

З цього випливає, що результати державної трансфертної політики наразі не відповідають пріоритетам держави, визначених алгоритмом формульного розрахунку. Підходи до формування місцевих бюджетів, що застосовуються дотепер, стають на заваді проведенню структурних реформ у секторі державного управління та економіці в цілому. Ця політика стосовно невеликих громад, як виявилось, практично не впливає на ефективність функціонування органів місцевого самоврядування та не стимулює їх до нарощування власної доходної бази. Якщо вона не буде переглянута, у перспективі вірогідна повна втрата такими місцевими бюджетами ознак фінансової самодостатності та фактичне перетворення їх на агентів центрального уряду, які фінансуються здебільшого за рахунок фінансових ресурсів, переданих їм у формі МБТ. Не можна не погодитись у зв'язку з цим з думкою І. О. Луніної стосовно того, що економічно слабкі території могли б отримати значно більший соціально-економічний ефект, якби посилювали свою власну економічну та фінансову базу, а не просто покладалися на покриття поточних видатків за рахунок державних коштів [5].

Тому вихід з цієї ситуації може полягати у наданні місцевим бюджетам адекватних джерел власних доходів та перерозподілі видаткових повноважень між бюджетами, що частково реалізується у прийнятому Верховною Радою України законопроекті № 2709 від 23 червня 2009 р. "Про внесення змін до Бюджетного кодексу України".

В якості загального висновку дослідження треба зазначити, що виявлений ефект "зміщення видатків" у бюджетах невеликих територіальних громад вказує на наявність схильності органів місцевого самоврядування до проведення видатків споживання, тоді як завдання забезпечення розвитку для таких громад відходять на другий план. При цьому увага органів місцевого самоврядування невеликих громад та місцевих державних адміністрацій концентрується не на якості відповідних суспільних послуг, а на забезпеченні фінансування мінімально необхідного рівня поточних потреб наявної мережі бюджетних установ, прикладом чого є спрямування значної частини видатків, що враховуються прим визначені МБТ, на оплату праці в бюджетних установах. Названі проблеми є наслідком вад сучасної трансфертної політики держави щодо місцевого самоврядування. Також вказане свідчить про те, що розпорощення інвестиційних субвенцій з державного бюджету в кращому випадку призводить до короткострокової "фіксації" окремих проблем громади-отримувача, при цьому

суттєво не впливаючи на їх першопричини, а в гіршому – до їх "проїдання" (шляхом заміщення субвенцією коштів 2-го кошика доходів).

Відсутність у невеликих територіальних громадах достатньої кількості кваліфікованої робочої сили та адміністративного персоналу, належної інфраструктури та недостатня якість суспільних послуг призводять до стагнації соціально-економічного розвитку таких громад, що, в свою чергу, призводить до відтоку з її території факторів виробництва і до низького рівня надходження власних та закріплених доходів, що веде до подальшого погіршення стану інфраструктури та якості суспільних послуг.

У такий спосіб у значній кількості сільських громад формується свого роду "замкнене коло бідності", розірвання якого можливе або шляхом проведення в Україні давно анонсованої адміністративно-територіальної реформи та укрупнення територіальних громад базового рівня, що, до речі, відповідає об'єктивним демографічним та міграційним процесам у країні, або завдяки спрямуванню значних додаткових фінансових ресурсів з державного бюджету на реалізацію інфраструктурