4 695	6 374	35,8	4,8	6,2
ЗАТ «Житомирські Ласощі»	3 762	6 029	60,3	3,9	5,9
АТ «Харківська БФ»	3 608	3 776	4,7	3,7	3,7
АТ «Одеса»	3 415	3 759	10,1	3,5	3,7
ВАТ «Запорізька КФ»	2 633	3 128	18,8	2,7	3,1
Усього в галузі	97 060	102 522	5,6	100	100

* Дані з обсягів виробництва ЗАТ «АВК» включають виробництво Дніпропетровської кондитерської фабрики за квітень-вересень 2003 року, якщо в тексті не зазначено інше.

Ще одним перспективним видом виробництва є виробництво карамелі. За результатами 9 місяців поточного року обсяг виробництва карамелі в Україні становив 145,5 тис. тонн (таб. 4). На частку виробництва карамелі припадає 25,1% у структурі виробництва кондитерських виробів в Україні.

Слід зазначити, що виробництво кондитерських виробів відрізняється сезонністю, з мінімальним виробництвом у літні місяці і максимальним – у грудні, у період передноворіч-

**Таблиця 4. Найбільші виробники карамелі в Україні
(за даними Держкомстату)**

Виробник	9 міс. 2002	9 міс. 2003	Відношення 9 міс. 2002 до 9 міс. 2003, %	Частка, 9 міс. 2002, %	Частка, 9 міс. 2003, %
Корпорація «Рошен»	53 185	68 574	28,9	42,1	47,1
ЗАТ «АВК»*	13 119	17 530	33,6	10,4	12,0
ЗАТ ПО «Київ-Конті»	9 571	12 314	28,7	7,6	8,5
АТ «Одеса»	6 095	9 286	52,4	4,8	6,4
ВАТ «Ровенська КФ»	6 393	6 160	-3,6	5,1	4,2
ЗАТ «Харківська БФ»	6 935	6 330	-8,7	5,5	4,3
АТ «Полтавакондитер»	4 202	5 306	26,3	3,3	3,6
ЗАТ «Житомирські Ласощі»	3 046	4 157	36,5	2,4	2,9
АТ «Херсонська КФ»	2 610	2 331	-10,7	2,1	1,6
Усього по галузі	126 208	145 522	15,3	100	100

* Дані по обсягах виробництва ЗАТ «АВК» включають виробництво Дніпропетровської кондитерської фабрики за квітень-вересень 2003 року, якщо в тексті не зазначено інше.

ного розпродажу. Найбільша амплітуда в обсягах виробництва спостерігається у виробництві цукерок, найменша – печива. Незважаючи на загальну динаміку, різні групи кондитерських виробів протягом року мають свої яскраво виражені екстремуми. Наприклад, квітень є місяцем локального максимуму у виробництві карамелі та печива, а виробництво в червні мінімальне майже у всіх групах кондитерських виробів.

Основні тенденції на ринку кондитерських виробів.

Натепер тенденції на ринку кондитерських виробів визначає висока конкуренція, що спостерігається між підприємствами першої десятки. Однією з основних тенденцій на ринку є нарощування виробничих потужностей як веденням нових, так і придбанням уже існуючих підприємств. Гідним прикладом використання обох стратегій з нарощування виробничих потужностей є кондитерська компанія ЗАТ «АВК», яка не тільки придбала контрольний пакет акцій Дніпропетровської кондитерської фабрики, але і ввела в дію нові лінії з виробництва кондитерських виробів. За прогнозами ЗАТ «АВК» придбання контрольного пакета акцій Дніпропетровської кондитерської фабрики дозволить випускати понад 100 тис. тонн кондитерської продукції, а частка виробництва компанії збільшиться з 9,7% за показниками 2002 року до 14,2% на кінець 2003 року.

Серед основних тенденцій у виробничій сфері можна виділити збільшення асортименту продукції, що випускається, і удосконалення процесу виробництва кондитерських

виробів, відповідно, з вищою доданою вартістю, що викликано високою конкуренцією між основними виробниками кондитерської продукції.

Експорт-імпорт кондитерської продукції в Україні.

У 2003 році відновилося зростання експорту кондитерських виробів з України після спаду в 2002, коли експорт кондитерської продукції знизився на 9,4% відносно 2001 року. За підсумками 9 місяців 2003 року, експорт кондитерських виробів збільшився на 20% порівняно з аналогічним показником 2002 і становив 172,3 тис. тонн, або 29,7% від загального обсягу виробництва України.

Спад експорту в 2002 році був обумовлений значним зменшенням експорту в Росію через введення нею 20-відсоткового ПДВ на імпорт і 21-відсоткового мита на українську карамель. Однак тенденція розширення ринків збуту кондитерської продукції, що намітилася останніми роками, дозволила компенсувати зниження експорту в Росію. При цьому, крім Росії, основними імпортерами українських кондитерських виробів за останні три роки стали Казахстан, Азербайджан і Молдова. Диверсифікованість експортних поставок, з одного боку, дозволила скоротити залежність від Росії, а з другого – заклала нові можливості для збільшення поставок кондитерських виробів у країни СНД. За останні два роки середньорічне зростання експорту в країни ближнього і далекого зарубіжжя за винятком Росії становило близько 120%. За підсумками 9 місяців 2003 року частка Росії в структурі українського експорту знизилася з 69,6 до 57,5% порівняно з аналогічним періодом 2002 року. У 2000 році на частку Росії припадало 93,6%.

Слід зазначити, що значне підвищення якості української кондитерської продукції дозволяє вітчизняним підприємствам протягом останніх трьох років збільшувати темпи зростання експорту в країни далекого зарубіжжя. За результатами 9 місяців 2003 року експорт у країни далекого зарубіжжя, в основному Монголію, Німеччину, США й Ізраїль, збільшився на 84% і становив 6 341 тонн. Стримує розвиток експорту української кондитерської продукції лише неперенесення ПДВ.

Обсяги імпорту кондитерської промисловості значно відстають від обсягів експорту за підсумками 9 місяців 2003 року і не перевищують 2,6% від загального обсягу споживання кондитерської продукції в Україні. За результатами поточного року

імпорт кондитерських виробів становив 10,9 тис. тонн, що на 5,0% більше, ніж за аналогічний період 2002 року. Найбільша частка обсягу у загальній структурі імпорту кондитерської продукції припадає на шоколад і шоколадні вироби – близько 50,4%. Основними країнами-імпортерами є Росія, Бельгія, Німеччина і країни Балтії. Незначний імпорт елітної продукції за зростаючого попиту заохочує українських кондитерів розвивати виробництво цієї продукції.

Сировинна база кондитерської промисловості. Крім загальноекономічних факторів, на пропозицію ринку кондитерської продукції впливає ситуація на ринках цукру, борошна і світовому ринку какао-бобів. Крім того, незначною мірою ринок кондитерських виробів залежить від виробництва масложирової продукції і постачань ароматизаторів, есенцій, консервантів, горіхів, сухофруктів та інших кондитерських добавок. У виробництві кондитерських виробів переважно використовують вітчизняну сировину (цукор і борошно) – до 75%. Основну частину імпорту складають какао-продукти. Зі збільшенням виробництва шоколаду і шоколадних виробів зросте і частка імпортової сировини в структурі виробництва кондитерських виробів. У виробництві шоколаду і шоколадної продукції частка імпортованих інгредієнтів становить близько 40%. Останнім часом, незалежно від країни походження, на ринку сировини для кондитерської промисловості спостерігається тенденція підвищення цін, що робить виробництво колись популярних виробів середньої і низької цінових груп менш рентабельним і змушує основних виробників освоювати виробництво кондитерських виробів високого цінового сегмента.

За даними «Укркондитера», з початку року ціни на кондитерську продукцію в Україні підвищилися на 5–6,8%, що насамперед пов'язано зі зростанням цін на борошно і цукор. За даними Мінекономіки, ціна на борошно вищого сорту з 30 травня до 10 жовтня 2003 року в середньому збільшилася на 9,8%. Рентабельність виробництва кондитерської продукції, вищого за середній ціновий сегмент, до якого в основному належить шоколадна продукція, також може знизитися. Це обумовлено зростанням цін на какао-боби через нестабільну політичну ситуацію в Кот-де-Івуаре – основного виробника какао-бобів у світі. З початку року ціни на цю сировину збільшилися на 8,6% і становили 12,9 грн/кг у вересні

2003 року. У 2002 результатом подорожчання какао-бобів стало подорожчання шоколаду і глазурованих шоколадом цукерок в Україні на 5–20%.

ТОВ «Концерн «АВК». 20 червня 1994 року був створений «Концерн «АВК», засновниками якого стали дві юридичні особи:

- Товариство з обмеженою відповідальністю «Бджола»;
- Товариство з обмеженою відповідальністю «Березень».

3 грудня 2003 року «Концерн «АВК» був перереєстрований у ТОВ «Концерн «АВК». З метою сприяння розвитку співзасновника, ЗАТ «АВК», емітент прийняв рішення про емісії облігацій загальною номінальною вартістю 50 000 000 гривень. Це рішення було оформлено Наказом Генерального директора «Концерну «АВК» № 26 від 12 листопада 2003 року і доповнено Протоколом Зборів засновників ТОВ «Концерн «АВК» № 2 від 8 грудня 2003 року.

На сьогодні ТОВ «Концерн «АВК» нараховує 3 учасників (юридичних осіб):

- Товариство з обмеженою відповідальністю «Бджола»;
- Товариство з обмеженою відповідальністю «Березень»;
- Закрите акціонерне товариство «АВК».

ЗАТ «АВК», будучи гарантом з виконання зобов'язань емітента, володіє 99% Статутного фонду ТОВ «Концерн «АВК». Акціонерами ЗАТ «АВК» є:

- Товариство з обмеженою відповідальністю «Бджола»;
- Товариство з обмеженою відповідальністю «Березень»;
- Товариство з обмеженою відповідальністю «Концерн «АВК»;
- Корпорація Western NIS Enterprise Fund.

ЗАТ «АВК» – одна з найбільших компаній кондитерської галузі України. Компанія щорічно збільшує обсяги реалізації продукції і за результатами 9 місяців 2003 року займає друге місце в галузі як за обсягами виробництва (з урахуванням виробництва на Дніпропетровській кондитерській фабриці за квітень–вересень 2003 року), так і за обсягами реалізації. На 2003 рік до складу компанії входять п'ять фабрик, розміщених у м. Донецьку, Дніпропетровську, Луганську, Мукачеві. Останніми роками стратегія компанії спрямована на збільшення частки ринку в кондитерській галузі України за обсягами реалізації завдяки збільшенню частки ринку в сегментах середнього і вищого за середній цінового рівня, а також утриманню позиції лідера на українському ринку кондитерських напівфабрикатів.

Структура ЗАТ «АВК». Дирекція з продажу виконує такі функції:

- розробка стратегії і політики продажу продукції ЗАТ «АВК»;
- розробка і забезпечення реалізації планів продажу і відвантаження продукції ЗАТ «АВК», надходження коштів на розрахунковий рахунок підприємства;
- аналіз ефективності каналів збуту;
- забезпечення обслуговування і задоволення вимог клієнтів;
- розробка і реалізація програм стимулювання збуту напівфабрикатів кондитерських виробів на експорт.

Дирекція з маркетингу:

- розробка і реалізація маркетингової стратегії і тактики ЗАТ «АВК»;
- складання прогнозу продажу, розробка плану продажу;
- розробка і управління брендами і торговельними марками ЗАТ «АВК», координація діяльності щодо їхнього просування і продажу;
- розробка рекламних й іміджевих концепцій ЗАТ «АВК», реалізація рекламних кампаній і кампаній щодо зв'язків із громадськістю;
- розробка і впровадження нових видів дизайну й упаковки з урахуванням характеристик і споживчих властивостей продукції, що випускається.

Дирекція з інновацій і управління якістю:

- розробка і впровадження конкурентоспроможного асортименту і сучасних технологій;
- розробка технічних проектів нового технологічного обладнання, модернізації наявного технологічного устаткування;
- забезпечення виробничих підрозділів ЗАТ «АВК» необхідним новим технологічним обладнанням, вентиляційними установками й автоматичними системами керування виробництвом;
- контроль якості готової продукції, напівфабрикатів, сировини і матеріалів.

Дирекція з виробництва:

- планування виробництва кондитерських виробів на основі плану продажу;
- виробництво кондитерських виробів і напівфабрикатів на підприємствах ЗАТ «АВК»;
- мобілізація резервів зростання обсягів випуску продукції, поліпшення використання основних і оборотних коштів, підвищення продуктивності праці;



– забезпечення стабільної якості продукції, що випускається;

– організація й оптимізація процесів транспортної і складської логістики.

– організація і виконання робіт з капітального будівництва;

– забезпечення технічної і технологічної підготовки виробництва, безперебійної роботи і правильної експлуатації устаткування;

– забезпечення безпеки виробництва й охорони праці.

Дирекція з фінансів:

– розробка фінансової стратегії підприємства;

– управління рухом фінансових ресурсів ЗАТ «АВК», визначення джерел фінансування виробничо-господарської діяльності підприємства;

– формування бюджету і розрахунок фінансових показників діяльності ЗАТ «АВК», контроль за виконанням бюджету структурними підрозділами підприємства;

– планування ефективності виробництва і реалізації продукції ЗАТ «АВК»;

– економічний аналіз господарсько-фінансової діяльності, визначення факторів, що впливають на фінансові показники;

– контроль за своєчасним надходженням коштів на рахунки підприємства, виконання фінансових зобов'язань ЗАТ «АВК»;

– здійснення інвестиційної політики та управління активами, визначення їхньої оптимальної структури;

– організація бухгалтерського і податкового обліку господарсько-фінансової діяльності підприємства.

Менеджмент і персонал ЗАТ «АВК». Оперативне управління діяльністю компанії здійснює Генеральний директор, що призначається Зборами акціонерів або Спостережною радою.

Керівництво ЗАТ «АВК»:

Прізвище, ім'я та по батькові	Вік	Посада
Стародубова Ірина Анатоліївна	44	Генеральний директор
Дикунов Андрій Олександрович	40	Директор з виробництва, заступник генерального директора
Сальченко Сергій Олександрович	35	Директор з продажу, перший заступник генерального директора
Рибалко Андрій Валерійович	33	Директор з маркетингу

Коротка біографічна довідка керівного складу ЗАТ «АВК»:

– *Стародубова Ірина Анатоліївна*. Закінчила Донецький політехнічний інститут. У компанії «АВК» працює з квітня 1995 року на посадах: економіст, начальник планового відділу, начальник фінансового відділу, фінансовий директор, із серпня 2002 року генеральний директор.

– *Дикунів Андрій Олександрович*. Закінчив Європейський університет фінансів і інформаційних систем, менеджменту і бізнесу. У компанії «АВК» працює з жовтня 1993 року на посадах: менеджер відділу збуту; начальник регіонального відділу збуту; керівник збуту; перший заступник директора з маркетингу; директор зі збуту; директор з маркетингу і збуту; перший заступник генерального директора; директор з розвитку, перший заступник генерального директора; з червня 2003 року – директор з продажу, перший заступник генерального директора.

– *Сальченко Сергій Олександрович*. Закінчив Донецький інститут радянської торгівлі. У компанії працює з 1996 року на посадах: перший заступник директора з технічних питань і виробництва, директор АТ «Кондитерська фабрика «АВК», м. Донецьк»; з червня 2002 року – директор з виробництва, заступник генерального директора ЗАТ «АВК».

– *Рибалко Андрій Валерійович*. Закінчив Донецьку державну академію управління. У компанії «АВК» працює з липня 1996 року на посадах: менеджер управління збутом; заступник начальника відділу Донецького управління збутом; заступник директора з маркетингу, начальник відділу товарної політики; директор з маркетингу і збуту; з вересня 2002 року – директор з маркетингу.

Станом на 1 жовтня 2003 року чисельність персоналу компанії «АВК» становила 7074 особи. У 2003 році до складу компанії «АВК» увійшло АТЗТ «Дніпропетровська кондитерська фабрика». За рахунок цього відбулося збільшення чисельності персоналу порівняно з 2002 роком на 46%.

Кадрова політика ЗАТ «АВК» спрямована на формування висококваліфікованого персоналу у всіх сферах діяльності компанії, починаючи безпосередньо з виробничої діяльності та закінчуючи питаннями фінансового й управлінського менеджменту.

У 2002 році працівники ЗАТ «АВК» взяли участь у 216 навчальних заходах, з них 118 проведені із залученням тренінгів.

нгових організацій (зовнішнє навчання). Свій професійний рівень змогли підвищити 1250 осіб. За 9 місяців 2003 року на ЗАТ «АВК» проведено 86 навчальних заходів (51 – зовнішній, 35 – внутрішніх). Навчання пройшли понад 400 осіб.

Крім розробки власних корпоративних тренінгів, компанія залучає до співробітництва сторонні організації. Серед партнерів «АВК» у сфері утворення – провідні навчальні компанії Brand Aid, Києво-Могилянська бізнес-школа, «Ефект Консалтинг», Міжнародний інститут менеджменту, Міжнародний інститут бізнесу, Міжнародна харчова академія RACH та ін.

Для підготовки робітників безпосередньо на виробництві створений цикл корпоративних навчальних програм, з урахуванням унікальності устаткування. Крім того, деякі співробітники компанії здобувають вищу освіту в Донецькому університеті економіки та торгівлі ім. М. Туган-Барановського, Донецькому національному університеті, Донецькому національному технічному університеті, Академії управління й інших вищих навчальних закладах. 30 співробітників компанії «АВК» успішно завершили навчання в Міжнародному інституті менеджменту за корпоративною програмою «Розвиток управлінського персоналу».

Бізнес-оточення ЗАТ «АВК». На початок 2004 року ЗАТ «АВК» у межах спеціального режиму інвестиційної діяльності реалізує три інвестиційних проекти:

– Організація виробництва кондитерських виробів (свідоцтво про ухвалення проекту №52 від 30.07.99 і №52/1 від 15.12.99).

– Організація виробництва нових видів кондитерських виробів (свідоцтво про ухвалення проекту № 12/6-2001 від 27.04.01).

– Організація виробництва екструзійних виробів (свідоцтво про ухвалення проекту № 5/6-2002 від 29.01.02).

Відповідно до Закону України «Про спеціальні економічні зони і спеціальний режим інвестиційної діяльності в Донецькій області» спеціальний режим інвестиційної діяльності передбачає:

– звільнення на період реалізації інвестиційного проекту, але не більше ніж на п'ять років, від стягування ввізного мита на сировину і матеріали, предмети устаткування й оснащення (крім підакцизних товарів) і податку на додану

вартість устаткування й оснащення під час їхнього ввезення в Україну;

– звільнення на три роки від податку на прибуток, отриманий від реалізації інвестиційних проектів, схвалених Радою, у випадку якщо інвестиції становили не менше 1 млн дол.; прибуток, отриманий з четвертого по шостий рік, обкладається податком за ставкою в розмірі 50% від чинної ставки оподаткування прибутку.

Виробництво. За підсумками 9 місяців 2003 року «Компанія «АВК» виробила 65,8 тис. тонн кондитерських виробів, що на 27,8% більше, ніж за аналогічний період 2002 року, включаючи виробництво Дніпропетровської кондитерської фабрики.

Зростання обсягів виробництва ЗАТ «АВК» насамперед пов'язане зі зростанням виробництва цукерок, що за підсумками 9 місяців 2003 року збільшилося на 43,6%, до 22 тис. тонн. Частка виробництва цукерок у структурі виробництва ЗАТ «АВК» зросла з 29,8 до 33,5%. При цьому виробництво глазурованих шоколадом цукерок – пріоритетної товарної групи ЗАТ «АВК», виросло на 20,0%, до 17,3 тис. тонн порівняно з аналогічним показником 2002 року. ЗАТ «АВК» є лідером у виробництві та продажу в Україні глазурованих шоколадом цукерок. На частку компанії припадає близько 35% від загального виробництва цієї продукції в натуральному вираженні.

Стратегія розвитку виробництва ЗАТ «АВК» також спрямована на значне збільшення частки ринку в таких сегментах, як кондитерські напівфабрикати (глазурі для покриття кондитерських виробів і м'які глазурі для покриття морозива і молочних виробів), екструзійна продукція (чіпси, сухарі) та шоколад.

Технологія виробництва і якість продукції. Якість продукції ЗАТ «АВК» підтверджується зростаючим попитом і визнається професійними і суспільними інститутами. На 2003 рік уся продукція компанії має сертифікати відповідності Держстандартам України і Росії і відповідає всім санітарно-гігієнічним нормам. Слід зазначити, що ЗАТ «АВК» випускає продукцію в екологічно чистій і нешкідливій упаковці. Компанія сертифікована на відповідність вимогам міжнародного стандарту системи керування якістю ISO 9001.

Асортимент і портфель брендів. Марка ЗАТ «АВК» входить у першу десятку найвідоміших брендів України.

Номенклатура продукції містить понад 240 найменувань кондитерських виробів. Продукція на внутрішньому ринку реалізовується під торговельними марками «АВК», «Мікс», «Тайго», «Клубжеле», «Мажор», «Шедевр», спрямованих як на різні вікові категорії, так і різні смаки споживачів. Продукція компанії реалізовується через розгалужену дистриб'юторську мережу по всіх регіональних центрах України.

Збутова стратегія. Збутова політика ЗАТ «АВК» спрямована на забезпечення максимально швидкого просування продукції від виробника до роздрібної торговельної точки по всіх каналах збуту, а також наявності найширшого асортименту в максимальній кількості торговельних точок. На сьогодні продукція компанії представлена в понад 50 000 торговельних точках.

Пріоритетним ринком для ЗАТ «АВК» є Україна, однак продукція компанії й експортується. В Україні продукцію реалізують через розгалужену дистриб'юторську мережу. Дистриб'юторські центри ЗАТ «АВК» є майже в кожному регіоні України. Значну частку кондитерських виробів компанії реалізують ексклюзивні торговельні агенти ЗАТ «АВК», закріплені за дистриб'юторськими центрами.

Експортна політика. Близько 30% виробленої продукції в грошовому вираженні ЗАТ «АВК» поставляє на експорт (включаючи експорт і виробництво Дніпропетровської кондитерської фабрики). Експортна стратегія компанії спрямована на виробництво і просування на ринках країн-імпортерів кондитерських виробів вищого за середній цінового сегмента, зокрема глазуrowаних шоколадом цукерок і екструзійних виробів. Продукція ЗАТ «АВК» користується стабільним попитом у країнах ближнього зарубіжжя. Дотримуючись стратегії диверсифікованості ринків збуту, компанія збільшила частку експорту кондитерської продукції в грошовому вираженні в інші країни, в основному Вірменію, Казахстан і Киргизію.

Інвестиційна діяльність. Інвестиційна діяльність ЗАТ «АВК» спрямована на збільшення потужностей завдяки модернізації виробництва і переходу на виробництво нової продукції середнього та вищого за середній цінових сегментів. У 2003 році компанія працювала за трьома інвестиційними проектами, фінансування яких відбувається за рахунок власних коштів компанії, іноземних інвестицій і банківських кредитів:

1. Організація виробництва кондитерських виробів.
2. Організація виробництва нових видів кондитерських виробів.
3. Організація виробництва екструзійних виробів.

Призи і нагороди. ЗАТ «АВК» бере активну участь у ярмарках-виставках кондитерської продукції на території України і за її межами, що дозволяє компанії позиціонувати свою торговельну марку і розширювати експортні ринки збуту. За дослідженнями компанії Gfk-USM на замовлення журналу «Кореспондент», марка «АВК» ввійшла в першу десятку найвідоміших брендів України. В опитуванні брали участь 1000 осіб від 15 до 59 років із усіх регіонів країни. Високу якість продукції ЗАТ «АВК» також було відзначено призами і нагородами, серед яких міжнародний приз «Краща торговельна марка-1996» (Мадрид); міжнародний «Приз Європи за якість 1997» (Париж); «Золотий Скіф-97. За якість і конкурентоспроможність продукції» (Донецьк); нагорода Донецької Торгово-промислової палати «Золотий Меркурій» – «За високі досягнення в розвитку виробництва» (1997); нагорода Асамблеї ділових кіл України «Вища проба» «За виробництво високоякісної конкурентоспроможної продукції» (Київ, 2000). Крім того, висока ефективність управління, кадрової політики і стандарти соціально відповідального бізнесу дозволили «Компанії «АВК» увійти в рейтинг журналу «Компаньйон» «20 компаній, що надихають». Журналісти провели опитування серед топ-менеджерів понад 400 українських підприємств. Керівників просили назвати компанії, що є для них орієнтирами в розвитку бізнесу, чії дії «надихають або надихають інших на досягнення, гідні уваги громадськості, на народження проривних бізнес-ідей», компанії, що не тільки формують правила гри на ринку, але і впливають на розвиток усього суспільства. «Українська інвестиційна газета» включила «Компанію «АВК» у список 25-ти найбільш інвестиційно привабливих компаній України за категорією: компанії з власним капіталом від 25 до 60 млн дол. за високого рівня кредитоспроможності (рейтинг V&D 4A2).

Фінансовий аналіз ЗАТ «АВК» (додатки 1–3). Викладач пропонує проаналізувати фінансовий стан на основі фінансової звітності ЗАТ «АВК», підготовленої відповідно до національних стандартів бухгалтерського обліку, за останні

три роки. Завдання спочатку обговорюється в командах, після чого виступають їхні доповідачі, щоб узагальнити результати обговорення команд, викладач призначає студента, який фіксує та класифікує зазначені висновки за показниками фінансової діяльності.

Як варіант можна подати фінансову інформацію, основу на фінансовій звітності ЗАТ «АВК» на 01.01.2001, 01.01.2002, 01.01.2003 і 01.10.2003 (див. табл. 5, 6, 7). Протягом 2000-2003 років облікова політика на підприємстві не змінювалася. Складаючи фінансову звітність, підприємство використало принцип підготовки фінансової звітності з дотриманням вимог до визначення і розкриття її елементів, встановлених положенням (стандартом) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності», затверджені наказом Міністерства фінансів України від 31.03.99. № 87, зареєстрованим у Міністерстві юстиції України 21 червня 1999 року № 391/3684. Форма подання фінансової інформації обрана АКІБ «УкрСиббанк» з метою найповнішого відображення фінансового стану підприємства.

Таблиця 5. Звіт про фінансові результати ЗАТ «АВК», тис. грн

Показник	9 міс. 2003	9 міс. 2002	за 2002	2001	2000
Прибуток від реалізації	382 384,7	346 456,4	518 705,1	470 782,3	372 016,7
ПДВ	-50 014,5	-50 719,1	-73 106,3	-66 226,2	-50 090,9
Чистий прибуток від реалізації	332 370,2	295 737,3	445 598,8	404 556,1	320 925,8
Собівартість реалізованих робіт і послуг	-270 277,2	-236 718,1	-354 744,2	-333 909,1	-272 804,3
Валовий прибуток	62 093,0	59 009,2	90 854,6	70 647,0	49 121,5
Адміністративні витрати	-16 619,5	-13 308,6	-20 548,6	-14 134,5	-17 116,8
Витрати на збут	-25 514,0	-19 281,1	-28 325,6	-19 857,2	-11 624,3
Інші операційні доходи	5 445,2	4 371,3	6 212,3	5 732,3	510,0
Інші операційні витрати	-10 264,1	-9 286,0	-12 483,2	-6 671,7	-197,1
Операційний прибуток	15 140,6	21 514,8	35 709,5	35 775,9	20 693,3
Фінансові доходи	285,0	1 893,2	2 755,7	1 066,6	-
Фінансові витрати	-6 337,7	-4 537,3	-6 351,7	-5 852,1	-
Інші доходи	813,2	956,5	1 202,2	2 153,4	-
Інші витрати	-1 371,8	-944,3	-1 603,6	-1 533,8	-
Прибуток до оподаткування	8 529,3	18 882,9	31 712,1	31 550,0	20 693,3
Податок на прибуток	-1 676,0	-628,6	-2 393,4	-182,0	-51,4
Чистий прибуток	6 853,3	18 254,3	29 318,7	31 368,0	20 641,9

Фінансові результати діяльності компанії не враховують даних по Дніпропетровській кондитерській фабриці.

Протягом 2000 – 2002 років середньорічний темп зростання чистого виторгу компанії становив 117,9%. При цьому збільшення собівартості реалізованої продукції помітно відставало від зростання доходів. Як наслідок рентабельність за валовим прибутком компанії збільшилася з 15,3% у 2001 році до 20,4% у 2002.

Підвищення коефіцієнта покриття виплат за відсотками завдяки EBITDA у 2002 році відносно 2001 на тлі збільшення фінансових витрат за той самий період на 40% свідчить про значну спроможність ЗАТ «АВК» обслуговувати позиковий капітал. За підсумками 2002 року «Компанія «АВК» вийшла на перше місце серед кондитерських підприємств України за обсягом чистого прибутку (за даними рейтингу «Інвестиційної газети»). Чистий прибуток підприємства становить 29,3 млн грн. За розміром виторгу від реалізації продукції компанія зберегла місце в трійці лідерів.

Водночас збільшення темпів зростання собівартості реалізації відбулося на скороченні прибутковості компанії: норма валового прибутку знизилася порівняно з аналогічним періодом 2002 року з 20 до 18,7%. Причинами є підвищення цін на сировину і зміна маркетингової політики компанії. Переорієнтація на якіснішу продукцію преміум-класу збільшила витрати на сировину, причому це подорожчання у стратегічному розумінні не повністю відбулося в остаточній ціні виробів. Проте компанія планує істотно поліпшити показники прибутковості за підсумками 2003 року завдяки сезонному збільшенню в 4-му кварталі реалізації високорентабельної продукції.

Протягом останніх трьох років збільшення витрат на збут випереджало зростання чистого виторгу компанії. При цьому в 2001 році він був компенсований скороченням адміністративних витрат. За перші 9 місяців 2003 року частка адміністративних витрат і витрат на збут у чистому доході компанії досягла 12,7%, порівняно з 11% у 2002 році. Збільшення операційних витрат пов'язано зі створенням й обслуговуванням власної дистриб'юторської мережі, витратами на просування нових торговельних марок в умовах гострої конкуренції між провідними виробниками. Надалі зростатимуть витрати на рекламу власних торговельних марок, при

цьому частка адміністративних і маркетингових витрат у доході компанії буде поступово знижуватися.

Відповідно до Закону України «Про спеціальні економічні зони і спеціальний режим інвестиційної діяльності в Донецькій області» ЗАТ «АВК» має пільги на податок на прибуток у межах реалізації інвестиційних проектів.

Таблиця 6. Баланс ЗАТ «АВК» (актив), тис. грн

Показник	На 1 жовтня 2003	На 1 січня 2003	На 1 січня 2002	На 1 січня 2001
Оборотні активи	159 700,2	134 147,6	111 533,0	102 171,5
Гроші та грошові еквіваленти	2 651,5	2 916,3	1 798,6	331,0
Чиста дебіторська заборгованість за товари, послуги	50 580,0	43 981,8	35 984,7	27 779,4
Інша дебіторська заборгованість	37 860,4	31 333,4	24 913,5	36 129,8
Товарно-матеріальні запаси	68 559,1	55 906,5	48 507,8	36 391,2
Інші оборотні активи	49,2	9,6	328,4	1 540,1
Необоротні активи	166 511,2	127 311,1	111 883,9	47 417,0
Основні засоби і незавершене будівництво	107 306,6	95 859,2	85 041,8	25 264,3
Нематеріальні активи	10 594,2	10 122,2	10 110,1	10 121,3
Довгострокові інвестиції	35 199,8	13 526,0	13 526,0	10 417,9
Довгострокова дебіторська заборгованість	13 410,6	7 803,7	3 206,0	1 613,5
Витрати майбутніх періодів	2 708,2	20, 1	33,0	397,9
Усього	328 919,6	261 478,8	223 449,9	149 986,4

Щорічно, починаючи з 2000 року, активи компанії збільшувалися завдяки збільшенню росту як постійних, так і поточних активів, щорічний приріст яких становив 60 і 17% відповідно. Такий високий темп характерний для кондитерської промисловості в зв'язку з нарощуванням виробничих потужностей провідними підприємствами галузі у відповідь на збільшення місткості ринку кондитерської продукції. Протягом усього аналізованого періоду оборотні активи компанії перевищували сукупний розмір її короткострокової і довгострокової заборгованості. Незважаючи на збільшення позикових засобів, частка власного капіталу в активах компанії як і раніше перевищує 50%, що свідчить про її високу фінансову стійкість.

Оборотні активи компанії за вказані 3 роки збільшувалися із середньорічним темпом 116%, що відповідає темпам зростання її виторгу. При цьому структура оборотних активів залишалася майже незмінною. На частку дебіторської заборгованості припадає 55%, на частку товароматеріальних запасів – 43%, близько 2% – на грошові кошти.

Таблиця 7. Баланс ЗАТ «АВК» (пасив), тис. грн

Показник	На 1 жовтня 2003	На 1 січня 2003	На 1 січня 2002	На 1 січня 2001
Поточні зобов'язання	131 759,0	76275,1	68 141,9	46 646,4
Короткострокова заборгованість за кредитами банків	50 431,3	30 699,6	19 017,0	21 890,9
Видані векселі	4 000,0	-	-	-
Кредиторська заборгованість за товари і послуги	73 908,0	41 404,5	46 003,7	21 673,2
Інші зобов'язання	3 419,7	4 171,0	3 121,2	3 082,3
Довгострокові зобов'язання	18 649,9	14 146,6	17 626,8	-
Довгострокові фінансові зобов'язання	17 790,5	13 287,2	17 626,8	-
Відстрочені податкові зобов'язання	859,4	859,4	-	-
Забезпечення майбутніх витрат	348,6	1 307,1	741,2	286,2
Капітал	178 162,1	169 750,0	136 940,0	103 053,8
Усього	328 919,6	261 478,8	223 449,9	149 986,4

Збільшення оборотних активів відбувалося за рахунок зростання кредиторської заборгованості за товари і послуги та поточної заборгованості за кредитами банків, що у структурі поточних пасивів займають відповідно 59 і 38%.

Фактори ризику щодо даної фінансової інвестиції.

Задля формування об'єктивнішого бачення кола ризиків викладач пропонує роботу над визначенням найсуттєвіших з тих, що супроводжують розглядувану інвестицію. Обговорення протягом 5 хвилин триває в підгрупах. Далі доповідачі з кожної команди викладають висновки підгруп та аудиторія узагальнює їх. Підсумок цього етапу роботи над ситуаційною вправою може виглядати так:

«Здійснення інвестицій у корпоративні облигації пов'язано з певними ризиками, на деякі з яких варто звернути увагу. Тут представлені не всі ризики, що виникають або можуть з'явитися в майбутньому під час інвестування в облигації (наприклад, деякі ризики емітент не вважає істотними або не володіє інформацією про їхнє існування).

Кредитний ризик. Інвестиції в облигації пов'язані з ризиком невиконання емітентом зобов'язань зі своєчасного погашення номінальної вартості або виплати доходу, що може бути викликано низкою причин, у тому числі пов'язаних з операційною діяльністю емітента, зміною законодавства України. У випадку невиконання емітентом своїх зобов'язань власник облигацій може звернутися в суд для стягнен-

ня заборгованості з емітента. У разі прийняття судом позитивного рішення у встановленому законодавством порядку і без апеляції з боку емітента власник облігацій може звернутися у виконавчу службу для стягнення з емітента суми невиконаних зобов'язань.

Ринковий ризик. Інвестиції в облігації пов'язані з ризиком зміни ціни і ризиком неліквідного ринку. На формування ціни облігацій значною мірою впливають операційна діяльність емітента, його спроможність обслуговувати свої борги, рівень ринкових процентних ставок. Інвестор може виявитися в ситуації, коли поточна ціна на облігації буде нижче ціни їхнього придбання. Крім цього, у разі неліквідного ринку, коли ціни на покупку значно нижчі цін на продаж облігацій, навіть короткострокові інвестиції в облігації можуть призвести до значних збитків.

Ризики, пов'язані з операційною діяльністю. Операційна діяльність емітента піддається звичайним діловим ризикам, що властиві будь-якому іншому суб'єктові господарської діяльності, що веде бізнес в Україні.

Ризики, пов'язані з мінливістю законодавства. Україна має складне, нестабільне і найчастіше суперечливе законодавство. На рішення, прийняті керівництвом емітента, можуть негативно впливати такі фактори:

- можливі невідповідності між законами, указами Президента, постановами Кабінету Міністрів і міністерств, а також регулятивними актами місцевих виконавчих органів;
- накази, постанови, прийняті державними виконавчими органами, можуть не мати чіткої законодавчої або конституційної бази;
- існує імовірність адміністративного впливу при трактуванні визначених нормативних актів.»

Порядок оподаткування доходів, отриманих за облігаціями. Податок на прибуток юридичних осіб резидентів України. Власники облігацій самостійно визначають суму податку, що підлягає сплаті. Власник облігацій може одержувати доходи двох видів:

- процентний (при виплаті доходу);
- від операцій з торгівлі облігаціями (за рахунок зміни ціни облігацій).

Оподаткування доходів інвесторів – юридичних осіб регламентується Законом України «Про оподаткування при-

бутку підприємств». Відповідно до розділу 4 цього Закону відсотки, виплачені платнику податків (юридичній особі), відносяться таким платником податків до складу валових доходів періоду, протягом якого були здійснені або повинні бути здійснені виплати таких відсотків. Відповідно до пункту 1.10 статті 1 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» «відсотки – доход, що виплачується (нараховується) позичальником на користь кредитора у вигляді плати за використання залучених засобів або майна». Відсотки нараховуються у вигляді відсотків на основну суму заборгованості або фіксовані суми. У випадку, коли залучаються засоби шляхом продажу облігацій, казначейських зобов'язань або ощадних сертифікатів, емітованих позичальником, сума відсотків визначається нарахуванням відсотків на номінал такого цінного папера, виплатою фіксованої премії або виграшу або визначенням різниці між ціною розміщення і ціною погашення такого цінного папера (сума дисконту)».

Оподатковування доходів інвесторів від торгівлі облігаціями регламентується пунктом 7.6 статті 7 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств». Відповідно до цього пункту «у випадку, якщо протягом звітного періоду витрати, понесені (нараховані) платником податків у зв'язку з придбанням цінних паперів і деривативів, перевищують доходи, отримані від продажу (відчуження) цінних паперів і деривативів протягом такого звітного періоду, балансові збитки переносяться на зменшення доходів майбутніх періодів від таких операцій протягом термінів, визначених статтею 6 цього Закону.

У випадку, якщо протягом звітного періоду доходи, отримані (нараховані) платником податків у зв'язку з продажем (відчуженням) цінних паперів і деривативів, перевищують витрати, понесені (нараховані) платником податків у зв'язку з придбанням цінних паперів і деривативів протягом такого звітного періоду, збільшені на суму некомпенсованих балансових збитків від таких операцій минулих періодів, прибуток включається до складу валових доходів за результатами такого звітного періоду». При цьому варто нагадати, що «з метою оподатковування платник податків веде окремий облік фінансових результатів операцій з торгівлі цінними паперами і деривативами». Це означає, що у ра-

зі придбання облігацій витрати на таке придбання не відносяться безпосередньо до складу валових витрат інвестора. Так само доходи від продажу (погашення) облігацій не відносяться прямо до складу валових доходів інвестора. До складу валових доходів (витрат) відносяться тільки результати від повного циклу угоди купівлі-продажу облігацій (різниця між ціною продажу і ціною покупки облігацій конкретного випуску). Однак це твердження справедливе тільки для юридичних осіб, що не мають статусу торговця цінними паперами, устанавленого законодавством України. Для торговців цінними паперами до складу валових доходів (витрат) відноситься різниця між сумами всіх продажів і всіх придбань цінних паперів у відповідному періоді.

Якщо дисконтні або процентні облігації розміщуються на первинному ринку з дисконтом до номіналу, сума дисконту в інвестора відноситься до складу валового доходу в періоді. Це єдиний випадок, коли результат від операцій з облігаціями в інвестора відноситься прямо на валові доходи.

Податок на додану вартість (ПДВ). Відповідно до пункту 3.2.1 Закону України «Про податок на додану вартість» № 168 від 03.04.97 зі змінами і доповненнями, операції, пов'язані з торгівлею цінними паперами, не обкладаються податком на додану вартість.

Загальна інформація про емісію

Емітент	Товариство з обмеженою відповідальністю «Концерн «АВК»
Гарант	Закрите акціонерне товариство «АВК»
Провідний менеджер випуску	АКІБ «УкрСиббанк» (Договір про обслуговування розміщення і звертання цінних паперів № 7-12-і від 20.11.03)
Платіжний агент	ВАТ «МФС»
Загальний обсяг емісії	50 000 000 грн. Серія А – 25 000 000 грн. Серія В – 15 000 000 грн. Серія С – 10 000 000 грн
Номінал	1 000 грн
Дата випуску	Серія А – 22.12.03, серія В – 1.03.04, серія С – 1.03.04
Термін обертання	60 місяців: серія А – з 22.12.03 до 15.12.08, серія В – з 1.03.04 до 23.02.09, серія С – з 1.03.04 по 23.02.09
Купонний дохід	За першим - четвертим купонами серії А і В – 16% річних у гривнях, серії С – 11% річних у доларах США. Процентну ставку за іншими купонами встановлює емітент, але вона не може бути нижча за 3% річних у гривнях за серіями А і В, 3% річних у доларах США за серією С.
Купонний період	91 день
Додатковий дохід	Забезпечує збереження номінальної вартості облігацій серії С в доларовому еквіваленті від знецінювання
Період виплати додаткового купона	У разі погашення серії С
Достроковий викуп	Власники облігацій мають право пред'явити їх емітентові викупу відповідно до умов випуску

Забезпечення облигацій	Зобов'язання емітента з погашення і виплати купонів за облигаціями забезпечуються гарантією ЗАТ «АВК»
Реєстрація випуску в ДКЦПФР	Свідоцтво № 164/2/03, № 165/2/03, № 166/2/03 від 11.12.03
Тип облигацій	Іменні процентні
Депозитарій	ВАТ «МФС»
Обмеження на володіння	Жодних обмежень щодо володіння облигаціями немає. Власниками облигацій можуть бути фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти України

Порядок і умови випуску облигацій.

Первинне розміщення. Емітент доручає провідному менеджеру випуску облигацій АКІБ «УкрСиббанк», що діє на підставі Договору про обслуговування розміщення і звертання цінних паперів № 7-12-і від 20.11.03, ліцензії ГКЦБФР на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів «Діяльність з випуску і звертання цінних паперів» (серія АА № 241777 від 22.10.01) і доручення провести первинне розміщення облигацій.

Первинне розміщення облигацій Товариства з обмеженою відповідальністю «Концерн «АВК» проходить шляхом виведення договорів закупівлі-продажу облигацій з провідним менеджером випуску АКІБ «УкрСиббанк» за адресою: м. Харків, просп. Московський, 60, тел.: (044) 201-22-74, 201-22-54 у такі періоди:

- за серією А – з 22 грудня 2003 до 22 січня 2004 року або до дати продажу останньої облигації;
- за серіями В і С з 1 березня 2004 до 1 квітня 2004 року або до дати продажу останньої облигації відповідної серії.

Перед початком первинного розміщення облигацій АКІБ «УкрСиббанк». Відповідно до інформації про випуск облигацій, приймає Конкурентні заявки від потенційних інвесторів за адресою: м. Харків, просп. Московський, 60, тел.: (044) 201-22-74, 201-22-54. Зразок конкурентної заявки можна одержати на сайті АКІБ «УкрСиббанк» www.ukrsibbank.com. Приймання конкурентних заявок проводиться:

- за серією А з 15 грудня 2003 року до 17 годин 00 хвилин 19 грудня 2003 року;
- за серією В з 16 лютого 2004 року до 17 годин 00 хвилин 27 лютого 2004 року.

19 грудня 2003 року (за серією А) і 27 лютого 2004 року (за серіями В і С) на основі отриманих від потенційних інвесторів конкурентних заявок емітент визначає єдину придбут-

ковість первинного розміщення і ціну продажу облігацій, єдину для всіх інвесторів. На дату первинного розміщення (22.12.03 – за серією А і 1.03.04 – за серіями В і С) АКІБ «УкрСиббанк» від імені і за дорученням емітента повідомляє розмір єдиної прибутковості первинного розміщення і фактичну ціну продажу на дату випуску облігацій. Оголошення про розмір єдиної прибутковості розміщується в системі RХ press Reuters на інтернет-сайті АКІБ «УкрСиббанк» www.ukrsibbank.com.

Інвестори, умови конкурентних заявок яких задовольняють оголошену єдину прибутковість, зобов'язані здійснити покупку облігацій в обсязі, зазначеному в такій заявці. Якщо обсяг конкурентних пропозицій перевищує обсяг емісії, то конкурентні заявки з прибутковістю, нижчою оголошеної єдиної прибутковості, задовольняються в повному обсязі. Конкурентні заявки з прибутковістю, рівною оголошеній, задовольняються пропорційно серед обсягу облігацій, що залишився.

Ціну продажу облігацій у наступні дні первинного розміщення розраховують на умовах забезпечення єдиної прибутковості первинного розміщення облігацій і за формулою:

– для облігацій серій А і В:

$$\text{Ціна продажу} = \frac{N}{\left(1 + Y \times \frac{d}{365}\right)^{\left(3 + \frac{A}{d}\right)}} + \sum_{i=1}^4 \frac{C_i}{\left(1 + Y \times \frac{d}{365}\right)^{\left(i - 1 + \frac{A}{d}\right)}}$$

де N – номінал, 1000 грн;

C_i – купонний доход, що виплачується кожний квартал, $i=1..4$;

Y – єдина прибутковість первинного розміщення;

d – кількість днів у купонному періоді;

A – кількість днів з дати продажу до дати виплати купона;

– для облігацій серії С:

$$\text{Ціна продажу} = \left(\frac{\frac{N}{FX_0}}{\left(1 + Y \times \frac{d}{365}\right)^{\left(3 + \frac{A}{d}\right)}} + \sum_{i=1}^4 \frac{Rusd \times \frac{N}{FX_0} \times \frac{d}{365}}{\left(1 + Y \times \frac{d}{365}\right)^{\left(i - 1 + \frac{A}{d}\right)}} \right) \times FX,$$

де N – номінал, 1000 грн;

Y – єдина прибутковість первинного розміщення;

d – кількість днів у купонному періоді;

A – кількість днів з дати продажу до дати виплати купона;

FX_0 – офіційний курс USD/UAH на 1 березня 2004 року;

FX – офіційний курс USD/UAH на дату оплати облігацій, але не нижче FX_0 ;

$Rusd$ – гарантована валютна прибутковість в еквіваленті доларів США, що за першим-четвертим купонними періодами встановлюється в розмірі 11% річних.

Ціну продажу за облігаціями розраховують на день первинного розміщення.

Погашення облігацій і виплата доходу. Погашення облігацій і виплата за ними процентного доходу здійснюється в національній валюті України через уповноваженого платіжного агента (ВАТ «МФС») на підставі зведеного облікового реєстра, що надається депозитарієм за станом на дату виплати купонного доходу і погашення облігацій відповідної серії.

Для пред'явлення облігацій до погашення власники облігацій зобов'язані перевести належні їм облігації зі свого рахунку в цінних паперах на рахунок емітента в депозитарії МФС із 9.00 до 13.00 дати погашення облігацій відповідної серії. Виплата здійснюється за адресою: м. Донецьк, бульвар Шевченка, 4.

Якщо власник облігацій на дату погашення відповідної серії не перевів належні йому облігації зі свого рахунку в цінних паперах на рахунок емітента в депозитарії або якщо наданий депозитарієм обліковий реєстр не містить банківських реквізитів власника облігацій, за якими має бути здійснена оплата, то всі розрахунки за облігаціями виконує емітент на індивідуальні звернення власників облігацій. Відсотки за облігаціями за час, після дати закінчення погашення облігацій відповідної серії, не нараховуються і не виплачуються.

На підставі зведеного облікового реєстра депозитарію на дату виплати відсотків за облігаціями відповідної серії платіжний агент розраховує суми виплат для кожного власника і за рахунок коштів емітента перелічує належний їм процентний дохід на їхні поточні рахунки. Виплата відсотків здійснюється за адресою: м. Донецьк, бульвар Шевченка, 4.

Розрахунок виплат за облігаціями. Процентний дохід за облігаціями нараховується відповідно до тривалості купонних періодів. Кожний купонний період становить 91 день.

Для облігацій серій А і В: процентний дохід розраховують за формулою:

$$C_i = \frac{UAN\%_i}{100\%} \times FV \times \frac{91}{365},$$

де FV – номінальна вартість облігації 1000 грн;

C_i – розмір купонного платежу з першого по двадцятий купонний період, $i=1..20$;

$UAN\%_i$ – процентна ставка в гривнях, що за першим-четвертим купонними періодами встановлена в розмірі 16% річних, $i = 1..20$.

Таблиця 8. Дати виплат процентного доходу

Купонний період	Серія А	Серії В і С
1	22.03.04	31.05.04
2	21.06.04	30.08.04
3	20.09.04	29.11.04
4	20.12.04	28.02.05
5	21.03.05	30.05.05
6	20.06.05	29.08.05
7	19.09.05	28.11.05
8	19.12.05	27.02.06
9	20.03.06	29.05.06
10	19.06.06	28.08.06
11	18.09.06	27.11.06
12	18.12.06	26.02.07
13	19.03.07	28.05.07
14	18.06.07	27.08.07
15	17.09.07	26.11.07
16	17.12.07	25.02.08
17	17.03.08	26.05.08
18	16.06.08	25.08.08
19	15.09.08	24.11.08
20	15.12.08	23.02.09

Для облігацій серії С: процентний дохід розраховують за формулою:

$$C_i = \frac{USD\%_i}{100\%} \times FV \times \frac{FX_i}{FX_0} \times \frac{91}{365},$$

де FV – номінальна вартість облігації, 1000 грн;

C_i – розмір купонного платежу з цілком гарантованим валютним доходом, $i = 7..20$;

FX_0 – офіційний обмінний курс USD/UAH на 1 березня 2004 року;

FX_i – дорівнює найбільшому зі значень між офіційним обмінним курсом USD/UAH на дату виплати i -го процентного доходу й офіційним обмінним курсом USD/UAH на 1 березня 2004 року;

$USD\%_i$ – гарантована валютна прибутковість в еквіваленті доларів США, що по першому-четвертому купонних періодах облігацій встановлюється в розмірі 11% річних, $i=1.. 20$.

Додатковий доход (HEDGE), у випадку, якщо він більше нуля, забезпечує збереження номінальної вартості облігацій серії С у доларовому еквіваленті від знецінювання і виплачується під час погашення облігацій серії С:

$$HEDGE = FV \times \left(\frac{FX_{20}}{FX_0} \right) - 1,$$

де FV – номінальна вартість облігації, 1000 грн;

FX_0 – офіційний обмінний курс USD/UAH на 1 березня 2004 р.;

FX_{20} – офіційний обмінний курс USD/UAH на дату погашення облігацій.

Визначення процентної ставки для купонних періодів з п'ятого до двадцятого.

Процентну ставку за п'ятим – восьмим, дев'ятим – дванадцятим, тринадцятому – шістнадцятим, сімнадцятим – двадцятим купонами відповідної серії встановлює емітент виходячи з ринкової кон'юнктури, але не менше, ніж 3% річних у гривнях (за серіями А і В) і 3% річних в еквіваленті дол. США (за серією С).

Емітент зобов'язаний опублікувати нову процентну ставку або підтвердити незмінність попередніх ставок в офіційному виданні ДКЦПФР «Бюлетень. Цінні папери України».

Номінальна вартість облігацій виплачується власникам у разі погашення: за серією А – 15 грудня 2008 року; за серіями В і С 23 лютого 2009 року.

Достроковий викуп. За бажання, власник облігацій має право надати облігації емітентові для їхнього дострокового викупу.

Порядок дострокового викупу такий. Для проведення дострокового продажу власник облігацій або належним чином уповноважена їм особа (далі – Продавець) зобов'язаний надати АКІБ «УкрСиббанк» повідомлення про намір здійснити такий продаж. Таке повідомлення повинне містити ім'я продавця, прізвище, ім'я та по батькові уповноваженої особи із зазначенням документа, що підтверджує повноваження такої особи подавати це повідомлення, кількість облігацій, запропонованих до продажу, погодження з умовами дострокового продажу, викладене в зареєстрованій ДКЦПФР інформації про випуск облігацій, адреса і телефон продавця, і має бути підписаним уповноваженою особою.

Протягом п'яти робочих днів, що передують даті дострокового викупу, АКІБ «УкрСиббанк» від імені і за рахунок емітента укладає угоду закупівлі-продажу облігацій із продавцями, що належним чином подали повідомлення про достроковий продаж облігацій.

На дату дострокового викупу облігацій продавець переводить облігації, у кількості, що зазначена в повідомленні, на рахунок емітента в депозитарії ВАТ «МФС», після чого емітент протягом трьох робочих днів виплачує продавцеві грошові кошти відповідно до вимог чинного законодавства.

Ціна дострокового викупу. За Облігаціями серії А і В ціна дострокового викупу дорівнює номінальній вартості облігації (1000 грн).

За облігаціями серії С ціну дострокового викупу розраховують за формулою:

$$P = FX \times \left(\frac{FX_i}{FX_0} \right)$$

де P – ціна дострокового викупу;

FV – номінальна вартість облігації, 1000 грн;

FX_k – офіційний обмінний курс USD/UAH на дату виплати процентного доходу, $k = 4$, або 8, або 12, або 16;

FX_0 – офіційний обмінний курс USD/UAH на 1 березня 2004 року.

Викладач пропонує розрахувати (проаналізувати розраховані заздалегідь) показники ціни та доходу за облігаціями. (Приблизна тривалість – 5 хвилин.)

Різні команди отримують окремі завдання для розрахунку. Аудиторія вислуховує відповіді команд, обговорює їх та формулює остаточні рекомендації для страхової компанії.

Завдання I для команди 1: Ціна продажу за облігаціями серій А і В.

Завдання II для команди 2: Ціна продажу за облігаціями серії С.

Завдання III для команди 3: Процентний дохід за облігаціями серій А і В.

Завдання IV для команди 4: Процентний дохід за облігаціями серії С.

Завдання V для команди 5: Додатковий дохід (HEDGE) за облігаціями серії С.

Завдання VI для команди 6: Ціна дострокового викупу за облігаціями серії С.

На цьому етапі роботи із ситуаційною вправою головним завданням є визначення правильної системи оцінки та вибору інвестицій з наданням узагальнених практичних рекомендацій страховиківі.

Висновки. (Приблизна тривалість – 5 хвилин.) На завершення викладач має: акцентувати на багатоваріантності можливих вирішень цієї ситуації, наголосити на індивідуальному аналітичному підході до подібних ситуацій. Підсумкові рекомендації повинні мати практичний характер та охоплювати всі етапи роботи з визначення інвестиційної політики страховика, викладені у вправі.

Список літератури

1. *Аньшин В.М.* Инвестиционный анализ. – М.: Дело, 2002. – 280 с.
2. «Альфабанк» – www.alfabank.kiev.ua
3. *Архангельский В.М., Блинков В.М., Гуртов В. К., Грязнов Э. А.* Инвестиционный бизнес. – М.: Издательство РАГС, 2002 г.
4. *Бердникова Т. Б.* Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА – М, 2002. – 277 с.
5. *Беренс В.* Руководство по оценке эффективности инвестиций. – М.: Интерэксперт. ИНФРА-М, 1995. – 528 с.
6. *Бланк І. О., Гуляєва Н. М.* Інвестиційний менеджмент. Опорний конспект лекцій. – К.: КНТЕУ, 2001. – 104 с.
7. *Бланк І. О., Гуляєва Н. М.* Інвестиційний менеджмент: Підручник за загальною редакцією професора, д-ра екон. наук Мазараки А. А. – К.: КНТЕУ, 2003. – 370 с.
8. *Боди З., Кейн А., Маркус А. Дж.* Принципы инвестиций. – М.; СПб.; К.: Вильямс, 2002. – 984 с.

9. Бочаров В. В. Инвестиционный менеджмент: Учеб. пособие – СПб.: Питер, 2000. – 152 с.
10. Васильченко С. М. Теоретичні основи інвестування // Фінанси України. – 2001. – № 1. – С. 93 – 98.
11. Гільдія інвестиційних та фінансових аналітиків – www.gifa.ru
12. Гойко А. Ф. Методи оцінки ефективності інвестицій та пріоритетні напрями їх реалізації – К.: ВІРА-Р, 1999. – 320 с.
13. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку – www.ssmc.gov.ua
14. Інформаційне агентство «Фінмаркет» – www.finmarket.info
15. Игонина Л. Л. Инвестиции. – М.: Юристъ, 2002. – 480 с.
16. Корпорація «АВК» www.avk.ua
17. Огляд фінансових ринків – www.vedi.ru
18. Про оподаткування прибутку підприємств Закон України №283/97-ВР. – чинний від 22.05.97 (зі змінами і доповненнями).
19. Про податок на додану вартість. Закон України № 168. – чинний від 03.04.97 (зі змінами і доповненнями).
20. ПФТС www.istock.com.ua
21. Сплетухов Ю.А. Некоторые вопросы инвестиционной деятельности страховых организаций //Финансы. – № 8. – 1996. – с.37–39.
22. СК «Гарант – Лайф» www.garantlife.com.ua
23. УкрСиббанк – www.ukrsibbank.com.ua
24. Фінансовий аналітик-сервіс – www.fas.com.ua
25. Фінансова газета (Міжнародний фінансовий тижневик) www.fingazeta.ru
26. Ястремська О. М. Фінансове та реальне інвестування //Фінанси України. – 2002. – № 10. – С. 35.
27. Янов В. Цели и принципы регулирования инвестиционной деятельности страховых компаний //Страховое дело. – 2001. – № 5. – С. 13–16.
28. www.corporation.com.ua
29. www.cbonds.com.ua
30. www.ufs.com.ua

Додатки

Додаток 1

Баланс ЗАТ «АВК» (пасив та актив), тис. грн

Стаття	Код	01.10.2003	01.01.2003	01.01.2002	01.01.2001
1	2	3	4	5	6
АКТИВ					
I. Необоротні активи					
<i>Нематеріальні активи:</i>					
залишкова вартість	10	10 594,2	10 133,2	10 110,1	10 121,3
первинна вартість	11	10 686,4	10 196,6	10 156,0	10 141,9
Знос	12	-92,2	-74,4	-45,9	-20,6
Незавершене будівництво	20	5 948,0	5 236,5	3 749,8	5 998,6
Основні засоби:		-	-	85 041,8	25 264,3
залишкова вартість	30	101 358,6	90 622,7	81 292,0	19 265,7
первинна вартість	31	129 378,7	109 130,4	88 126,8	21 464,6
Знос	32	28 020,1	18 507,7	-6 834,8	-2 198,9
<i>Довгострокові фінансові інвестиції:</i>					
враховуються за методом участі в капіталі інших підприємств	40	-	-	-	-
інші фінансові інвестиції	45	35 199,8	13 526,0	13 526,0	10 417,9
Довгострокова дебіторська заборгованість	50	13 410,6	7803,7	3 206,0	1 613,5
Відстрочені податкові активи	60	-	-	-	-
Інші необоротні активи	70	-	-	-	-
Усього за розділом I	80	166 511,2	127 311,1	111 883,9	47 417,0
II. Оборотні активи					
<i>Запаси:</i>					
виробничі запаси	100	40 311,4	34 218,1	31 655,7	27 430,7
тварини на відгодівлі	110				
незавершене виробництво	120	1 916,9	1 811,1	1 492,8	1 638,4
готова продукція	130	25 762,1	19 789,1	15 351,2	7 305,0
Товари	140	568,7	88,2	8,1	17,1
Векселі отримані	150	-	-	-	-
<i>Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги:</i>					
чиста реалізаційна вартість	160	50 580,0	43 981,8	35 984,7	27 779,4
первинна вартість	161	50 580,0	43 981,8	35 984,7	27 779,4
резерв сумнівних боргів	162	-	-	-	-
<i>Дебіторська заборгованість за розрахунками:</i>					
з бюджетом	170	10 567,9	13 248,4	12 279,8	8 878,2
за виданими авансами	180	-	-	-	-
з нарахованих доходів	190	-	-	-	-
за внутрішніми розрахунками	200	-	-	-	-
Інша поточна дебіторська заборгованість	210	27 292,5	18 085,0	12 633,7	27 251,6



Продовження дод. 1

1	2	3	4	5	6
Поточні фінансові інвестиції	220	-	-	-	-
Грошові кошти та їхній еквівалент:		-	-	1 798,6	-
у національній валюті	230	2 296,1	2 690,9	1 789,1	326
в іноземній валюті	240	355,4	225,4	9,5	5
Інші оборотні активи	250	49,2	9,6	328,4	1 540,1
<i>Усього за розділом II</i>	260	159 700,2	134 147,6	111 533,0	102 171,5
III. Витрати майбутніх періодів	270	2 708,2	20,1	33,0	397,9
БАЛАНС	280	328 919,6	261 487,8	223 449,9	149 986,4
ПАСИВ					
I. Власний капітал					
Статутний фонд	300	37 810,9	37 810,9	37 810,9	37 810,9
Пайовий капітал	310	-	-	-	-
Додатковий капітал	320	30 314,6	30 314,6	30 789,2	30 791,5
Інший додатковий капітал	330	98 777,9	97 219,1	65 400,5	33 080,4
Резервний капітал	340	4 405,4	4 405,4	2 939,4	1 371,0
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	350	6 853,3	-	-	-
Неоплачений капітал	360	-	-	-	-
Вилучений капітал	370	-	-	-	-
<i>Усього за розділом I</i>	380	178 162,1	169 750,0	136 940,0	103 053,8
II. Забезпечення майбутніх витрат і платежів					
Забезпечення виплат персоналові	400	348,6	1 307,1	741,2	286,2
Інші забезпечення	410	-	-	-	-
Цільове фінансування	420	-	-	-	-
<i>Усього за розділом II</i>	430	348,6	1 307,1	741,2	286,2
III. Довгострокові зобов'язання					
Довгострокові кредити банків	440	8 790,5	4 287,2	17 626,8	-
Інші довгострокові фінансові зобов'язання	450	9 000,0	9 000,0	-	-
Відстрочені податкові зобов'язання	460	859,4	859,4	-	-
Інші довгострокові зобов'язання	470	-	-	-	-
<i>Усього за розділом III</i>	480	18 649,9	14 146,6	17 626,8	-
IV. Поточні зобов'язання					
Короткострокові кредити банків	500	50 431,3	30 699,6	19 017,0	21 890,9
Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями	510	-	-	-	-
Векселі видані	520	4 000,0	-	-	-
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	530	73 908,0	41 404,5	46 003,7	21 673,2

Продовження дод. 1

1	2	3	4	5	6
<i>Поточні зобов'язання за розрахунками:</i>					
за отриманими авансами	540	142,6	57,4	217,8	87,6
з бюджетом	550	159,1	1 031,8	312,3	53,8
з позабюджетними фондами	560	1 187,9	1 187,9	1 187,9	1 187,9
за страхуванням	570	304,0	310,4	187,3	134,9
за оплатою праці	580	682,0	583,0	151,2	201,4
з учасниками	590	-	-	-	-
за внутрішніми розрахунками	600	-	-	-	-
Інші поточні зобов'язання	610	944,1	1 000,5	1 064,7	1 416,7
<i>Усього за розділом IV</i>	<i>620</i>	<i>131 759,0</i>	<i>76 275,1</i>	<i>68 141,9</i>	<i>46 646,4</i>
V. Доходи майбутніх періодів	630	-	-	-	-
БАЛАНС	640	328 919,6	261 478,8	223 449,9	149 986,4

Додаток 2

Звіт про фінансові результати ЗАТ «АВК», тис. грн

Стаття	Код	9 міс 2003	2002	2001	2000
Валовий дохід	10	382 384,7	518 705,1	470 782,3	372 016,7
ПДВ	15	-50 014,5	-73 106,3	-66 226,2	-50 090,9
Акцизи	20	—	—	—	—
Інші відрахування	30	—	—	—	—
Чистий дохід від реалізації	35	332 370,2	445 598,8	404 556,1	321 925,8
Собівартість реалізованих робіт і послуг	40	-270 277,2	-354 744,2	-333 909,1	-272 804,3
Валова прибуток	50	62 093,0	90 854,6	70 647,0	49 121,5
збиток	55	—	—	—	—
Інші операційні доходи	60	5 445,2	6 212,3	5 732,3	510,0
Адміністративні витрати	70	-16 619,5	-20 548,6	-14 134,5	-17 116,8
Витрати на збут продукції	80	-25 514,0	-28 325,6	-19 857,2	-11 624,3
Інші операційні витрати	90	-10 264,1	-12 483,2	-6 671,7	-197,1
Результат від операційної діяльності		—	—	—	—
прибуток	100	15 140,6	35 709,5	35 715,9	20 693,3
збиток	105	—	—	—	—
Доход від участі в капіталі	110	—	—	—	—
Фінансові доходи	120	285,0	2 755,7	1 066,6	—
Інші доходи	130	813,2	1 202,2	2 153,4	—
Фінансові витрати	140	-6 337,7	-6 351,7	-5 852,1	—
Втрати від участі в капіталі	150	—	—	—	—
Інші витрати	160	-1 371,8	-160,6	-1 533,8	—
Прибуток до оподаткування		—	—	—	—
прибуток	170	8 529,3	31 712,1	31 550,0	20 693,3
збиток	175	—	—	—	—
Податок на прибуток	180	-1 676,0	-2 393,4	-182,0	-51,4
Прибуток від звичайної діяльності		—	—	—	—
прибуток	190	6 853,3	29 318,7	31 368,0	20 641,9
збиток	195	—	—	—	—
Надзвичайні		—	—	—	—
прибуток		—	—	—	—
збиток		—	—	—	—
Податки з надзвичайного прибутку		—	—	—	—
Чиста		—	—	—	—
прибуток	220	6 853,3	29 318,7	31 368,0	20 641,9
збиток	225	—	—	—	—
<i>Структура операційних витрат ЗАТ «АВК», тис. грн</i>					
Матеріальні витрати	230	222 047,5	284 435,5	277 497,5	223 589,2
Витрати на оплату праці	240	9 044,0	10 477,3	7 054,1	4 405,8
Відрахування на персонал і соціальні заходи	250	3 199,8	3 789,0	2 631,1	1 548,6
Амортизація	260	8 173,5	7 426,4	2 819,3	1 965,9
Інші витрати	270	75 001,2	110 997,0	91 314,1	66 881,7
Усього	280	317 466,0	417 125,2	381 316,1	298 391,2

Звіт про рух грошових коштів ЗАТ «АВК», тис. грн

Стаття	Код	2002 р.		2001 р.	
		Надходження	Виплати	Надходження	Виплати
1	2	3	4	5	6
I. Рух грошових коштів від операційної діяльності					
Прибуток (збиток) від звичайної діяльності до оподаткування	010		31 712,1		31 550,0
Коректування на					
– амортизацію необоротних активів	020		7 426,4		2 819,3
– збільшення (зменшення) забезпечення	030		565,9		455,0
– збиток (прибуток) від нереалізованих курсових різниць	040		47,5		19,2
– збиток (прибуток) від неопераційної діяльності	050			3 997,4	1 226,2
Витрати на сплату відсотків	060		6 351,7		5 392,1
Прибуток (збиток) від операційної діяльності до зміни в чистих оборотних активах	070		42 106,2		39 009,4
Зменшення (збільшення)					
– оборотних активів	080			23 889,4	19 947,4
– витрат майбутніх періодів	090		12,9		364,9
Збільшення (зменшення)					
– поточних зобов'язань	100		2 057,2		24 352,4
– доходів майбутніх періодів	110				
Грошові кошти від операційної діяльності	120		20 286,9		43 779,3
Сплачені					
– відсотки	130			9 419,6	5448,0
– податок на прибуток	140				
Чистий рух коштів до незвичайних подій	150		13 867,3		38 331,3
Рух коштів від незвичайних подій	160				
Чистий рух коштів від операційної діяльності	170		13 867,3		38 331,3
Реалізація:					
– фінансових інвестицій	180				
– необоротних активів	190		200,2		
– майнових комплексів	200				
Отримані					
– відсотки	210		40,8		
– дивіденди	220				
Інші надходження	230				
Придбання:					
– фінансових інвестицій	240				
– необоротних активів	250			19 198,4	35 980,6
– майнових комплексів	260				15 616,8
Інші платежі	270			1 087,7	
Чистий рух коштів до незвичайних подій	280			20 045,1	51 597,4



Продовження дод. 3

1	2	3	4	5	6
Рух коштів від незвичайних подій	370				
Чистий рух коштів від фінансової діяльності	390		7 343,0	14 752,9	
Чистий рух коштів за звітний період	400		1 165,2	1 486,8	
Залишок засобів на початок року	410		1 798,6	331,0	
Вплив зміни валютних курсів на залишок засобів		420	47,5		19,2
Залишок засобів на кінець року		430	2 916,3	1 798,6	

Уяна Медуха, Віктор Тринчук, Валентин Глибокий

Інвестиції в шоколадні замки

В основу ситуаційної вправи покладено реальну сучасну проблему вітчизняного виробничого підприємства – корпорації «Рошен», пов'язану з інвестиційною діяльністю: пошуком можливих напрямів, підбором ефективних інвестиційних об'єктів, професійним аналізом інвестиційного ринку.

Потребує вирішення питання вдалого вибору стратегії компанії щодо інвестиційної діяльності.

У ході роботи над вправою вирішуватимуться такі практичні завдання:

1. Зазначення найбільш перспективних об'єктів реального інвестування у кондитерській галузі.
2. Аналіз ефективності інвестиційного проекту.
3. Уміння довести правильність власного вибору за допомогою аналізу та розрахунків.

Проблеми інвестиційної діяльності є доволі актуальними для більшості вітчизняних виробничих підприємств, що викликано процесами економічного зростання виробничого сегменту ринку України, підвищенням конкуренції з боку іноземних виробників.

Роботу над аналізом цієї проблеми слід розпочати з дослідження загальних теоретичних питань:

1. Інвестиційна привабливість кондитерської галузі в Україні:
 - загальна динаміка виробництва кондитерської продукції в Україні;
 - виробництво цукерок, карамелі, шоколаду та шоколадних виробів, печива, вафель, мармеладу, тортів.
2. Реальні інвестиції та їх класифікація.
3. Поняття інвестиційного проекту та його оцінення.
4. Основні завдання, які потребують вирішення під час оцінення ефективності інвестиційних проектів.
5. Методи та показники оцінки ефективності інвестиційних проектів:
 - основні методи оцінки ефективності інвестиційних проектів;
 - приведена вартість (PV);
 - чиста приведена вартість (NPV);

- період окупності (РВР);
- внутрішня норма прибутковості (IRR);
- індекс рентабельності (PI);
- розрахування показників ліквідності й рентабельності;
- фактори, вплив яких можна виміряти лише частково;
- оцінення впливу якісних факторів.

Після з'ясування загальних теоретичних питань необхідно перейти до розгляду та аналізу інформації, що безпосередньо характеризує конкретну ситуацію.

6. Позиції корпорації «Рошен» на українському ринку кондитерських виробів.

7. Аналіз фінансово-господарського стану та стратегій розвитку корпорації.

8. Ознайомлення з загальною інформацією про об'єкт інвестування – обладнання фірми Polin.

9. Оцінення об'єкту реального інвестування.

Для заключного обговорення та аналізу ситуації в цілому варто знайти відповіді на такі питання:

1. Основні етапи процесу оцінення реального інвестиційного об'єкту.
2. Заходи керівництва та менеджерів корпорації на кожному з етапів, визначених у попередньому питанні.
3. Дії компанії після прийняття інвестиційного проекту.

Комплекс поставлених у ситуаційній вправі проблем стосується актуальних аспектів інвестиційної діяльності корпорації «Рошен», і вимагає від студентів попереднього опрацювання теоретичного матеріалу та серйозної роботи над текстом вправи.

Доречно зазначити, що послідовність розв'язання і зміст завдань на кожному з етапів коригує викладач, обов'язок якого – заохочувати до активної участі студентів в обговоренні, відстоюванні власних ідей.

Під час обговорення студенти можуть висловлювати різні пропозиції щодо питань, які безпосередньо не підтверджуються окремими фактами з тексту, тому всі твердження матимуть гіпотетичний характер.

Вправа лише моделює процес прийняття управлінських рішень, необхідно зважити на неможливість подання повної інформації про корпорацію «Рошен» та об'єкти інвестицій.

Варто сприяти формуванню у студентів творчого підходу, вмінь та навичок самостійної роботи щодо пошуку додаткових джерел інформації в періодичній пресі та інтернеті.

Мета ситуаційної вправи

Метою використання цієї ситуаційної вправи є закріплення вивченого студентами теоретичного матеріалу й засвоєння ними знань, набуття практичних навичок щодо проведення інвестиційного аналізу та вдалого вибору стратегії інвестування, зокрема можливого вкладення коштів у купівлю обладнання.

У результаті виконання вправи студенти мають засвоїти: завдання та цілі інвестування у реальні об'єкти; суб'єкти та об'єкти інвестування; оцінку ефективності та ризику реальних інвестиційних проєктів (ІП), управління реальними інвестиціями підприємства, різноманітні види ефективності ІП, принципи оцінки ефективності ІП, методи оцінки ефективності ІП, показники ефективності ІП, правила прийняття інвестиційного рішення про ІП. Виконавши вправу, студенти вмітимуть: визначати суспільну, комерційну, бюджетну ефективність ІП, використовувати прості та дисконтовані методи оцінки ефективності ІП, визначати різноманітні показники ефективності ІП, застосовувати правила прийняття рішення щодо ІП з обов'язковим набуттям навичок розрахунків приведеної, чистої приведеної вартості, терміну окупності, індекса рентабельності, внутрішньої норми дохідності ІП.

У зв'язку з цим слід акцентувати увагу на теоретичних та практичних аспектах розвитку інвестиційної діяльності в Україні. Проаналізувати роботу вітчизняних виробничих підприємств щодо питань управління реальними інвестиціями.

Використання ситуаційної вправи

Цю вправу призначено для вивчення питань з курсу «Інвестиційний менеджмент» у межах теми «Управління реальними інвестиціями підприємства» на рівні підготовки спеціалістів та магістрів напряму «Економіка та підприємництво» спеціальності «Фінанси».

Ситуація є ілюстративною до зазначеної теми і спонукає студентів брати активну участь в обговоренні актуальних питань реальної інвестиційної політики виробника, зокрема щодо правильної оцінки об'єкта реального інвестування.

Розгляду ситуаційної вправи в аудиторії передують лекції та індивідуальні консультації викладача щодо роботи над нею.

Вправа має міждисциплінарні зв'язки і передбачає вивчення студентами відповідних курсів: «Основи менеджменту», «Фінанси підприємств», «Економіка підприємств», «Фінансовий ринок», «Фінансовий аналіз», «Менеджмент підприємств», «Бухгалтерський облік».

Необхідні матеріали та обладнання

Для роботи над вправою потрібні копії її тексту, копії розкладу обговорення вправи; дошка або фліп-чарт, крейда, папір, маркери.

Запитання для обговорення

1. Розкрийте загальну динаміку виробництва кондитерської продукції в Україні.
2. Як розвиваються підгалузі українського ринку кондитерських виробів?
3. Дайте визначення реальних інвестицій та визначте їх класифікацію.
4. Визначте поняття інвестиційного проекту.
5. У чому полягають принципи оцінки інвестиційного проекту?
6. Які існують види ефективності інвестиційних проектів?
7. Які завдання потребують вирішення під час оцінки ефективності інвестиційних проектів?
8. Які використовують методи оцінки ефективності інвестиційних проектів?
9. Що показує приведена вартість (PV)?
10. Чим чиста приведена вартість (NPV) відрізняється від PV?
11. Що характеризує період окупності (PBP)?
12. Навіщо розраховують внутрішню норму прибутковості (IRR)?
13. Що показує індекс рентабельності (PI)?
14. У чому полягає оцінка впливу якісних факторів на ефективність ІІІ?

Орієнтовний план і розклад обговорення

Обговорення цієї ситуаційної вправи триває 2 академічні години за умови проведення вступної частини на попередньому занятті та виконання самостійних (позааудиторних) завдань кожним студентом.

Викладач за потреби консулює студентів щодо самостійної роботи та підбору літературних джерел.

Завдання для самостійного виконання та підготовчі заходи:

- Індивідуальне вивчення студентами тексту ситуації.
- Довільний розподіл студентів на 5-6 підгруп (команд) по 3–5 осіб залежно від загальної кількості студентів у групі.
- Підготовка кожної команди до творчого завдання, що буде виконуватися в аудиторії. Представники з кожної команди готують коротку (3–5 хвилин) доповідь на одну з таких тем:
 - Загальна динаміка виробництва кондитерської продукції в Україні:
 - цукерок;
 - карамелі;
 - шоколаду та шоколадних виробів;
 - печива;
 - вафель;
 - мармеладу;
 - тортів.
 - Реальні інвестиції та їх класифікація.
 - Поняття інвестиційного проекту.
 - Життєвий цикл інвестиційного проекту.
 - Принципи оцінки інвестиційного проекту.
 - Види ефективності інвестиційних проектів.
 - Загальна схема оцінки ефективності ІІІ.
 - Основні задачі, що потребують вирішення під час оцінення ефективності інвестиційних проектів.
 - Основні методи оцінки ефективності інвестиційних проектів.
 - Приведена вартість (PV).
 - Чиста приведена вартість (NPV).
 - Термін окупності (PBP).
 - Внутрішня норма прибутковості (IRR).
 - Індекс рентабельності (PI).
 - Розрахування показників ліквідності й рентабельності.
 - Фактори, вплив яких можна виміряти лише частково.
 - Оцінення впливу якісних факторів.
 - Кондитерське устаткування концерну Polin.
- Попереднє обміркування вправи студентами. Рекомендується занотувати ключові проблеми та відокремити можливі розв'язки кожної проблеми. Викладач повинен наголосити на тому, що будь-яка точка зору має бути обґрунтованою.
- Проведення фінансового аналізу ЗАТ «Київська кондитерська фабрика імені Карла Маркса», ВАТ «Вінницька

кондитерська фабрика», ЗАТ «Маріупольська кондитерська фабрика», ЗАТ «Кременчуцька кондитерська фабрика», використовуючи їхню фінансову звітність (форми 1, 2, 3, 4) за останні 2 роки.

Для цього слід переглянути матеріал у підручниках [6, 7] та повторити лекційний матеріал з курсу «Інвестиційний менеджмент» до теми «Логіко-математичний інструментарій інвестиційного менеджменту».

Згадати також лекційний матеріал з курсів «Фінанси підприємства», «Фінансовий аналіз», «Теорія економічного аналізу» щодо методики аналізу фінансового стану підприємства з курсу «Інвестиційний менеджмент», що стосується теми цієї вправи.

– Опрацювання рекомендованої літератури.

– Підготовче слово викладача:

- треба звернути увагу студентів на те, що ситуаційну вправу розроблено на основі реальних даних про корпорацію «Рошен», що дійсно існує на ринку України, тому важливим є пошук прикладних шляхів розв'язання зазначеної проблеми;

- викладач надає інформацію про графік роботи над вправою, консультації щодо самостійної підготовчої роботи;

- варто також попередньо розподілити ролі у кожній команді: призначити капітана команди, доповідача, асистента доповідача, що буде фіксувати та демонструвати на дошці або фліп-чарті ключові моменти обговорення та виступів.

Проведення заняття. Один зі студентів стисло нагадує зміст вправи, зупиняючись на основних моментах. (Приблизна тривалість – 5 хвилин.)

Викладач повинен контролювати, щоб доповідь стосувалася лише фактичних даних, без власних емоцій та оцінки оратора.

Після розповіді викладач надає можливість іншим учасникам доповнити. Усі зауваження мають стосуватися лише фактичного боку ситуації.

Результатом роботи на цьому етапі має бути чітке визначення проблем, що потребують вирішення.

Студенти обмірковують інвестиційну привабливість кондитерської галузі в Україні, пропонують її галузеву структуру. (Приблизна тривалість – 10 хвилин.)

Інвестиційна привабливість галузі	
max	Пріоритетність досить висока Достатньо висока
середня	
min	Нижче середньої Низька інвестиційна привабливість

Учасники обговорення вправи надають результати детального дослідження ринку кондитерського виробництва України. (Приблизна тривалість – 25 хвилин.)

Із метою активізації роботи в аудиторії доцільно розбити такий аналіз на кілька складових частин. Почергово кожна команда характеризує інвестиційну привабливість шоколадної підгалузі, виробництва печива, цукерок, бісквітів, глазури, карамелі, вафель, мармеладу, тортів та іншого асортименту за вибором. Вибір виробництва печива обов'язковий для однієї з команд. Представники кожної команди для презентування результатів своєї роботи, графіків, схем, підготованих вдома, мають по 5 хвилин, на дискусію відводиться 2–3 хвилини, і так за кожним з обраних напрямів. Викладач оцінює рівень обізнаності в економічних проблемах галузі, вміння висловлюватися, подавати інформацію, зацікавлювати слухачів.

Можливі такі варіанти відповідей.

– Динаміка виробництва кондитерської продукції в Україні.

Після спаду виробництва кондитерських виробів у 1991–1996 роках, коли виробництво скоротилося з 1 млн тонн у 1990 році до 0,3 млн тонн у 1996, в Україні спостерігається стабільне зростання виробництва. Починаючи з 1997 до 2002 року, середньорічні темпи зростання виробництва в кондитерській промисловості становили 17%. Процес приватизації обумовив появу більш ефективних власників підприємств, орієнтованих на встановлення сучасних ліній, підвищення якості продукції і розширення асортименту кондитерських виробів. Найбільші темпи зростання виробництва спостерігалися в 1999–2000 роках, коли обсяг виробництва кондитерської продукції досягав 30% за рік, що пере-

важно було пов'язано з поживленням експорту кондитерських виробів, зокрема карамелі в Росію.

За підсумками 9 місяців 2003 року в натуральному вираженні загальний обсяг виробництва кондитерської продукції в Україні становив 579,6 тис. тонн виробів, що на 12,3% вище аналогічного показника 2002 року. За останні кілька років структура споживання кондитерських виробів в Україні не зазнавала значних змін. Найбільш популярними кондитерськими виробами в Україні за підсумками 9 місяців 2003 року залишаються печиво (40,6% від загального обсягу споживання), цукерки (19,5%) і карамель (13,3%).

Виробничі потужності підприємств кондитерської галузі України оцінюють на рівні 1,09 млн тонн за рік (табл. 1). Коefіцієнт використання потужностей кондитерських підприємств в Україні в середньому зріс з 47,5% у 1999 році до 70% за даними на 1 січня 2003 року. Потужності підприємств, особливо тих, чия продукція активно експортується, використовуються майже зі 100-відсотковою віддачею.

Кондитерська галузь в Україні характеризується високим ступенем концентрації. За підсумками поточного року, на частку трійки найбільших підприємств кондитерської промисловості припадає 44,9% від загального обсягу виробництва кондитерських виробів у тоннах.

Таблиця 1. Найбільші виробники кондитерських виробів в Україні, т (за даними Держкомстату)

Виробник	9 міс. 2002	9 міс. 2003	Відношення обсягів 9 міс. 2002/ 9 міс. 2003, %	Частка, за 9 міс. 2002, %	Частка, за 9 міс. 2003, %
Корпорація «Рошен»	121 699	134 223	10,3	23,6	23,2
ЗАТ «АВК»*	51 395	65 750	27,8	10,0	11,3
ЗАТ ПО «Київ-Конті»	46 971	60 010	27,8	9,1	10,4
ЗАТ «Харківська БФ»	25 635	27 979	9,1	5,0	4,8
ТПФ «Світоч»	28 673	24 991	-12,8	5,6	4,3
ООО «Черкаська БФ»	19 238	23 038	19,8	3,7	4,0
АТ «Полтавакондитер»	15 937	21 432	34,5	3,1	3,7
ЗАТ «Житомирські Ласощі»	14 281	18 426	29,0	2,8	3,2
АТ «Одеса»	13 803	18 333	32,8	2,7	3,2
«Крафт Фудз Україна»	14 915	14 806	-0,7	2,9	2,6
Усього в галузі	516 003	579 574	12,3	100	100

* Дані з обсягів виробництва ЗАТ «АВК» включають обсяги виробництва Дніпропетровської кондитерської фабрики за квітень-вересень 2003 року, якщо в тексті не зазначено інше.

Один з найперспективніших напрямів розвитку кондитерської галузі – виробництво цукерок, що переважно відносяться до продукції з високою додатковою вартістю (табл. 2). За підсумками 9 місяців 2003 року на частку виробництва цукерок у структурі виробництва кондитерських виробів в Україні припадає 17,7%. Загальний обсяг виробництва цукерок за цей період збільшився на 5,6% до 102,5 тис. тонн. При цьому слід зазначити, що зростання ріст виробництва відбулося за рахунок збільшення обсягів виробництва глазурованих шоколадом цукерок.

Таблиця 2. Найбільші виробники цукерок в Україні, т (за даними Держкомстату)

Виробник	9 міс. 2002	9 міс. 2003	Відношення обсягів 9 міс. 2002/ 9 міс. 2003, %	Частка, за 9 міс. 2002, %	Частка, 9 міс. 2003, %
Корпорація «Рошен»	30 306	27 245	-10,1	31,2	26,6
ЗАТ «АВК»*	15 335	22 019	43,6	15,8	21,5
ТПФ «Світоч»	8 134	7 692	-5,4	8,4	7,5
АТ «Полтавакондитер»	6 597	7 169	8,7	6,8	7,0
ЗАТ ПО «Київ-Конті»	4 695	6 374	35,8	4,8	6,2
ЗАТ «Житомирські Ласощі»	3 762	6 029	60,3	3,9	5,9
АТ Харківська БФ	3 608	3 776	4,7	3,7	3,7
АТ «Одеса»	3 415	3 759	10,1	3,5	3,7
ВАТ «Запорізька КФ»	2 633	3 128	18,8	2,7	3,1
Усього в галузі	97 060	102 522	5,6	100	100

* Дані з обсягів виробництва ЗАТ «АВК» включають обсяги виробництва Дніпропетровської кондитерської фабрики за квітень-вересень 2003 року, якщо в тексті не зазначено інше

Ще одним перспективним видом виробництва є виробництво карамелі. На частку виробництва карамелі припадає 25,1% у структурі виробництва кондитерських виробів в Україні. За результатами 9 місяців 2003 року обсяг виробництва карамелі в Україні становив 145,5 тис. тонн (табл. 3).

Слід зазначити, що виробництво кондитерських виробів відрізняється сезонністю з мінімальним виробництвом у літні місяці і максимальним – у грудні, у період передноворічного розпродажу. Найбільша амплітуда в обсягах виробництва спостерігається у виробництві цукерок, найменша – у виробництві печива. Незважаючи на загальну динаміку, різні групи кондитерських виробів протягом року мають свої яскраво виражені точки екстремума. Наприклад, квітень є мі-

Таблиця 3. Найбільші виробники карамелі в Україні, т
(за даними Держкомстату)

Виробник	9 міс. 2002	9 міс. 2003	Відношення обсягів 9 міс. 2002/ 9 міс. 2003, %	Частка, за 9 міс. 2002, %	Частка, 9 міс. 2003, %
Корпорація «Рошен»	53 185	68 574	28,9	42,1	47,1
ЗАТ «АВК»*	13 119	17 530	33,6	10,4	12,0
ЗАТ ПО «Київ-Конті»	9 571	12 314	28,7	7,6	8,5
АТ «Одеса»	6 095	9 286	52,4	4,8	6,4
ВАТ «Ровенська КФ»	6 393	6 160	-3,6	5,1	4,2
ЗАТ «Харківська БФ»	6 935	6 330	-8,7	5,5	4,3
АТ «Полтавакондитер»	4 202	5 306	26,3	3,3	3,6
ЗАТ «Житомирські Ласощі»	3 046	4 157	36,5	2,4	2,9
АТ «Херсонська КФ»	2 610	2 331	-10,7	2,1	1,6
Усього в галузі	126 208	145 522	15,3	100	100

* Дані з обсягів виробництва ЗАТ «АВК» включають обсяги виробництва Дніпропетровської кондитерської фабрики за квітень-вересень 2003 року, якщо в тексті не зазначено інше.

сяцем локального максимуму у виробництві карамелі і печива, а виробництво в червні мінімальне майже у всіх групах кондитерських виробів.

– Основні тенденції на ринку кондитерських виробів.

На сьогодні тенденції на ринку кондитерських виробів визначає висока конкуренція, що спостерігається серед підприємств першої десятки. Одна з основних тенденцій на ринку – нарощування виробничих потужностей як введенням нових, так і придбанням уже існуючих підприємств. Гідним прикладом використання обох стратегій з нарощування виробничих потужностей є кондитерська компанія ЗАТ «АВК», на рахунок якої не тільки придбання контрольного пакета акцій Дніпропетровської кондитерської фабрики, але і введення в дію нових ліній з виробництва кондитерських виробів. За прогнозами ЗАТ «АВК», придбання контрольного пакета акцій Дніпропетровської кондитерської фабрики дозволить випускати понад 100 тис. тонн кондитерської продукції, а частка виробництва компанії збільшиться з 9,7% за показниками 2002 року до 14,2% на кінець 2003 року.

Серед основних тенденцій у виробничій сфері можна виділити такі, як збільшення асортименту продукції, що випускається, і ускладнення процесу виготовлення кондитерських виробів, відповідно, з вищою доданою вартістю, що

викликано високою конкуренцією серед основних виробників кондитерської продукції.

– Експорт–імпорт кондитерської продукції в Україні.

У 2003 році відновилося зростання експорту кондитерських виробів з України після спаду в 2002 році, коли експорт кондитерської продукції знизився на 9,4% порівняно з 2001 роком. За підсумками 9 місяців 2003 року експорт кондитерських виробів збільшився на 20% порівняно з аналогічним показником 2002 року і становив 172,3 тис. тонн або 29,7% від загального обсягу виробництва України.

Спад експорту в 2002 році був обумовлений значним зменшенням експорту в Росію у зв'язку з введенням Росією 20% ПДВ на імпорт і 21% мита на українську карамель. Однак тенденція розширення ринків збуту кондитерської продукції, що намітилася останніми роками, дозволила компенсувати зниження експорту в Росію. При цьому, крім Росії, основними імпортерами українських кондитерських виробів за останні три роки стали Казахстан, Азербайджан і республіка Молдова. Диверсифікованість експортних поставок, з одного боку, дозволила скоротити залежність від Росії, а з другого – заклала нові можливості для збільшення поставок кондитерських виробів у країни СНД. За останні два роки середньорічне зростання експорту в країни ближнього і далекого зарубіжжя, за винятком Росії, склало близько 120%. За підсумками 9 місяців 2003 року частка Росії в структурі українського експорту знизилася з 69,6 до 57,5% порівняно з аналогічним періодом 2002 року. У 2000 році на Росію припадало 93,6%.

Слід зазначити, що значне збільшення якості української кондитерської продукції дозволяє вітчизняним підприємствам протягом останніх трьох років збільшувати темпи збільшення експорту в країни далекого зарубіжжя. За результатами 9 місяців 2003 року експорт у країни далекого зарубіжжя, переважно в Монголію, Німеччину, США й Ізраїль, зріс на 84% і становив 6341 тонн. Стримує розвиток експорту української кондитерської продукції лише неповернення ПДВ.

Обсяги імпорту кондитерської промисловості значно відстають від обсягів експорту за підсумками 9 місяців 2003 року і не перевищують 2,6% від загального обсягу споживання кондитерської продукції в Україні. За результатами поточного року



імпорт кондитерських виробів становив 10,9 тис. тонн, що на 5,0% більше, ніж за аналогічний період 2002 року. Найбільший обсяг у загальній структурі імпорту кондитерської продукції займають шоколад і шоколадні вироби, на які припадає близько 50,4%. Основними країнами-імпортерами є Росія, Бельгія, Німеччина і країни Балтії. Низький імпорт елітної продукції за зростання попиту заохочує українських кондитерів розвивати виробництво цієї продукції.

– Сировинна база кондитерської промисловості.

Крім загальноекономічних факторів, на пропозицію ринку кондитерської продукції в основному впливає ситуація на ринках цукру, борошна і світовому ринку какао-бобів. Крім того, незначною мірою ринок кондитерських виробів залежить від виробництва масложирової продукції і поставчань ароматизаторів, есенцій, консервантів, горіхів, сухофруктів та інших кондитерських добавок. У виробництві кондитерських виробів переважно використовують вітчизняну сировину – до 75%, переважно цукор і борошно. Основну частину імпорту складають какао-продукти. Зі збільшенням виробництва шоколаду і шоколадних виробів зросте і частка імпортової сировини в структурі виробництва кондитерських виробів. У виробництві шоколаду і шоколадної продукції частка імпортованих інгредієнтів становить близько 40%.

Останнім часом поза залежністю від країни походження на ринку сировини для кондитерської промисловості спостерігається тенденція підвищення цін, що робить виробництво колись популярних виробів середньої і низької цінних груп менш рентабельним і змушує основних виробників освоювати виробництво кондитерських виробів високого цінового сегменту.

За даними «Укркондитера», з початку року ціни на кондитерську продукцію в Україні підвищилися на 5–6,8%, що насамперед пов'язано з підвищенням цін на борошно і цукор. За даними Мінекономіки, ціна на борошно вищого сорту з 30 травня до 10 жовтня поточного року в середньому збільшилася на 9,8%. Рентабельність виробництва кондитерської продукції, вища за середній ціновий сегмент, до якого переважно належить шоколадна продукція, також може знизитися. Це обумовлено постійним зростанням цін на какао-боби через нестабільну політичну ситуацію в Бот-

де-Івуаре – основного виробника какао-бобів у світі. З початку року ціни на цю сировину збільшилися на 8,6% і становили 12,9 грн/кг у вересні 2003 року. Торік результатом подорожчання какао-бобів стало подорожчання шоколаду і глазуrowаних шоколадом цукерок в Україні на 5–20%.

Викладач пропонує студентові, що підготував доповідь, розповісти про «Реальні інвестиції та їх класифікацію». (Приблизна тривалість – 10 хвилин.)

Можливий варіант відповіді:

«До реальних інвестицій (інвестицій у виробничі фонди) належать вкладення в основний капітал виробничих підприємств та інвестиції, спрямовані на зростання матеріально-технічних запасів.

Прямі інвестиції безпосередньо необхідні для реалізації інвестиційного проекту. До них належать інвестиції в основні (матеріальні та нематеріальні активи) та оборотні засоби (дод. 1).

Інвестиції в основні засоби включають:

- придбання (або виготовлення) нового обладнання, зокрема витрати на його доставку, установлення, пуск;
- модернізацію діючого обладнання;
- будівництво і реконструкцію будівель та споруд;
- технологічні установки, що забезпечують роботу обладнання;
- нове технологічне оснащення та модернізацію наявного обладнання.

Інвестиції в оборотні засоби передбачають забезпечення:

- нових та додаткових запасів основних і допоміжних матеріалів;
- нових та додаткових запасів готової продукції;
- збільшення рахунків дебіторів.

Необхідність подібних інвестицій полягає в тому, що за зростання обсягу виробництва товарів, як правило, мають автоматично збільшуватися товарно-матеріальні запаси сировини, комплектуючих елементів та готової продукції. Крім того, у зв'язку зі збільшенням обсягу виробництва та продажу зростає дебіторська заборгованість підприємства. Усе це – активні статті балансу, і їх позитивне нарощування має фінансуватися із додаткових джерел.

Інвестиції в нематеріальні активи найчастіше пов'язані з придбанням торговельної технології (патенту чи ліцензії) та торговельної марки.

Супутніми інвестиціями є:

- вкладення в об'єкти, пов'язані територіально та функціонально з прямим об'єктом;
- вкладення в об'єкти, безпосередньо технологічно не пов'язані із забезпеченням нормальної експлуатації (під'їзні шляхи, лінії електропередач, каналізація тощо);
- вкладення невиробничого характеру, наприклад, інвестиції в охорону навколишнього середовища, соціальну інфраструктуру.

Інвестиції в НДР забезпечують та супроводжують проєкт. Це передусім:

- матеріальні засоби (обладнання, стенди, комп'ютери та різноманітні прилади), необхідні для проведення передпроектних досліджень;
- оборотні кошти, потрібні, наприклад, для забезпечення поточної діяльності науково-дослідного інституту чи ВНЗ на замовлення підприємства;
- ліцензії та технології;
- навчання персоналу.

Капітальними вкладеннями є інвестиції, вкладені в основні фонди.»

Просуваючи обговорення ситуаційної вправи, викладач пропонує перейти від розгляду сутності реальних інвестицій до поняття інвестиційного проєкту. (Приблизна тривалість – 5 хвилин.)

Варіант відповіді:

«Поняття інвестиційний проєкт має два значення.

1. Діяльність, яка передбачає комплекс заходів для досягнення визначеної мети.
2. Система організаційно-правових та розрахунково-фінансових документів, необхідних для здійснення визначених заходів, які містять їх опис.

Проєкти прийнято поділяти на тактичні та стратегічні.

Тактичні – проєкти, пов'язані зі збільшенням обсягів виготовлення продукції, підвищенням якості, модернізацією обладнання.

Стратегічні – проєкти, що передбачають зміну форми власності або кардинальну зміну характеру виробництва.

Типовими у світовій практиці прийнято вважати такі види проєктів:

1. Заміна застарілого обладнання як природний процес у межах діючого бізнесу. Зазвичай такі проєкти не потре-

бують докладного обґрунтування і тривалого прийняття рішень. Альтернативність можлива лише в тому випадку, коли існують декілька типів подібного обладнання і необхідно обґрунтувати переваги одного з них.

2. Заміна обладнання з метою зниження виробничих витрат. Мета подібних проектів – заміна морально застарілого обладнання. Цей тип проектів передбачає аналіз вигідності кожного окремого проекту, бо більш досконале обладнання не завжди вигідно з фінансової точки зору.

3. Введення в дію нового обладнання з метою збільшення загального обсягу випуску продукції. У цьому випадку необхідно детально аналізувати реальність комерційного здійснення проекту з обґрунтуванням розширення ринкового простору, а також його фінансову ефективність.

4. Введення в дію обладнання з метою випуску нових продуктів. У цих проектах усі стадії аналізу важливі, бо це є стратегічним рішенням і помилка під час розробки проектів цього типу може призвести до суттєвих наслідків.

5. Проекти, що мають екологічну спрямованість. Ці проекти за своїм змістом завжди пов'язані із забрудненням навколишнього середовища, тому саме екологічному аналізу приділяється головна увага.»

Викладач поглиблює дослідження сутності ІІІ запитанням: «Що являє собою життєвий цикл інвестиційного проекту?». Пропонується узагальнити відповіді на це запитання та стисло зафіксувати на дошці або фліп-чарті (дод. 2).

Можливий варіант відповіді:

«Життєвий цикл проекту – це час від першої витрати до останньої вигоди проекту. Він відображає розвиток проекту, роботи, які проводяться на різних стадіях його підготовки, реалізації та експлуатації.

Цикл проекту є певною схемою або алгоритмом, за допомогою якого відбувається встановлення певної послідовності дій за його розробки та впровадження.

Програмою промислового розвитку ООН запропоновано бачення проекту як циклу, що складається з трьох окремих фаз – передінвестиційної, інвестиційної та експлуатаційної.

Передінвестиційна фаза має такі стадії: визначення інвестиційних можливостей, аналіз альтернативних варіантів і попередній вибір проекту – попереднє техніко-економічне обґрунтування, висновок за проектом і рішення про інвестування.



Інвестиційна фаза – встановлення правової, фінансової та організаційної основ для здійснення проекту, придбання і передача технологій, детальне проектне опрацювання та укладання контрактів, придбання землі, будівельні роботи і встановлення обладнання, передвиробничий маркетинг, навчання персоналу, здача в експлуатацію та запуск.»

Інший студент виступає з підготовленим інформаційним повідомленням «Принципи оцінки інвестиційного проекту», звертаючи увагу слухачів на переваги використання різних шляхів розміщення та відмінність між ними за такими ознаками: вартість, популярність, доступність для компанії, ефективність, вірогідність отримання бажаного результату. (Приблизна тривалість – 5 хвилин.)

Можливий такий варіант доповіді студента:

«Інвестиційні проекти можна оцінювати за багатьма критеріями – з погляду їхньої соціальної значимості, за масштабами впливу на оточуюче середовище, ступенем залучення трудових ресурсів тощо. Втім, центральне місце в цих оцінках належить ефективності інвестиційного проекту, під якою в загальному випадку розуміють відповідність отриманих від проекту результатів – як економічних (зокрема прибуток), так і позаекономічних (зняття соціального напруження в регіоні) – та витрат на проект. Найчастіше термін «ефективність інвестиційного проекту» розуміють як «ефективність проекту». Те саме стосується і показників ефективності.

Серед адаптованих для умов переходу до ринкової економіки основних принципів і підходів, що склалися у світовій практиці з оцінки ефективності інвестиційних проектів, можна виділити такі:

- моделювання потоків продукції, ресурсів і коштів;
- облік результатів аналізу ринку, фінансового стану підприємства, що претендує на реалізацію проекту, рівень довіри до керівників проекту, вплив реалізації проекту на навколишнє природне середовище тощо;
- визначення ефекту за допомогою зіставлення майбутніх результатів і витрат з орієнтацією на досягнення необхідної норми доходу на капітал та інші критерії;
- приведення майбутніх різночасних витрат і доходів до умов їхньої сумірності за економічною цінністю в початковому періоді;

- облік впливу інфляції, затримок платежів та інших факторів на цінність використовуваних коштів;
- облік невизначеності та ризиків, пов'язаних зі здійсненням проекту.»

Викладач ставить поточне запитання: «Які існують види ефективності інвестиційних проектів?»

Пропонується визначити такі види ефективності:

1. Ефективність проекту в цілому. Оцінюється для того, щоб визначити потенційну привабливість проекту, доцільність його прийняття для можливих учасників. Вона показує об'єктивну прийнятність ІІІ поза залежністю від фінансових можливостей його учасників. Ця ефективність, у свою чергу, містить:

- суспільну (соціально-економічну) ефективність проекту;
- комерційну ефективність проекту.

Суспільна ефективність враховує соціально-економічні наслідки реалізації ІІІ для суспільства в цілому, у тому числі як безпосередні витрати на проект і результати від проекту, так і «зовнішні ефекти» – соціальні, екологічні й інші ефекти.

Комерційна ефективність ІІІ показує фінансові наслідки його реалізації для учасника ІІІ, якщо він самостійно робить усі необхідні витрати на проект і користується всіма його результатами. Іншими словами, під час оцінення комерційної ефективності варто абстрагуватися від можливостей учасників проекту з фінансування витрат на ІІІ, умовно вважаючи, що є всі необхідні засоби.

2. Ефективність участі в проекті. Визначається з метою перевірки фінансової реалізації проекту і зацікавленості в ньому всіх його учасників. Ця ефективність включає:

- ефективність участі підприємств у проекті (його ефективність для підприємств – учасників ІІІ);
- ефективність інвестування в акції підприємства (ефективність для акціонерів АТ – учасників ІІІ);
- ефективність участі в проекті структур більш високого рівня стосовно підприємств – учасників ІІІ (народногосподарська, регіональна, галузева тощо);
- бюджетну ефективність ІІІ (ефективність участі держави в проекті з погляду витрат і доходів бюджетів усіх рівнів).

Викладач, продовжуючи роботу зі студентами, ставить запитання про загальну схему оцінки ефективності ІІІ.

Насамперед треба визначити суспільну значимість проекту, а потім у два етапи оцінити ефективність ІП.

На першому етапі розраховують показники ефективності проекту в цілому. При цьому:

– якщо проект не є суспільно значимим (локальний проект), то оцінюється тільки його комерційна ефективність;

– для суспільно значимих проектів оцінюється спочатку їх суспільна ефективність. Якщо така ефективність незадовільна, то проект не рекомендується до реалізації і не може претендувати на державну підтримку. Якщо ж суспільна ефективність виявляється прийнятною, то оцінюється комерційна ефективність. За недостатньої комерційної ефективності суспільно значимого ІП необхідно розглянути різні варіанти його підтримки, що дозволили б підвищити комерційну ефективність ІП до прийнятного рівня. Якщо умови і джерела фінансування суспільно значимих проектів уже відомі, то їхню комерційну ефективність можна не оцінювати.

Другий етап оцінки починають після вироблення схеми фінансування. На цьому етапі уточнюють склад учасників і визначають фінансову реалізованість та ефективність участі в проекті кожного з них.

Далі, спираючись на вже розглянуті теоретичні питання, можна сформулювати основні завдання, вирішення яких необхідне під час оцінення ефективності інвестиційних проектів. Викладач пропонує визначити їх у командах та навести узагальнення кожного з них. (Приблизна тривалість – 5 хвилин.)

Можливий варіант загального результату обговорення:

1. Оцінка реалізованості проекту – перевірка задоволення усіх реально існуючих обмежень технічного, екологічного, фінансового й іншого характеру. Зазвичай усі обмеження, крім фінансової реалізованості, перевіряються на ранніх стадіях формування проекту. Фінансова реалізованість ІП – це забезпечення такої структури грошових потоків, за якої на кожному кроці розрахунку є достатня кількість коштів для втілення проекту, що зумовлює цей ІП. «Грошові потоки інвестиційного проекту» розуміють як грошові потоки проекту, пов'язаного з цим ІП.

2. Оцінка потенційної доцільності реалізації проекту, його абсолютної ефективності, тобто перевірка умови, відповідно до якої сукупні результати проекту значніше витрат усіх видів.

3. Оцінка порівняльної ефективності проекту, під якою розуміють оцінку переваг розглянутого проекту порівняно з альтернативним.

4. Оцінка найбільш ефективної сукупності проектів з усієї їхньої множини. Власне кажучи, це завдання оптимізації інвестиційного проекту, що узагальнює попередні три завдання. У межах вирішення можна провести і ранжирування проектів, тобто вибір оптимального проекту.»

Викладач задає поточні запитання, що стосуються методів та показників оцінки ефективності інвестиційних проектів. Кожен має змогу доповідати та доповнювати. (Приблизно тривалість – 15 хвилин.)

Можливі такі варіанти відповідей:

– Основні методи оцінки ефективності інвестиційних проектів.

«Завданням внутрішньої інвестиційної діяльності підприємства є вибір найефективніших напрямів вкладання коштів для поліпшення внутрішніх і зовнішніх умов його функціонування. Один із цих напрямів – діагностика доцільності реальних інвестицій у підприємство. Якість діагностичного аналізу залежить від обраних критеріїв оцінки прийняття інвестиційних рішень, тобто наскільки вагомим є комплекс факторів, використуваних під час досліджень, і наскільки правильно враховується їх можливий вплив на прийняття конкретного інвестиційного рішення.

Розрізняють дві групи методів оцінки інвестиційних проектів:

- прості, або статичні, методи;
- методи дисконтування.

Прості, або статичні, методи базуються на допущенні однакової значимості доходів і витрат в інвестиційній діяльності, без урахування теперішньої вартості грошей.

До простих методів відносять: розрахунок терміну окупності та розрахунок норми прибутку.

Норма прибутку показує, яка частина інвестиційних витрат відшкодовується у вигляді прибутку. Її розраховують як відношення чистого прибутку до інвестиційних витрат:

$$\text{Норма прибутку} =$$

$$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Інвестиційні витрати}}$$

Дисконтні методи оцінки ефективності інвестиційного проекту характеризуються тим, що вони враховують теперішню вартість грошей.



Для економічної оцінки ефективності інвестиційного проекту використовують широко відомі у світовій практиці показники:

- приведена вартість (PV);
- чиста приведена вартість (NPV);
- термін окупності (PBP);
- внутрішня норма прибутковості (IRR);
- індекс рентабельності (прибутковості) (PI).
- Розрахунок показників ліквідності й рентабельності (табл. 4).

Таблиця 4. Аналіз показників ліквідності й рентабельності

Показники	Алгоритм	Коментарі
Чисті оборотні активи	Поточні активи – поточні пасиви	
Ліквідні активи	Поточні активи – товарно-матеріальні запаси	Показує, яка частина оборотних активів може негайно перетворюватися на грошову форму і використовуватися для погашення короткострокових зобов'язань
Номінальна вартість власного капіталу (абсолютний показник)	Актив – нематеріальні активи – довгострокові пасиви – поточні пасиви	Показує, чим підприємство дійсно володіє на даний момент і в разі ліквідації
Поточний коефіцієнт покриття	Поточні активи – поточні пасиви	Найкраще, якщо поточний коефіцієнт вищий 2, але він не має бути нижчий 1. Нормальним вважають значення більше 1,5
Коефіцієнт кислотного тесту	Ліквідні активи – поточні пасиви	Має бути не нижчий 1, інакше фінансовий стан підприємства оцінюється як незадовільний
Коефіцієнт забезпеченості власного капіталу чистою номінальною вартістю активів (відносний показник)	Номінальна вартість власного капіталу – чиста номінальна вартість активів	Не може бути більшим і залежить від частки нематеріальних активів в активах підприємства

Аналіз рентабельності інвестиційного проекту виконується на основі розрахунку показника чистого прибутку з використанням методу Дюпона.

– Щодо факторів, вплив яких можна виміряти лише частково, то головні напрями проведення діагностики такі:

– аналіз впливу інфляції. При цьому потрібно враховувати різний вплив інфляції на різні статті, з яких складаються грошові потоки;

– аналіз впливу фактора «ерозія продажу», що виникає з виходом на ринок нового товару, схожого на вже існуючий.

Такий аналіз допоможе вирішити, чи варто підприємству виготовляти новий товар;

- аналіз природи асигнувань на накладні витрати, що зумовлений подвійною природою асигнувань (проектні накладні витрати, що не входять до очікуваних грошових потоків, та обов'язкові накладні витрати, що зараховуються до суми грошового потоку). Аналіз природи витрат дозволяє зробити правильний вибір їх категорії, що може суттєво вплинути на майбутнє визначення ефективності інвестиційного проекту;

- аналіз джерел фінансування інвестиційного проекту;

- аналіз ступеня ризику інвестиційного проекту. Доцільно використовувати комбіновано кількісні та експертні методи визначення ризику.

- Оцінка впливу якісних факторів – один із найскладніших напрямів діагностики.

Комплекс якісних факторів досить різноманітний, що обумовлено індивідуальністю кожного окремого проекту. Однак, узагальнюючи, можна визначити такі напрями якісного аналізу інвестицій:

- аналіз відповідності інвестиції цілям підприємства;

- аналіз відповідності інвестиції стратегії підприємства.

Вибір інвестицій має бути пов'язаний не лише з критеріями високого прибутку та найменшого ризику, а й відповідати загальній економічній стратегії підприємства;

- аналіз ризику інвестицій та комплексу побічних факторів, що впливають на рівень ризику. Аналіз ризику пов'язаний з дослідженнями широкого кола якісних факторів. Щодо ступеня ризику, то необхідно враховувати і такий якісний фактор, як характеристика галузі, до якої належить підприємство. Він важливий, бо комерційний ризик є відображенням надійності прибутків, які оцінюють галузь у цілому. Виробничий ризик характеризує саме рівень підприємства. Відповідно до цього потрібно враховувати здатність підприємства реагувати на зміни в ринковому попиті щодо власної продукції (дод. 3). Чим вищий поріг рентабельності підприємства (вищі його постійні витрати), тим слабше воно реагуватиме на зміни в економічному середовищі, тим вища страхова премія, яку вимагають кредитори. Щодо фінансового ризику, то відповідно до зростання частки боргів у структурі капіталу підприємства зростає і його страхова премія.

Викладач пропонує розглянути показники, що характеризують рейтинг корпорації «Рошен» на українському ринку кондитерських виробів.

Студенти наводять дані про корпорацію «Рошен», її фабрики у містах України. Визначають, яке місце займає корпорація «Рошен» серед підприємств кондитерської галузі в Україні. (Приблизна тривалість – 5 хвилин.)

Перед початком обговорення наступних запитань, доцільно вислухати доповідь на тему: «Кондитерське устаткування концерну Polin».

Варіант доповіді:

«Polin – провідний італійський концерн, що спеціалізується на випуску кондитерського і хлібопекарського устаткування. Поставляє сучасні високотехнологічні автомати для виробництва борошняних кондитерських виробів будь-яких форм і розмірів.

Компанія Polin визнаний світовий лідер в галузі технологічного устаткування для виробництва хлібобулочних і кондитерських виробів. Машина Polin добре знають і широко використовують у Росії більше 40 років. Це устаткування дозволяє виготовляти найкращі сорти хліба і кондитерських виробів на основі новітніх технологій. Спектр устаткування, що поставляє компанія, охоплює повний технологічний цикл виготовлення цих виробів від замішування до випікання й упакування готових виробів. На цьому устаткуванні, використовуючи новітні технології, можна виготовляти весь асортимент кондитерських виробів: здобне печиво, печиво з начинкою, відрізне двоколірне печиво, здобне двоколірне печиво, печиво із шоколадною начинкою, печиво з джемом, печиво з кокосовою стружкою, печиво з кремом, зефір, двоколірний зефір, пряники з начинкою, заварне печиво. Устаткування Polin, поряд з виготовлювачем традиційної для нашої країни продукції, дозволяє випускати новий асортимент кондитерських виробів з найвищими поживними властивостями. Такі сучасні виробництва базуються на використанні комп'ютеризованих машин. З їхньою допомогою можна виробляти борошняні кондитерські вироби будь-яких форм і розмірів. Асортимент цієї продукції надзвичайно великий і різноманітний: здобне печиво з джемом, шоколадною і кремовою начинкою і без неї, зефір двоколірний і простий, повітряні безе, бісквітні тістечка і руле-

ти. Усі вироби випускаються за оригінальними, сертифікованими технологіями і рецептурами, мають своєрідні форми, оброблення, винятково приємний смак.

Викладач пропонує розрахувати (проаналізувати розраховані заздалегідь) показники фінансового інвестування корпорації «Рошен», яка реалізує ІІІ.

Різним командам надаються окремі завдання для розрахунку. Відповіді команд вислуховуються, аудиторія обговорює їх та формулює остаточні рекомендації для корпорації «Рошен».

Завдання I для команди 1: аналіз ефективності фінансово-господарської діяльності фабрик за системою Дюпона; розрахунок приведеної вартості об'єкта інвестування.

Завдання II для команди 2: аналіз показників ліквідності підприємства; розрахунок чистої приведеної вартості об'єкта інвестування.

Завдання III для команди 3: показники управління активами фабрик; індекс рентабельності інвестиційного проекту.

Завдання IV для команди 4: показники фінансової стійкості (стабільності) корпорації та управління заборгованістю; термін окупності інвестиційного проекту.

Завдання V для команди 5: показники прибутковості та рентабельності виробництва; розрахунок внутрішньої норми прибутковості ІІІ.

Завдання VI для команди 6: «Z-рахунок», або показник Альтмана.

На цьому етапі роботи із ситуаційною вправою головним завданням є визначення правильної системи оцінки об'єкта реального інвестування з наданням узагальнених практичних рекомендацій виробникам.

Висновки. (Приблизна тривалість – 5 хвилин.) Наприкінці слід зробити акцент на багатоваріантності можливих вирішень цієї ситуації, наголос на індивідуальному аналітичному підході до подібних ситуацій. Підсумкові рекомендації повинні мати практичний характер та охоплювати всі етапи роботи з визначення стану галузі, фінансового стану підприємства, ефективності інвестиційного проекту, опісані у вправі.

Список літератури

1. *Аньшин В. М.* Инвестиционный анализ. – М.: Дело, 2002. – 280 с.
2. *Архангельский В. М., Блинков В. М., Гуртов В. К., Грязнов Э. А.* Инвестиционный бизнес. – Издательство РАГС, 2002.
3. *Бердникова Т. Б.* Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2002. – 277 с.
4. *Беренс В.* Руководство по оценке эффективности инвестиций. – М.: Интерэксперт; ИНФРА-М, 1995. – 528 с.
5. *Бланк І. О., Гуляева Н. М.* Інвестиційний менеджмент. Опорний конспект лекцій. – К.: КНТЕУ, 2001. – 104 с.
6. *Бланк І. О.* Інвестиційний менеджмент. – К, 1995. – С. 104–112.
7. *Бланк І. О.* Основи фінансового менеджменту. – К.: Ніка-центр, 1999. – С. 74–99.
8. *Боди З., Кейн А., Маркус А. Дж.* Принципы инвестиций. – М.; СПб.; К.: Вильямс, 2002. – 984 с.
9. *Бочаров В. В.* Инвестиционный менеджмент: Учеб. пособие. – СПб: Питер, 2000. – 152 с.
10. *Васильченко С. М.* Теоретичні основи інвестування // Фінанси України. – 2001. -№ 1. – с. 93–98.
11. Виробники кондитерського обладнання – www.ito.org
12. Гільдія інвестиційних та фінансових аналітиків – www.gifa.ru
13. *Гойко А. Ф.* Методи оцінки ефективності інвестицій та пріоритетні напрями їх реалізації. – К.: ВІРА-Р, 1999. – 320 с.
14. *Данилов О. Д.* та ін. Інвестування: Навч. посіб. – К.: Видав. дім «Комп'ютерпрес», 2001. – 364 с.
15. Інформаційне агентство «Фінмаркет» – www.finmarket.info
16. *Игонина Л. Л.* Инвестиции. – М.: Юристъ, 2002. – 480 с.
17. Корпорація «Рошен» – www.roshen.com.ua
18. Огляд фінансових ринків – www.vedi.ru
19. *Пересада А. А.* Управління інвестиційним процесом. – К.: Лібра, 2002. – 472 с.
20. Про оподаткування прибутку підприємств: Закон України № 283/97-ВР/. – Чинний від 22.05.97. (зі змінами і доповненнями).
21. Про податок на додану вартість: Закон України № 168. – Чинний від 03.04.97. (зі змінами і доповненнями).

22. Фінансовий аналітик-сервіс – www.fas.com.ua
23. Фінансова газета (Міжнародний фінансовий тижневик) – www.fingazeta.ru
24. Ястремська О. М. Фінансове та реальне інвестування // Фінанси України. – 2002. – № 10. – С. 35.

Віра Шевчук, Марія Сороківська

Напередодні

Стислий зміст

ВАТ «Сенсус» – успішна компанія з відомим брендом, перша українська торговельна марка в індустрії жіночого одягу з власною мережею магазинів у всіх найбільших містах України. Фірма, спираючись на світові тенденції, презентує стильний та якісний жіночий одяг, який за своєю ціною доступний більшості жіночого населення кількох вікових груп. З моменту створення у 1999 році ВАТ «Сенсус» щороку нарощує обсяги продажу.

Попри те, що підприємство виглядає успішним, воно регулярно переживає кризи ліквідності: бракує коштів для оплати за зобов'язаннями перед постачальниками, працівниками, соціальними фондами, бюджетом.

За таких умов виникає проблема оцінки ліквідності і фінансової стійкості ВАТ «Сенсус» з аналізом можливих причин виникнення проблеми нестачі грошових коштів у підприємства. У цьому контексті різновид політики формування оборотних активів, якого дотримується ВАТ «Сенсус», потребує обґрунтування економічної доцільності з визначенням можливих шляхів підвищення оборотності поточних активів підприємства та обранням ефективніших методів управління оборотними активами, ніж ті, які склалися на ВАТ «Сенсус».

Цілі ситуаційної справи

Метою ситуаційної справи є набуття практичних навичок економічного обґрунтування управлінських рішень з питань фінансового менеджменту в сучасних умовах функціонування вітчизняних підприємств.

Педагогічні цілі ситуаційної справи:

- закріплення теоретичних знань із зазначених вище тем та їх практичне застосування в конкретній ситуації;
- розвиток навичок аналізувати і систематизувати інформацію;

– обґрунтування варіантів управлінських рішень з питань управління активами підприємства.

Використання ситуаційної вправи

Ситуаційна вправа призначена для вивчення питань з тем «Фінансовий аналіз» та «Управління активами» навчальної дисципліни «Фінансовий менеджмент» на рівні підготовки бакалаврів за спеціальністю «Менеджмент організацій».

Ситуація має міждисциплінарний характер і передбачає знання дисциплін «Бухгалтерський облік», «Економіка підприємства», «Фінанси підприємств», «Економічний аналіз».

Необхідні матеріали й обладнання

Для проведення вправи потрібні копії ситуаційної вправи і додатків; копії графіку обговорення ситуації; прозорки з графіком обговорення ситуації; дошка; кольорові фломастери для дошки; проектор, екран; аудиторія.

Запитання для обговорення

1. Чи вважаєте Ви ВАТ «Сенсус» успішним проектом?
2. Проведіть аналіз ліквідності та фінансової стабільності ВАТ «Сенсус».
3. Які можливі причини нестачі грошових коштів?
4. Охарактеризуйте різновид політики формування оборотних активів, якого дотримується ВАТ «Сенсус».
5. Проаналізуйте оборотні активи ВАТ «Сенсус». Вкажіть можливі шляхи підвищення оборотності поточних активів підприємства.
6. Запропонуйте інші методи управління оборотними активами, ніж ті, які традиційно склались на ВАТ «Сенсус».

Орієнтовний план і розклад обговорення

Загальна тривалість аудиторної роботи над ситуаційною вправою розрахована на 4 академічні години (160 хвилин).

Вступ (10 хвилин) на попередньому занятті.

Учасники отримують копії тексту ситуаційної вправи та графік роботи над нею.

Вступний коментар викладача:

- стисла характеристика вправи та її мети;
- акцентування уваги учасників на реальності ситуації, її багатоаспектності та необхідності економічного обґрунтування її вирішення.

Завдання для самостійної роботи:

- ознайомитися з текстом ситуаційної вправи;
- повторити з курсу «Фінансовий менеджмент» тему «Фінансовий аналіз»;
- повторити з курсу «Економічний аналіз» тему «Аналіз фінансового стану підприємства»;
- повторити з курсу «Фінанси підприємств» тему «Оцінка фінансового стану підприємства»;
- повторити з курсу «Економіка підприємства» тему «Фінансово-економічні результати й ефективність діяльності підприємства»;
- повторити з курсу «Бухгалтерський облік» тему «Фінансова звітність»;
- зробити необхідні розрахунки і продумати можливі відповіді на запитання 1 – 3.

Заняття перше (80 хвилин)

Загальна характеристика вправи (Приблизна тривалість – 10 хвилин).

Щоб перевірити наскільки добре студенти ознайомились із текстом вправи, і нагадати зміст, викладач просить одного з учасників стисло, протягом 3-4 хвилин, викласти основні положення вправи.

Мета викладача:

- зосередити доповідь учасника на констатації фактів і подій, які містяться в ситуаційній вправі;
- уникнути теоретичних узагальнень, коментарів і оцінок подій доповідачем.

Для відтворення всіх необхідних фактів ситуаційної вправи слід надати можливість іншим учасникам доповнити доповідача.

В узагальненому вигляді формулювання проблеми ситуаційної вправи має звестися до розробки конкретних пропозицій з підвищення платоспроможності ВАТ «Сенсус».

У коментарі викладач повинен наголосити, що репліки дійових осіб вправи або висновки, зроблені цими особами, учасники не повинні сприймати як незаперечний факт. Їх може бути спростовано учасниками в процесі роботи над вправою. Таким чином, має існувати критичний підхід до роботи над поданим матеріалом. Крім того, викладач може наголосити на реальності та багатоаспектності проблеми, що потребує комплексного підходу до її розв'язання.

1. Чи вважаєте ви ВАТ «Сенсус» успішним проектом? (Приблизна тривалість – 20 хвилин).

В обговоренні беруть участь усі учасники.

Запитання для уточнення:

- у чому переваги ВАТ «Сенсус» перед конкурентами?
- чи рентабельним є підприємство?
- чи можна вважати, що ВАТ «Сенсус» – неплатоспроможне, оскільки відчуває брак коштів за розрахунками за зобов'язаннями?

Дискусійні запитання:

– Чи можна вважати, що клієнти ВАТ «Сенсус» – доволі широка демографічна група?

– Чи впливає на рентабельність та платоспроможність підприємства фіскальна політика?

– Чи впливає на платоспроможність підприємства сезонність?

З наданої у ситуаційній вправі інформації учасники можуть зробити висновок, що ВАТ «Сенсус» має такі переваги перед конкурентами:

1. «Сенсус» – відомий бренд, перша українська торговельна марка в індустрії жіночого одягу з власною мережею магазинів у всіх найбільших містах України.

2. Компанія дбає про постійних клієнтів. Власники картки постійного клієнта здійснюють покупки зі знижкою 7%.

3. Клієнти ВАТ «Сенсус» – широка демографічна група, жіноче населення у віці 15–45 років. (Це твердження учасники можуть піддати сумніву).

4. За словами керівництва, цінова політика бренду доступна 90% потенційних клієнтів. (Це твердження учасники можуть піддати сумніву).

Попри те, що підприємство нарощує обсяги продажу, воно не є рентабельним, оскільки отримало за результатами 2001 року чистий збиток 14,8 тис. грн (дод. 1 ситуаційної вправи). Підприємство, згідно з даними звіту про фінансові результати, отримало за результатами 2001 року прибуток від звичайної діяльності до оподаткування 81 тис. грн. Однак через розбіжність у методах визначення прибутку за даними фінансового обліку і визначення прибутку з метою оподаткування ВАТ «Сенсус» сплатило до бюджету 95,8 тис. грн, що спричинило остаточний фінансовий результат – 14,8 тис. грн збитку.

Найбільш підготовлені учасники можуть проаналізувати причини розбіжності між розміром прибутку, визначе-

ним за даними фінансового обліку, і розміром прибутку, визначеним з метою оподаткування. Цими причинами можуть бути: велика частка «невиробничих основних фондів» у їх загальній структурі, «невиробничих витрат» у структурі адміністративних витрат підприємства, витрат на збут тощо.

Зростання ж у динаміці активів товариства (дод. 2 ситуаційної вправи), що трактується керівництвом як свідчення нарощування його економічної потужності, супроводжується зменшенням власного капіталу та зростанням кредиторської заборгованості, що спростовує висновок про успішність підприємства на сучасному етапі його господарювання. Оскільки ВАТ «Сенсус» регулярно переживає кризи ліквідності, відчуває брак коштів за розрахунками за зобов'язаннями, можна зробити висновок, що воно є неплатоспроможним.

У коментарі викладач повинен наголосити на тому, що цей висновок зроблено, виходячи із суб'єктивної оцінки представленої інформації. Щоб вважати її вірною, потрібно обґрунтувати її конкретними аналітичними розрахунками.

2. *Проведіть аналіз ліквідності та фінансової стабільності ВАТ «Сенсус».* (Приблизна тривалість – 20 хвилин)

Обговорення відбувається у командах.

Викладач розподіляє учасників на команди по 4–5 осіб і пропонує їм протягом 10 хвилин обговорити за результатами розрахунків, зроблених самостійно як домашнє завдання, запитання 2 і підготувати відповідь на нього.

Доповідає один представник від кожної команди. Спираючись на попередньо зроблені розрахунки, він оцінює ліквідність та фінансову стабільність ВАТ «Сенсус».

Важливо, щоб учасники на підставі наведеної інформації розрахували якомога більше показників для формулювання об'єктивних висновків щодо ліквідності та фінансової стабільності ВАТ «Сенсус».

Аналіз ліквідності та фінансової стабільності ВАТ «Сенсус» повинен містити розрахунок принаймні таких груп показників:

1. Показники ліквідності:

– коефіцієнт поточної ліквідності ($\frac{\text{оборотні активи}}{\text{поточні зобов'язання}}$);

– коефіцієнт абсолютної ліквідності ($\frac{\text{грошові кошти та їх еквіваленти} + \text{поточні фінансові інвестиції}}{\text{поточні зобов'язання}}$).

2. Показники фінансової стабільності:

- чистий робочий капітал ([оборотні активи/ поточні зобов'язання]);
- коефіцієнт концентрації власного капіталу ([власний капітал/валюта балансу]);
- коефіцієнт фінансової залежності ([валюта балансу/ власний капітал]);
- коефіцієнт маневреності власного капіталу ([власні кошти/власний капітал]);
- коефіцієнт структури довгострокових вкладень ([довгострокові зобов'язання/необоротні активи]);
- коефіцієнт довгострокового залучення позичених коштів ([довгострокові зобов'язання/(довгострокові зобов'язання + власний капітал)]);
- коефіцієнт співвідношення власних і залучених коштів ([залучений капітал + короткострокові кредити банків]/ власний капітал);
- коефіцієнт забезпеченості оборотних коштів власними оборотними коштами ([власні оборотні кошти/оборотні кошти]);
- коефіцієнт співвідношення необоротних і власних коштів ([необоротні кошти/власний капітал]).

Щоб уникнути дублювання інформації та зосередити увагу учасників, пропонується кожному наступному доповідачеві доповнювати новими показниками попереднього доповідача. З метою стимулювання учасників до активнішої роботи можна оголосити конкурс на найгрунтовніший аналіз. Переможцям буде виставлено більшу кількість балів після закінчення роботи над вправою (якщо передбачено рейтингову систему оцінювання знань студентів).

Рекомендується основні показники для наочності фіксувати на дошці, доповнюючи їх з виступом кожного наступного доповідача (кожна команда – маркерами іншого кольору).

Наприкінці обговорення викладач повинен наголосити на значенні аналізу ліквідності, фінансової стабільності в цілях розробки рекомендацій щодо поліпшення платоспроможності ВАТ «Сенсус».

Узагальнювальне запитання:

- Чи вважаєте Ви ліквідним, фінансово стабільним та платоспроможним підприємство ВАТ «Сенсус»? Обґрунтуйте можливі заходи для підвищення ліквідності балансу ВАТ «Сенсус» та його фінансової стабільності.

– Показники ліквідності ВАТ «Сенсус» незадовільні і воно фінансово нестабільне!

В якості можливих заходів для підвищення ліквідності балансу ВАТ «Сенсус» та покращення його фінансової стабільності учасниками можуть бути запропоновані:

– зменшення вартості необоротних активів (продаж незадіяних активів, якщо такі наявні на підприємстві);

– збільшення власного капіталу (емісія акцій, нарощування прибутку), що актуально для «Сенсус» як ВАТ;

– збільшення рівня довгострокових зобов'язань (випуск довгострокових облігацій, залучення довгострокових кредитів банків) за одночасного зменшення короткострокових. Водночас учасники повинні наголосити на тому, що на сучасному етапі функціонування для ВАТ «Сенсус» довгострокові кредити не доступні, оскільки його власний капітал не перевищує розмір позикових фінансових ресурсів.

3. Які можливі причини нестачі грошових коштів? (Приблизно тривалість – 20 хвилин).

Викладач пропонує проаналізувати можливі причини виникнення проблеми нестачі грошових коштів у ВАТ «Сенсус» за такою схемою: проблема – можливі причини – індикатор – параметри – напрями дій.

Обговорення відбувається в командах, сформованих на початку заняття.

Доповідає один представник від кожної команди. Дотримуючись схеми, доповідач повинен запропонувати певний напрям дій.

Щоб уникнути дублювання інформації, кожний наступний доповідач може доповнювати схему додатковими причинами, індикаторами, параметрами, напрямками дій (кожна команда – маркерами іншого кольору).

В узагальненому варіанті аналіз можливих причин неплатоспроможності підприємства може бути подано так: проблема (нестача грошових коштів) – можливі причини (низькі доходи, високі витрати, нераціональне управління активами) – індикатор (рентабельність продажу, грошовий потік) – параметри (обсяг продажу, ціна продукції, собівартість реалізованих товарів, адміністративні витрати, витрати на збут, зростання обсягів запасів, зростання дебіторської заборгованості) – напрями дій (оптимізація асортименту, маркетингові рішення, управління витратами, управління активами).

Дискусійним моментом на цьому етапі обговорення є пріоритетність того чи того напряму дій щодо вирішення проблеми нестачі грошових коштів, яка врешті зводиться до неефективності управління оборотними активами на підприємстві.

Щодо інших напрямів дій – оптимізація асортименту, маркетингові рішення, управління витратами – учасники можуть дійти такого висновку:

1. Підприємство оптимізує асортимент, оскільки для фірми, що реалізує жіночий одяг, різноманітність моделей – першочергова мета. Підтвердженням його виконання є динамічне зростання обсягу продажу.

2. Відомо, що товари ВАТ «Сенсус» доступні за цінами. Підвищення цін з метою збільшення рентабельності продажу може призвести до спаду обсягів продажу.

3. Зі звіту про фінансові результати можна зробити висновок, що у динаміці знизився показник валового прибутку поряд із зростанням доходу від реалізації. Це наштовхує на думку, що ВАТ «Сенсус» придбає у постачальників товари щоразу вищої якості, не змінюючи при цьому середнього рівня цін на товари. Ураховуючи, що ВАТ «Сенсус» у 2001 році знаходилося на стадії завоювання свого сегмента ринку, така політика може бути виправданою. Тим же ж можна пояснити і зростання витрат на збут. Очевидно, з цієї ж причини, валовий прибуток підприємства ще не достатньо покриває накладні витрати.

Завершальне запитання:

«Чи вважаєте Ви, що проблема неплатоспроможності ВАТ «Сенсус» на цьому етапі головною мірою пов'язана з браком менеджменту оборотних активів підприємства?» (Приблизна тривалість – 10 хвилин.)

Викладач встановлює зв'язок між обговореними на занятті питаннями і наступними, які потребують вирішення.

Завдання для самостійної роботи:

- повторити з курсу «Фінансовий менеджмент» тему «Управління активами»;
- повторити з курсу «Фінанси підприємств» тему «Оборотні кошти та їх організація на підприємстві»;
- повторити з курсу «Економіка підприємства» тему «Оборотні фонди та оборотні засоби підприємства»;
- зробити необхідні розрахунки і нотатки до запитань 4–6;
- продумати можливі відповіді на запитання 4–6.

Заняття друге (до 80 хвилин).

Заняття слід розпочати з обговорення проблемних моментів, які виникли під час виконання самостійної роботи.

Найбільш поширеною проблемою є брак інформації:

– про середні показники оборотності поточних активів аналогічних підприємств;

– про середню тривалість оборотного та фінансового циклів підприємств з подібним профілем;

– про середню рентабельність активів подібних підприємств;

– про відсоток товарів, які продаються із знижкою через дистриб'юторів та «осідають» у запасах до наступного сезону.

4. Охарактеризуйте різновид політики формування оборотних активів, якого дотримується ВАТ «Сенсус». (Приблизна тривалість – 10 хвилин.)

Запитання для деталізації:

– Які наслідки обраної підприємством політики формування оборотних активів простежуються на підприємстві?

– Якого варіанта політики фінансування оборотних активів дотримується ВАТ «Сенсус»?

– Яким чином потреба підприємства у фінансових ресурсах для підтримання бажаного обсягу оборотних активів залежить від обраної політики фінансування оборотних активів?

В обговоренні беруть участь усі учасники.

Виходячи з наведеної у вправі та балансі ВАТ «Сенсус» інформації учасники можуть зробити висновок, що підприємство обрало ліберальну політику формування оборотних активів. Такий висновок випливає з того, що підприємство утримує значні запаси товарів у торговельних точках, на складі, зокрема несезонний одяг. Крім того, ВАТ надає відстрочки в оплаті для дистриб'юторів, провокуючи утворення дебіторської заборгованості, в тому числі простроченої. Позитивним наслідком подібної політики є зростання обсягу продажу, негативним – зниження потенціалу генерування позитивної величини грошового потоку.

Варіант політики фінансування оборотних активів можна охарактеризувати як агресивний, оскільки ВАТ «Сенсус» фінансує свою діяльність не власними коштами, а переважно через поточні зобов'язання перед постачальниками.

Оскільки ліберальна політика формування оборотних активів не узгоджується з агресивною політикою їх фінансування, ВАТ «Сенсус» повинно відшукати варіанти фінан-

сування оборотних активів власними коштами або ж проаналізувати доцільність дотримання подібної політики щодо поточних активів і надалі.

Виходячи із зазначеного, слід проаналізувати структуру оборотних активів та ефективність їх використання.

5. Проаналізуйте оборотні активи ВАТ «Сенсус». Вкажіть можливі шляхи підвищення оборотності поточних активів підприємства. (Приблизна тривалість – 20 хвилин.)

Обговорення відбувається у командах, сформованих на попередньому занятті.

Доповідає один представник від кожної команди. Спираючись на попередньо зроблені розрахунки, він оцінює ефективність використання оборотних активів ВАТ «Сенсус».

Такий аналіз передбачає розрахунок показників:

- оборотність активів ([доход від реалізації/середня вартість поточних активів]);
- тривалість обороту поточних активів ([365/коефіцієнт оборотності поточних активів]);
- тривалість операційного циклу ([тривалість обороту запасів + тривалість обороту дебіторської заборгованості]);
- тривалість фінансового циклу ([тривалість обороту запасів + тривалість обороту дебіторської заборгованості – тривалість обороту кредиторської заборгованості]);
- рентабельність активів ([прибуток/середня вартість оборотних активів]).

Щоб уникнути дублювання інформації та зосередити увагу учасників, кожний наступний доповідач має тільки доповнювати новими показниками виступ попереднього доповідача. З метою стимулювання учасників до активнішої роботи можна оголосити конкурс на найгрунтовніший аналіз. Переможцям буде виставлено більшу кількість балів по закінченні роботи над справою (якщо передбачено рейтингову систему оцінювання знань студентів).

Рекомендується основні показники для наочності фіксувати на дошці, доповнюючи їх з виступом кожного наступного доповідача (кожна команда – маркерами іншого кольору).

Під час розрахування тривалості обороту кредиторської заборгованості в учасників можуть виникнути труднощі з визначенням показника суми закупівель товарів за рік. У такому разі їм слід нагадати, що показник собівартості

реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) зі звіту про фінансові результати для торговельних підприємств включає лише собівартість реалізованих товарів. Отже, доцільно використати такий алгоритм розрахунку:

$$\begin{aligned} & \text{Сума закупівель товарів за рік} = \\ & \text{Собівартість реалізованих товарів} - \\ & \text{Товари на початок року} + \\ & \text{Товари на кінець року.} \end{aligned}$$

Результати обговорення допоможуть дати відповідь на запитання:

– Наскільки швидко капітал ВАТ «Сенсус», вкладений у поточні активи, перетворюється на реальні гроші?

– Чи існують у ВАТ «Сенсус» резерви скорочення операційного та фінансового циклів?

– Наскільки рентабельними є оборотні активи підприємства?

Дискусійним моментом на цьому етапі обговорення є доцільність утримування на складі запасів несезонного одягу, на протигагу реалізації його за ціною, нижчою собівартості.

У коментарі викладач повинен наголосити на тому, що проведене дослідження дозволяє зробити висновки щодо ефективності використання оборотних активів в операційній діяльності підприємства та сформулювати пропозиції щодо вдосконалення методів управління оборотними активами за кожною з їх складових: запаси, дебіторська заборгованість, кошти тощо.

6. *Запропонуйте інші методи управління оборотними активами, ніж ті, які традиційно склалися на ВАТ «Сенсус».* (Приблизна тривалість – 30 хвилин.)

Запитання для деталізації:

– Які методи управління запасами використовує ВАТ «Сенсус», і чи вважаєте Ви їх ефективними?

– Які методи управління запасами Ви запропонували б для ВАТ «Сенсус» виходячи із специфіки його діяльності?

– Які відомі методи управління запасами Ви не рекомендували б використовувати ВАТ «Сенсус» виходячи із особливостей його функціонування?

– Запропонуйте методи управління дебіторською заборгованістю для ВАТ «Сенсус», які б дозволили оптимізувати рівень дебіторської заборгованості.

– Які Ваші пропозиції щодо оптимізації щоденного грошового залишку на рахунках у банках для ВАТ «Сенсус»?

Обговорення відбувається в командах, сформованих на початку заняття.

Доповідає один представник від кожної команди. Дотримуючись послідовності, запропонованої у вигляді запитань для деталізації, доповідач повинен запропонувати певний напрям дій. Він фіксує свої пропозиції на дошці. Кожному наступному доповідачеві пропонується доповнювати новими аргументами попереднього доповідача або ж заперечувати попередньо висунуті аргументи (кожна команда – маркером іншого кольору).

Основною складовою запасів для ВАТ «Сенсус» є товари. Першочергова стратегія «Сенсусу» полягає у тому, щоб забезпечити якомога ширший асортимент, побільше нових моделей з усією палітрою розмірів у мережі своїх магазинів. Саме задля забезпечення основної стратегії – урізноманітнення моделей і задоволення найпримхливіших смаків у достатньому обсязі – ВАТ «Сенсус» має у власності склад, де нетривалий час зберігаються товари для подальшого продажу та залишки несезонного одягу в очікуванні наступного сезону. Отже, загалом залишок товарів у торговельній мережі та на складі завжди є значним.

Ефективне управління товарами дає можливість:

- зменшити втрати у доході через несвоєчасну поставку товарів;
- прискорити оборотність товарів;
- мінімізувати залишки товарів, які «заморожують оборотний капітал»;
- знизити ризик старіння і псування товарів;
- зменшити витрати на зберігання товарів.

Методи управління запасами:

1. ABC-метод контролю за запасами.
2. Визначення оптимального обсягу замовлення.
3. Метод визначення точки поповнення запасів.
4. «Саме вчасно».

Дискусійними моментами на цьому етапі обговорення є такі:

- Чи доцільно використовувати методи оптимального обсягу замовлення та визначення точки поповнення запасів для ВАТ «Сенсус», ураховуючи, що на його діяльність впливає сезонність?

- Чи доцільно ВАТ «Сенсус» використовувати метод «саме вчасно», тобто цілком відмовитися від складування. Які труднощі можна спрогнозувати в такому разі?

Учасники, згідно з даними, наведеними у додатку 4 до ситуаційної вправи, повинні виконати АВС-аналіз запасів. У групу А входить верхній одяг (сезонний), для якого недоцільно використовувати методи оптимального обсягу замовлення та визначення точки поповнення запасів, у групу В – куртки легкі, блузки, піджаки, вечірні сукні, джемperi (несезонний одяг), для яких доцільно використовувати методи оптимального обсягу замовлення та визначення точки поповнення запасів, у групу С – спідниці, штани, аксесуари тощо, що становлять незначну частку у складі запасів та не потребують суворого контролю.

Учасники можуть дійти висновку, що для прийняття рішення про відмову від складування ВАТ «Сенсус» має розрахувати диференційні витрати за двома варіантами. У першому випадку диференціальними витратами є вартість складу та зарплата його працівників, у другому – відмова від знижок у разі купівлі товарів великими партіями та ризик несвочасної поставки товарів. Причому слід урахувати додаткові диференціальні доходи, наприклад, реалізацію (здачу в оренду) складу.

Важливість управління дебіторською заборгованістю полягає у такому:

– Платежі від дебіторів є одними із основних шляхів надходження грошових коштів на підприємство.

– Аналіз реальних втрат чи вигод від застосування кредитної політики на підприємстві може використовуватися як інструмент розширення продажу і підвищення оборотності поточних активів.

Управління дебіторською заборгованістю враховує:

– визначення політики надання товарного кредиту та збору платежів для різних груп покупців і видів продукції;

– контроль за дебіторською заборгованістю за строками її непогашення;

– контроль за заборгованістю, термін оплати якої минув, та вживання заходів щодо її повернення;

– прогноз надходжень коштів від дебіторів з використанням коефіцієнтів інкасації.

Учасники можуть запропонувати такі варіанти політики надання товарного кредиту:

– передплата (з наданням знижки покупцеві або без);

– часткова передплата;

– передача на реалізацію.

Дискусійним моментом на цьому етапі обговорення є доцільність застосування ВАТ «Сенсус» на сучасному етапі продажу одягу кінцевим споживачам у безвідсотковий кредит, негативними моментами якого можуть бути зростання дебіторської заборгованості, у тому числі простроченої.

Студенти можуть назвати такі методи управління дебіторською заборгованістю:

- Аналіз дебіторської заборгованості за строками її непогашення;
- АВС-аналіз дебіторів.

Згідно з даними дод. 3 до ситуаційної справи учасники повинні провести аналіз дебіторської заборгованості за строками її непогашення та АВС-аналіз дебіторів та зробити висновки щодо шляхів удосконалення управління дебіторською заборгованістю. Як способи оптимізації щоденного грошового залишку на рахунках у банках учасники повинні згадати практику складання платіжного календаря на кожний день, п'ять днів, декаду, що дозволяє визначити мінімально необхідний щоденний грошовий запас, необхідний для розрахунків за зобов'язаннями.

Завершальне слово викладача. (Приблизна тривалість – 10 хвилин.)

Наостанок викладач повинен відзначити, що проведена робота дає можливість надати ВАТ «Сенсус» конкретні рекомендації підвищення його платоспроможності, зокрема запропонувати варіанти щодо застосування оптимальних на сучасному етапі господарювання ВАТ «Сенсус» методів управління складовими оборотних активів – запасами, дебіторською заборгованістю, коштами.

Завдання для самостійної роботи – оформити результати обговорення як обґрунтовані пропозиції за такою схемою:

- обґрунтування можливих заходів для підвищення ліквідності балансу ВАТ «Сенсус» та його фінансової стабільності;
- визначення можливих причин нестачі грошових коштів підприємства;
- обґрунтування найбільш доцільного для ВАТ «Сенсус» різновиду політики формування оборотних активів та варіанта політики фінансування активів за даних умов його функціонування;
- визначення шляхів підвищення оборотності та рентабельності поточних активів, резервів скорочення фінансового циклу ВАТ «Сенсус».

– обґрунтування варіантів застосування оптимальних на сучасному етапі господарювання ВАТ «Сенсус» методів управління складовими оборотних активів – запасами, дебіторською заборгованістю, коштами.

Список літератури

1. *Бланк И.А.* Основы финансового менеджмента. – К., 1999.
2. *Бойчик І. М., Харів П. С., Хопчан М. І., Піча Ю. В.* Економіка підприємства: навч. посіб. – К., 2001. – 298 с.
3. *Бріггем Є.* Основы финансового менеджменту. – К.: Молодь, 1997.
4. Бухгалтерський облік та фінансова звітність в Україні / За ред. С.Ф. Голова. – Дніпропетровськ, 2000.
5. Економічний аналіз: навч. посіб. / За ред. М. Г. Чумаченка. – К.: КНЕУ, 2001.
6. *Поддєрьогін А.М.* Фінанси підприємств. – К., КНЕУ, 2000.

Тетяна Мельник, Олег Христофор

Міграція капіталу, або Подих часу

Стислий зміст

Відкрите акціонерне товариство «Вінницький завод тракторних агрегатів» (ВАТ «ВЗТА») є великим машинобудівним підприємством, яке спеціалізується на виробництві запчастин для сільгосптехніки.

Споконвічно родючі ґрунти та кліматичні умови сприяли розвитку сільського господарства на Україні. Це передбачало розбудову підприємств, які б забезпечували аграрну галузь відповідною технікою та запчастинами до неї. Такі підприємства були монополістами у своїй галузі і знаходились як в Україні, так і теперішніх країнах СНД.

Машини й устаткування для галузей АПК потребували комплектації якісними вузлами та агрегатами. Окрім цього, великим попитом традиційно користувалися запчастини до сільгосптехніки.

Унаслідок руйнування усталених економічних зв'язків, посилення тиску з боку іноземних конкурентів, браку коштів у сільгоспвиробників та низки інших негативних обставин відбувся різкий спад обсягів виробництва сільгосптехніки. Як наслідок – зменшився попит на комплектуючі вироби до неї. ВАТ «ВЗТА» почало відчувати проблеми зі збутом своєї продукції, потреба у якій, здавалося б, невичерпна. Погіршився ряд фінансових показників, а головне – скорочувався прибуток. Підприємство, залишаючись лідером на ринку, не тільки не розвивається та не відчуває припливу капіталу, але й опинилося на межі його відтоку. Спеціалісти підприємства прийняли рішення збільшити обсяг фінансування процесів просування продукції, активізацію реклами, стимулювання збуту. Але ці заходи не дали досі бажаного результату.

Цілі ситуаційної вправи

Ключовою метою ситуаційної вправи є набуття студентами практичних навичок формування прибуткової бізнес-моделі підприємства та ефективних каналів збуту його продукції.

Основні цілі вправи:

- освоєння методики визначення фази міграції капіталу підприємства та встановлення взаємозалежності між міграцією капіталу і стратегічним напрямом розвитку підприємства;
- набуття навичок формування бізнес-моделі підприємства;
- аналіз ефективності каналів товароруку та оцінення фінансових показників збутових каналів;
- вивчення методів оптимального розподілу витрат у каналах збуту продукції.

Рівень аналізу або складності ситуаційної вправи

Ситуаційна вправа розрахована на студентів, які вивчають дисципліни «Фінанси підприємств», «Фінансовий менеджмент», «Фінансовий аналіз», «Логістика», «Розподільча логістика» і мають відповідні знання з маркетингу та стратегічного менеджменту щодо формування стратегії підприємства та організації товароруку продукції.

Ситуацію можна застосовувати у навчальному процесі підготовки фахівців на рівнях спеціаліста або магістра, а також післядипломної освіти.

Необхідні матеріали та обладнання

Текст ситуаційної вправи, додатки. Прозорі плівки, графопроєктор, дошка.

Завдання для обговорення:

1. Визначте, у якій стадії міграції капіталу знаходиться підприємство і в якому стратегічному напрямі воно має розвиватися далі.

Продукція проходить цикли від зростання до старіння. Бізнес-моделі підприємств також проходять цикли і досягають економічної застарілості. Капітал мігрує від застарілих бізнес-моделей до тих, які найкраще відповідають найважливішим пріоритетам клієнтів.

Мірою здатності бізнес-моделі утворювати й утримувати капітал є ринкова вартість, тобто вона відображає ступінь здатності моделі забезпечити підприємству стійкий фінансовий стан, який є джерелом його конкурентних переваг. Ринкова вартість охоплює обсяг загального капіталу підприємства (власний та прирівняний до нього капітал, а також довгострокові зобов'язання).

Приймаючи дохід за важливий показник розміру, відношення ринкової вартості до річного доходу дозволяє по-

рівнювати потужність бізнес-моделі у створенні капіталу. Якщо річний дохід дає оцінку розміру бізнес-моделі, то відношення ринкової вартості до річного доходу стає індикатором її рентабельності та ефективності: утворює модель капіталу чи втрачає; якою мірою?

Здатність вимірювати відносну потужність бізнес-моделі дозволяє розуміти швидкість і напрям міграції капіталу. Бізнес-модель може існувати лише в одній стадії міграції капіталу: у фазі припливу, його стабільності або відпливу. Ці стадії відображають її відносну потужність до створення капіталу, що базується на здатності моделі краще, ніж конкуренти, задовольнити потреби клієнтів, а отже, отримати вищий прибуток. Тобто бізнес-модель функціонує в певній фазі міграції капіталу доти, доки вона забезпечує підприємству утримування досягнутих конкурентних переваг, і як тільки підприємство починає втрачати ці переваги, капітал перетікає в іншу фазу. Це означає, що підприємство має змінити свої стратегічні орієнтири (рис. 1 дод. 1).

У фазі припливу, що є першою, підприємство починає поглинати капітал з інших секторів своєї галузі економіки, оскільки його бізнес-модель є найкращою для задоволення потреб клієнтів. Капітал надходить у цю модель завдяки її високому економічному рівню та високій потужності, здатній задовольняти потреби клієнтів.

Фаза стабільності властива бізнес-моделям, які відповідають вимогам клієнтів та загальному рівневі конкурентоспроможності. Тривалість цієї фази може змінюватися залежно від змін пріоритетів клієнтів та появи нових, ефективніших бізнес-моделей. Протягом усієї фази стабільності капітал залишається у бізнес-моделі, але очікування помірного зростання в майбутньому перешкоджає припливу нового капіталу до підприємства.

У третій фазі капітал починає пересуватися від підприємств із традиційною діяльністю до бізнес-моделей, що найкраще відповідають новим пріоритетам клієнтів. Спочатку відплив капіталу відбувається досить повільно, проте швидкість зростає в міру подальшого старіння бізнес-моделі.

Важливою мірою визначення місця бізнес-моделі відносно трьох фаз міграції капіталу є коефіцієнт: ринкова вартість / річний дохід. Оскільки цей показник є комбінацією обігових коштів (річного доходу) та очікуваних надходжень (рин-

кової вартості), він може бути сигналом підвищення або зниження життєздатності бізнес-моделі. Коли відношення ринкової вартості до доходу високе, інвестори очікують від цієї бізнес-моделі значного зростання прибутку. Підприємства, які мають високий коефіцієнт відношення ринкової вартості до доходу (який зазвичай вище 2,0), перебувають у фазі припливу капіталу. У фазі стабільності цей показник перебуває між 0,8 та 2,0, а це свідчить про те, що майбутні можливості зростання прибутку знижуються. У фазі відпливу, коли здатність бізнес-моделі давати прибуток знижується, коефіцієнт нижче 0,8.

Для визначення місця бізнес-моделі ВАТ «ВЗТА» відносно трьох фаз міграції капіталу студенти за даними звітності (форма № 2 дод. 1 ситуаційної справи) розраховують відповідний коефіцієнт:

$$K_{\text{ВАТ «ВЗТА»}} = 33\,281,0 / 42\,590,0 \approx 0,78.$$

Стан міграції капіталу підприємства для наочності можна відтворити на рис. 2 дод. 1, з якого видно, що ВАТ «ВЗТА» знаходиться у фазі стабільності. Проте прибутки підприємства не можна назвати стабільними. Такий стан свідчить про те, що бізнес-модель підприємства не оптимальна, оскільки не відповідає повною мірою вимогам споживачів.

Визначення стратегічного напрямку подальшого розвитку підприємства базується на наявності у студентів відповідних знань з дисциплін «Маркетинг», «Стратегічний маркетинг» та «Стратегічний менеджмент». При цьому потрібно врахувати конкурентні переваги, які має підприємство, а також можливі джерела утворення нових конкурентних переваг, стратегічні спрямування підприємства, його сильні та слабкі сторони, внутрішні можливості, а також вимоги ринку. Наприклад, це може бути: стратегія поглиблення диференціації, стратегія підтримання цінового лідерства (або поєднання цих стратегій), стратегія ринкового лідера, стратегія упереджувального та мобільного захисту позицій тощо.

2. Побудуйте життєздатну бізнес-модель підприємства, визначить у ній елементи, які потребують першочергової уваги.

Для побудови бізнес-моделі, яка має бути покладена в основу обраної стратегії, потрібно зробити правильний вибір у кількох вимірах. Якщо елементи бізнес-моделі відповідатимуть основним пріоритетам клієнтів, то така модель ма-

тиме успіх. Не менш важливе також постійне зіставлення елементів один з одним для забезпечення функціонування бізнес-моделі як єдиного цілого.

Основою бізнес-моделі є базова інформація, базові припущення про клієнтів та про економіку в цілому. Успішна бізнес-модель має бути прибутковою, інакше неможливо забезпечити підприємству поліпшення фінансового стану. У табл. 1 дод. 2 наведено процес побудови бізнес-моделі у вигляді ряду показників, визначення яких допоможе студентам сформувати найважливіші її елементи.

Щоб бізнес-модель змогла утворювати капітал, треба зрозуміти, як ця модель зможе відповідати найважливішим сучасним та майбутнім пріоритетам клієнтів. Для цього студенти повинні відслідкувати зміни у пріоритетах основних споживачів продукції ВАТ «ВЗТА», які відбулися останніми роками. Динаміку змін пріоритетів клієнтів підприємства схематично можна зобразити на дошці так, як показано на рис. 1 дод. 3.

Відповідно до зміни пріоритетів споживачів студенти будують бізнес-моделі підприємства за вказаними елементами (табл. 1 дод. 3).

У наведеному прикладі бізнес-моделі підприємства першочергової уваги потребують диференціація продукції та удосконалення механізму виходу на ринок. Якщо перше не підлягає розгляду в цій дисципліні, то друге потребує аналізу результатів діяльності учасників товароруку.

3. Оцініть і проаналізуйте фінансові показники діяльності посередників у каналах збуту продукції підприємства.

Для характеристики діяльності посередників у збутових каналах не слід обмежуватися суто економічними та фінансовими показниками, хоча вони найбільш показові. Потрібно враховувати сукупність показників, які відображають ефективність взаємодії підприємства з найвпливовішими факторами зовнішнього оточення. Сукупність цих показників показана на рис. 1 дод. 4.

Для оцінення фінансових результатів діяльності кожної групи учасників каналів збуту продукції підприємства пропонуємо розрахувати такі показники:

$$1. \text{Оборотність активів} = \frac{\text{Чистий обсяг продажу}}{\text{Загальна сума активів}}$$

$$2. \text{Коефіцієнт прибутковості} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Чистий обсяг продажу}}.$$

$$3. \text{Дохід на активи} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Загальна сума активів}}.$$

$$4. \text{Співвідношення між позиковим і власним капіталом} = \frac{\text{Позиковий капітал}}{\text{Власний капітал}}.$$

$$5. \text{Прибуток на авансований капітал} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Власний капітал}}.$$

Результати розрахунків для наочності студенти можуть узагальнити у таблиці (табл. 1 дод. 4).

Для оцінення фінансових результатів діяльності посередників студенти можуть навести розрахунки й інших показників, які вони вважають важливими. Цю систему фінансових показників доцільно доповнювати також характеристиками, що містить рис. 1 дод. 4.

За результатами розрахунків і аналізу студенти роблять відповідні висновки.

4. Розробіть схему розподілу збутових витрат у каналах товароруху продукції підприємства.

Базуючись на висновках попереднього завдання, студенти можуть пропонувати різні відомі їм, достатньо обґрунтовані й ефективні схеми розподілу збутових витрат підприємства у каналах товароруху його продукції.

Як один з можливих варіантів пропонуємо таку систему розподілу витрат.

У процесі формування каналів збуту і розподілу збутових витрат потрібно виокремити всі можливі потоки. При цьому під потоком розумітимемо сукупність функцій, які послідовно виконують учасники каналу. Такі потоки відображено схематично на рис. 1 дод. 5.

За розподілу витрат на товарорух потрібно враховувати інтенсивність зусиль кожного учасника каналу, а також вагові коефіцієнти функцій на товарорух, наведені у табл. 1 дод. 5. При цьому вагові коефіцієнти функцій встановлені виходячи з важливості кожної функції для досягнення основної мети логістичного каналу розподілу – задоволення споживача та отримання прибутку виробником.

- виробник:
 $20 \times 0,2 + 0,05 \times 30 + 0,3 \times 50 + 0,02 \times 20 + 0,18 \times 60 +$
 $+ 0,15 \times 35 + 0,06 \times 50 + 0,04 \times 25 = 40,95\%$;
- дистриб'ютори:
 $0,2 \times 15 + 0,05 \times 0 + 0,3 \times 10 + 0,02 \times 20 + 0,18 \times 5 +$
 $+ 0,15 \times 30 + 0,06 \times 10 + 0,04 \times 5 = 12,6\%$;
- дилери:
 $0,2 \times 65 + 0,05 \times 70 + 0,3 \times 40 + 0,02 \times 60 + 0,18 \times 35 +$
 $+ 0,15 \times 35 + 0,06 \times 40 + 0,04 \times 70 = 46,45\%$.

Отже, оптимальною буде ситуація, коли підприємство-виробник, тобто ВАТ «ВЗТА», буде витратити на товарирух 40,95% загальної суми цих витрат, його дистриб'ютори – 12,6%, а дилери – 46,45%.

Для раціональнішого витрачання коштів у кожному каналі товароруху, а також для обґрунтованого перерозподілу капіталовкладень у процеси і потоки, пов'язані з меншим рівнем витрат, доцільно використовувати достатньо відомий метод ABC. Розрахунок собівартості за видами діяльності (ABC) належить до методу розподілу витрат між товарами з урахуванням дій, необхідних для виробництва цих товарів. Упродовж тривалого часу її застосовують у багатьох виробничих, розподільчих і обслуговуючих організаціях. ABC-аналіз виходить із тієї основоположної концепції, що слід враховувати всі витрати, пов'язані з певним товаром. До них належать витрати на логістику, виробництво, обслуговування, технології, маркетинг, збут, а також адміністративні витрати і вартість інформаційних ресурсів. Коли всі ці витрати враховані на рівні товару, керівництво чіткіше уявляє, виробництво яких товарів потребує більших витрат. Отримана таким чином інформація може змінити всі уявлення керівництва підприємства і змусити його повністю відмовитися від виробництва тих чи інших товарів і асортиментних груп або змінити акценти у виробництві, скоротивши випуск одних товарів і збільшивши виготовлення інших.

Блок-схему ABC-аналізу зображено на рис. 1 дод. 6.

Застосуємо цей процес на рівні досліджуваного підприємства (табл. 1 дод. 7).

Третій крок, передбачений блок-схемою на рис. 1 дод. 6, потребує розподілу потокових витрат між різними каналами, які використовує підприємство для реалізації всього

асортименту виготовлюваної ним продукції. Тому доцільно створити базу для розподілу витрат, пов'язаних з різними функціональними категоріями, для різних каналів товароруку або груп споживачів. Одним з варіантів такої бази розподілу витрат може бути база, наведена у табл. 1 дод. 8.

Наприкінці заняття викладач підбиває підсумок щодо розроблених бізнес-моделей, а також проектів розподілу витрат у каналах товароруку, вказує на переваги і недоліки кожного з них. Найбільш обґрунтовані заходи можна об'єднати у загальний план поліпшення фінансового стану підприємства.

Орієнтовний план і розклад обговорення

Ситуаційна вправа розрахована на 4 академічні години (180 хв).

На занятті, що передує роботі над ситуаційною вправою, викладач зобов'язує студентів самостійно:

- 1) ознайомитися з текстом ситуаційної вправи;
- 2) відвідати сайт підприємства: <http://www.vzta.vinnitsa.com>;
- 3) додатково переглянути рекомендовану літературу.

План роботи в аудиторії:

10 хв – вступ, обмін інформацією, отриманою з вказаних вище та інших джерел;

30 хв – виконання й обговорення 1-го завдання;

60 хв – виконання й обговорення 2-го завдання;

20 хв – виконання й обговорення 3-го завдання;

50 хв – підготовка й обговорення 4-го завдання;

10 хв – підбиття підсумків роботи над вправою.

Список літератури

1. *Кальченко А. Г.* Логістика: Навч. посіб. – К.: КНЕУ, 2000. – 148 с.

2. Логістика: Учеб. пособие / Под ред. Б. А. Аникина. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 327 с.

3. *Немцов В. Д., Довгань Л. Є.* Стратегічний менеджмент: Навч. посіб. – К., 2001. – 560 с.

4. *Сергеев В. И.* Логістика в бизнесе: Учебник. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 608 с.

5. *Сливоцький А.* Міграція капіталу: як у замислах на кілька років випередити своїх конкурентів: Пер. з англ. – К.: Університетське вид-во «Пульсари», 2001. – 296 с.

Додатки

Додаток 1

Фази міграції капіталу

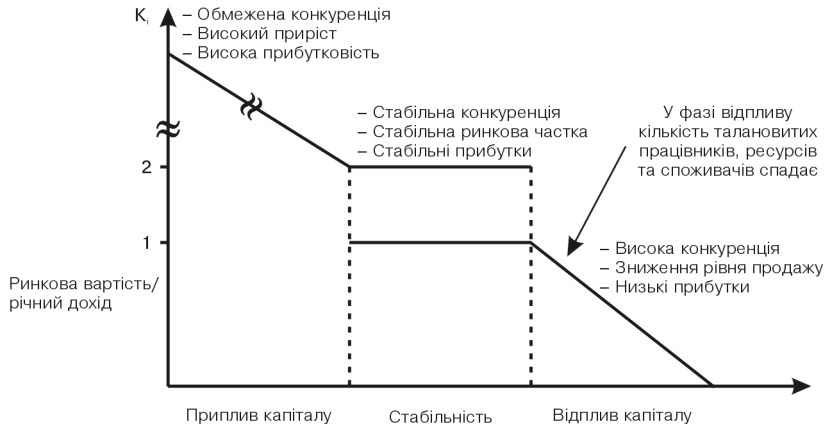


Рис. 1. Характеристика фаз міграції капіталу

МЕТОДИЧНІ ВКАЗІВКИ
ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

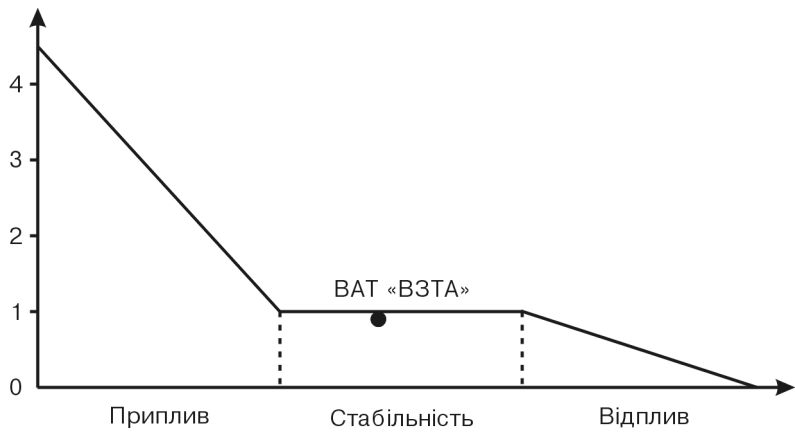


Рис. 2. Положення підприємства відносно трьох фаз міграції капіталу

Характеристика елементів бізнес-моделі підприємства**Таблиця 1. Формування елементів бізнес-моделі підприємства**

Вимір	Показник виміру
Фундаментальні припущення	Зміна клієнтів; зміна їх пріоритетів; способи забезпечення приросту прибутку у даному бізнесі
Відбір клієнтів	Клієнти, для яких потрібно працювати; клієнти, які зможуть сприяти зростанню капіталу
Профіль	Товари/послуги, які реалізовуватиме підприємство; додаткова діяльність, яку можна проводити у межах підприємства; діяльність, якою доцільно займатися у співпраці з іншими підприємствами
Диференціація	Підтвердження унікальності підприємства у здобутті капіталу; причини, з яких клієнт хоче купувати саме у нього; його основні конкуренти; ступінь переконливості диференціації підприємства відносно до конкурентів
Повернення капіталу	Форма оплати споживачем товарів/послуг, що пропонує підприємство; способи винагородження акціонерів підприємства
Система купівлі	Способи купівлі підприємством; відносини, які воно використовує — тимчасові чи довгострокові, антагоністичні чи партнерські
Система виробництва/управління	Обсяги виробництва підприємством у співробітництві; ціни (постійні чи змінні), на яких базується його економіка вироблення/постачання послуг
Інтенсивність капіталу	Ступінь інтенсивності капіталу та фіксації коштів в управлінській системі підприємства; врахування переваг системи з меншою інтенсивністю капіталу і з менш фіксованими коштами
Система розвитку продуктів/ центрів дослідження і розвитку	Спосіб приведення системи в дію (власними силами чи з залученням інших підприємств); ступінь фокусування на процесі виробництва чи на продукті; ступінь фокусування на ретельному відборі проектів; швидкість розвитку
Організаційна система	Ступінь централізації або децентралізації; форма піраміди чи мережі; функціональна, ділова чи матрична; просування власних працівників чи прийом фахівців іззовні
Механізм виходу на ринок	Засоби прямої торгівлі, дешевого збуту; механізм управління стосунками з великими клієнтами; наявність ліцензій

Зміна пріоритетів клієнтів ВАТ «ВЗТА» і його бізнес-модель

Рис. 1. Зміна пріоритетів клієнтів ВАТ «ВЗТА»

Таблиця 1. Бізнес-модель ВАТ «ВЗТА»

Елементи маркетингової конкурентної стратегії розвитку	Вибір підприємства
Фундаментальні припущення	Попит на запчастини до сільгосптехніки в аграрних країнах буде існувати завжди, але технічні вимоги будуть більш жорсткими
Відбір клієнтів	Фермерські господарства
Профіль	Виробництво комплектуючих та запчастин до сільгосптехніки
Диференціація	Продаж нових модифікацій. Ціна
Система виробництва	Унікальність технології
Повернення капіталу	Збільшення обсягів продажу за рахунок низької ціни
Інтенсивність капіталу	Вище середньої
Механізм виходу на ринок	Дистриб'ютори. Прямий продаж. Дилери

Діяльність учасників каналів товароруху VAT «ВЗТА»

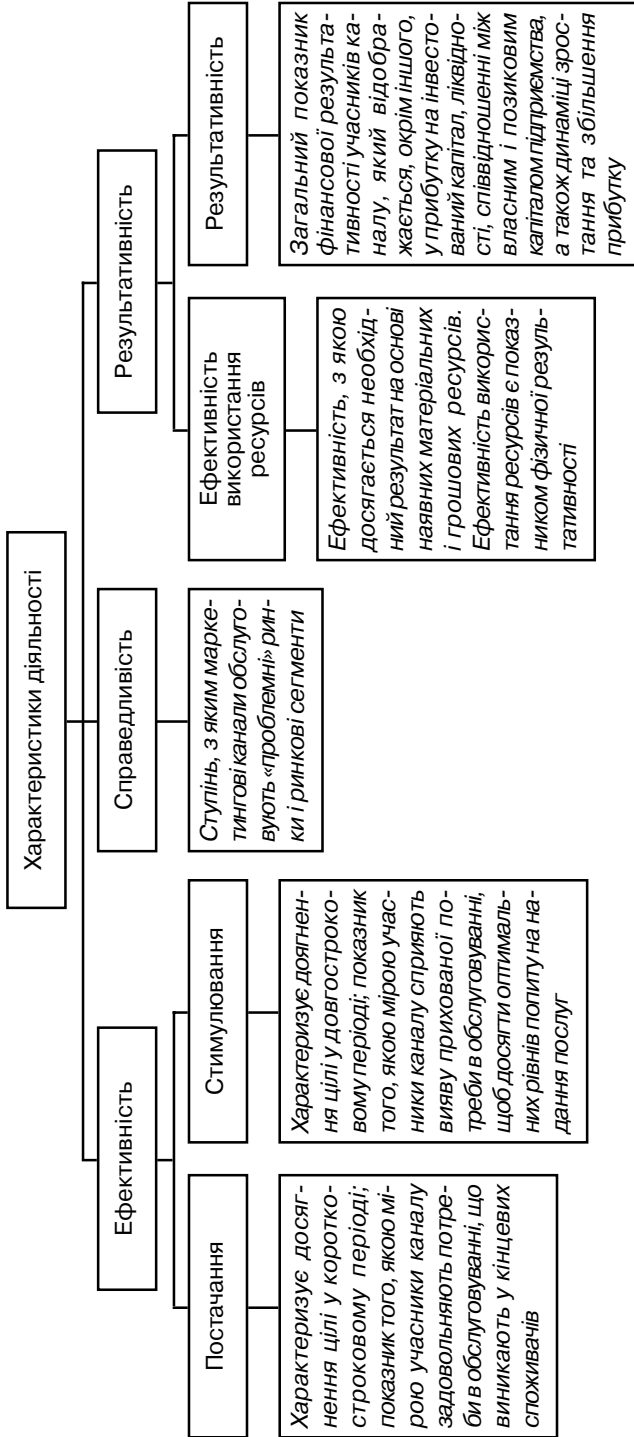


Рис. 1. Характеристики діяльності учасників каналів товароруху

Таблиця 1. Оцінка фінансових результатів діяльності учасників каналів товароруху продукції ВАТ «ВЗТА»

Показник	Учасники каналів		
	Виробник	Дистриб'ютор	Дилери
1. Оборотність активів (чистий обсяг продажу / загальна сума активів)	$42\,590 / 44\,527 \approx 0,95$	0,90	0,92
2. Коефіцієнт прибутковості (чистий прибуток / чистий обсяг продажу)	$922 / 42\,590 \approx 0,022$	0,013	0,019
3. Дохід на активи (чистий прибуток/загальна сума активів)	$922 / 44\,527 \approx 0,021$	0,012	0,017
4. Співвідношення між позиковим і власним капіталом (позиковий капітал/власний капітал)	$11\,342 / 32\,836 \approx 0,35$	0,44	0,39
5. Прибуток на авансований капітал (чистий прибуток/власний капітал)	$922 / 32\,836 \approx 0,03$	0,015	0,023

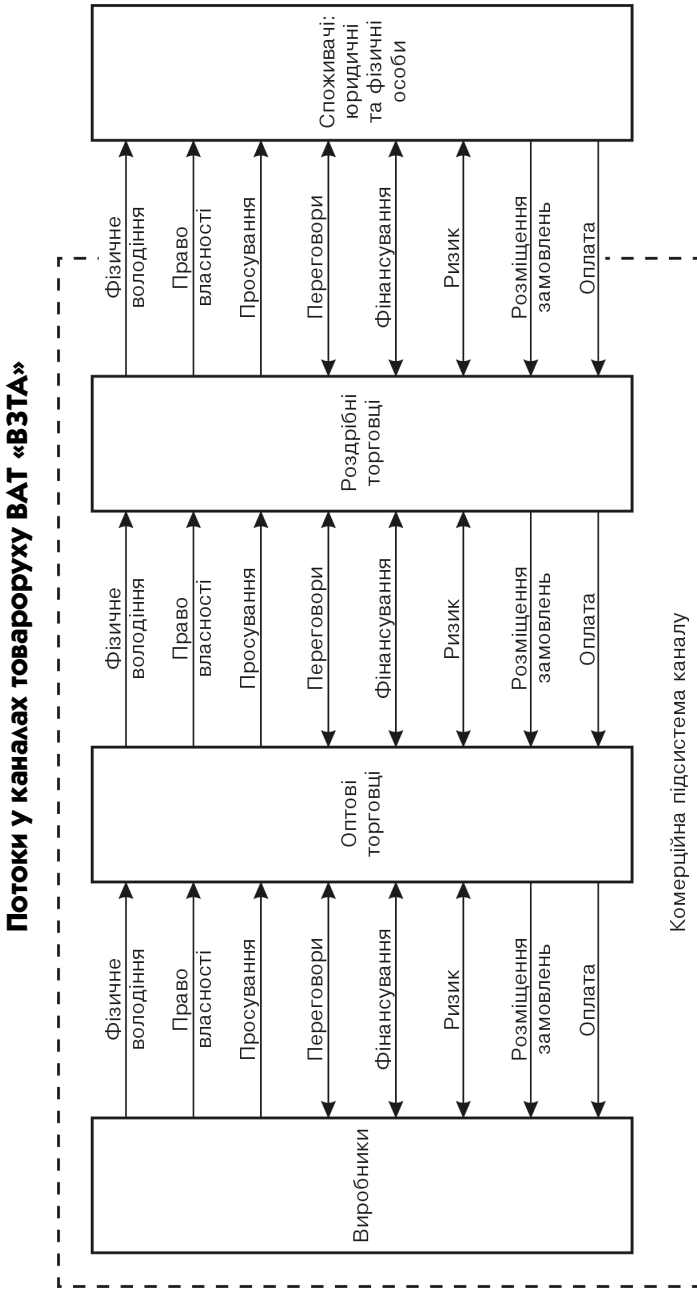


Рис. 1. Схема потоків у каналах товароруху підприємства

Таблиця 1. Розподіл витрат між функціональними потоками та учасниками товароруху підприємства ВАТ «ВЗТА», %

Функціональний потік	Ваговий коефіцієнт	Виробник (ВАТ «ВЗТА»)	Дистриб'ютори	Дилери	Кінцеві споживачі
Фізичне володіння	0,20	20	15	65	100
Право власності	0,05	30	0	70	100
Стимулювання збуту	0,30	50	10	40	100
Переговори	0,02	20	20	60	100
Фінансування	0,18	60	5	35	100
Ризик	0,15	35	30	35	100
Замовлення	0,06	50	10	40	100
Оплата	0,04	25	5	70	100
Усього	1,00				

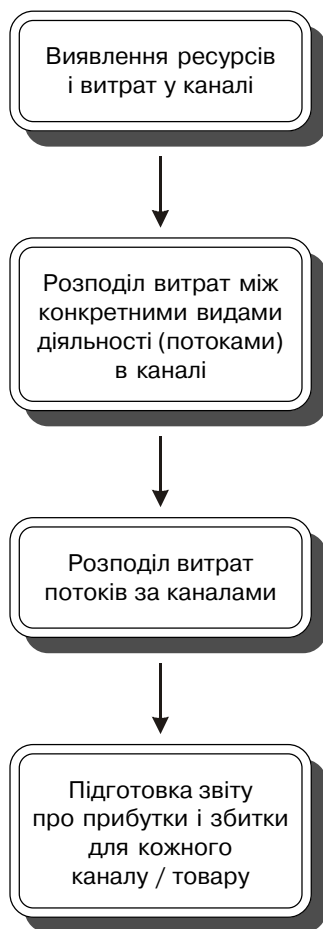
Алгоритм розрахунку витрат у каналах збуту

Рис. 1. Процес розрахунку собівартості за видами діяльності у каналах товароруху

Додаток 7

**Розподіл витрат за основними статтями
 у каналах товароруху ВАТ «ВЗТА»**

Таблиця 1. Розподіл функціональних витрат на товарорух за основними статтями, тис. грн

Статті витрат	Усього	Фізичне володіння		Стимулювання збуту			Замовлення та оплата виставлення рахунків та приймання оплати
		зберігання	постачання	особистий продаж	реклама	просування товарів	
1	2	3	4	5	6	7	8
1. Прямий канал							
Заробітна плата	44,3	2,2	1,5	29,5	7,4	2,9	0,8
Реклама	38,4	-	-	-	23,0	15,4	-
Транспортування	18,1	-	18,1	-	-	-	-
Оренда	19,7	14,1	0,3	2,8	1,1	0,6	0,8
Страховання	1,3	0,9	0,3	-	-	-	0,1
Сировина і матеріали	2,6	-	1,2	0,3	0,4	0,4	0,3
Разом	124,4	17,2	21,4	32,6	31,9	19,3	2,0
2. Однорічний канал (через дистриб'юторів)							
Заробітна плата	68,9	3,4	2,3	46,0	11,5	4,5	1,2
Реклама	29,5	-	-	-	17,7	11,8	-
Транспортування	33,2	-	33,2	-	-	-	-
Оренда	66,5	47,5	0,9	9,5	3,8	1,9	2,9

Продовження табл. 1

1	2	3	4	5	6	7	8
Страховання	2,8	2,0	0,7	–	–	–	0,1
Сировина і матеріали	6,5	–	3,3	0,6	1,0	1,0	0,6
Разом	207,4	52,9	40,4	56,1	34,0	19,2	4,8
3. Дворіневий канал (через дилерів та дистриб'юторів)							
Заробітна плата	260,2	13,0	8,6	173,6	43,5	17,2	4,3
Реклама	35,7	–	–	–	21,4	14,3	–
Транспортування	62,5	–	62,5	–	–	–	–
Оренда	123,8	88,4	1,7	17,7	7,1	3,6	5,3
Страховання	5,0	3,6	1,2	–	–	–	0,2
Сировина і матеріали	10,5	–	5,3	1,0	1,6	1,6	1,0
Разом	497,7	105,0	79,3	192,3	73,6	36,7	10,8

Приклад бази розподілу витрат у каналах товароруху

Таблиця 1. База розподілу виробником функціональних категорій витрат за каналами товароруху або групами споживачів

Функціональні категорії витрат	Бази розподілу за каналами або групами споживачів
Зберігання готової продукції	Площа, яку займає продукція та термін її зберігання
Формування (виконання) замовлення	Кількість рядків рахунку-фактури
Пакування та відвантаження	Вага або кількість одиниць продукції, яка постачається
Транспортування	Вага або кількість одиниць продукції, яка постачається
Збут	Кількість комерційних зв'язків
Реклама	Вартість реклами для конкретного споживача
Стимулювання збуту	Вартість заходів з просування товару
Надходження замовлення	Кількість замовлень
Виставлення рахунку	Кількість рядків рахунку-фактури
Надання кредиту	Середня сума невиплаченого кредиту
Дебіторська заборгованість	Кількість відправлених рахунків-фактур

Біографічні довідки про авторів

Глибокий Валентин Миколайович, студент факультету банківської справи Київського національного торговельно-економічного університету.

Долгова Олена Олександрівна, асистент кафедри фінансів Київського національного торговельно-економічного університету, де здобула вищу освіту (2001).

Кравець Назар Аретійович, начальник контрольно-правового відділу Львівського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Закінчив Львівський державний університет ім. Івана Франка за спеціальністю «Англійська мова та література» (1991 року) та Міжгалузевий інститут підвищення кваліфікації кадрів при Львівському державному університеті ім. Івана Франка за спеціальністю «Право» (1997). Працював у виконавчому комітеті Львівської міської ради народних депутатів та Львівській обласній державній адміністрації. Викладає у Львівському інституті менеджменту на короткотермінових навчальних семінарах з підготовки та перепідготовки фахівців фондового ринку та посадових осіб акціонерних товариств.

Медуха Уляна Юрївна, викладач кафедри фінансів Київського національного торговельно-економічного університету. Закінчила Кіровоградський інститут сільськогосподарського машинобудування, де здобула фах «Інженер-конструктор» (1997) та Кіровоградський державний технічний університет за спеціальністю «Фінанси» (2000). Викладала фінансові дисципліни у Кіровоградському інституті комерції та Кіровоградському філіалі Національної академії внутрішніх справ. Здобувач НДФІ при Міністерстві фінансів України.

Мельник Тетяна Степанівна, асистент кафедри економіки промисловості та організації виробництва Вінницького

національного технічного університету. Закінчила Київський інститут народного господарства ім. Д.С. Коротченка (1987), де здобула фах економіста. У 1987–1989 рр. працювала старшим економістом у відділі матеріально-технічного постачання Вінницького заводу радіотехнічної апаратури.

Нечепоренко Оксана Григорівна, молодший науковий співробітник Міжнародного інституту бізнесу. Здобула ступінь магістра фінансів у Київському національному економічному університеті (2003).

Сороківська Марія Василівна, фінансовий директор ВАТ «Сенсус». Закінчила Львівську комерційну академію за спеціальністю «Фінанси і кредит». У 2002–2003 рр. – викладач бухгалтерського обліку в Львівському кооперативному коледжі економіки і права.

Тринчук Віктор Вікторович, викладач кафедри фінансів, аспірант Київського національного торговельно-економічного університету, де здобув диплом магістра фінансів (2002). Працював менеджером по зв'язках із громадськістю ЗАТ «Видавництво «Бліц-Інформ».

Христофор Олег Вікторович, асистент кафедри економіки промисловості та організації виробництва Вінницького національного технічного університету, в якому набув фах «Економіст. Менеджер виробництва» (1978).

Шалімова Олена Олексіївна, викладач кафедри «Фінанси» Харківського бізнес-коледжу. Закінчила Харківський банківський коледж (1996) та Харківський державний економічний університет за спеціальністю «Фінанси та кредит» (2000). Здобувач кафедри теорії та методики професійної освіти Харківського державного педагогічного університету ім. Г. С. Сковороди.

Шевчук Віра Романівна, викладач Львівського інституту менеджменту, кандидат економічних наук. Закінчила Львівський державний університет ім. Івана Франка за спеціальністю «Облік і аудит» (1995) та аспірантуру при ньому (1999). Протягом 1994–2004 рр. за сумісництвом працювала головним бухгалтером кількох підприємств.

Навчально-методичне видання

КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ ТА ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Методичні вказівки

Упорядники

*Сидоренко Олександр Іванович,
Редько Павло Сергійович*

Редактор

Крамаренко Світлана Іванівна

Коректор

Єсипенко Любов Григорівна

Верстка

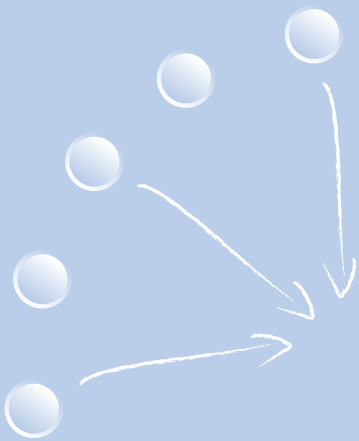
Мазко Олег Анатолійович

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до Державного реєстра видавців, виготовників
і розповсюджувачів видавничої продукції
серія ДК № 1402 від 24 червня 2003 року

Навчально-методичний центр
«Консорціум із удосконалення менеджмент-освіти в Україні»
Вул. Еспланадна, 28, оф. 7, Київ, 01023
Тел./факс: (044) 248-72-39, 248-72-49
E-mail: ceume@ceume.org.ua
www.ceume.org.ua

Підписано до друку 15.07.2004.
Формат 70x100/16. Ум. друк. арк. 9,76. Обл. вид. арк. 11,05.
Друк офсетний. Папір офсетний. Гарнітура JournalC.

Друк СП «Інтертехнодрук»
Вул. О. Гончара, 30 А, м. Київ, 01054
Тел. (044) 238-64-60
Зам. №



КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ ТА ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

МЕТОДИЧНІ ВКАЗІВКИ

Методичні вказівки до ситуаційних вправ, вміщених у посібнику "Корпоративне управління та фінансовий менеджмент: ситуаційні вправи" (Київ, 2004), допоможуть викладачам інтегрувати вправи у навчальні курси, організувати дискусію серед студентів, загострити її у необхідний момент, ставити запитання та вміти компетентно й аргументовано відповідати на них.

Методичні вказівки, підготовлені авторами ситуаційних вправ на основі власного досвіду використання, стануть для викладача-початківця незамінним посібником.

Усі вправи відповідають нормативним дисциплінам.



ПРОЕКТ "КОРПОРАТИВНИЙ РОЗВИТОК В УКРАЇНІ"
МІЖНАРОДНОЇ ФІНАНСОВОЇ КОРПОРАЦІЇ
вул. Спаська, 30, 2-й блок, 6-й поверх,
Бізнес-центр, "Поділ-плаза"
04070, м. Київ
www2.ifc.org/ukraine/ucdp



Canadian
International
Development
Agency

Agence
canadienne de
developpement
international

Staatssekretariat für Wirtschaft
Secrétariat d'Etat à l'économie
Segretario di Stato dell'economia
State Secretariat for Economic Affairs

seco



КОНСОРЦІУМ ІЗ УДОСКОНАЛЕННЯ МЕНЕДЖМЕНТ-ОСВИТИ В УКРАЇНІ
CONSORTIUM FOR ENHANCEMENT OF UKRAINIAN MANAGEMENT EDUCATION

вул. Еспланадна, 28, офіс 7, 01023, м. Київ
Тел./факс (044) 248 7239, 248 7249
Email: ceume@ceume.org.ua
www.ceume.org.ua

ISBN 966-8487-21-4

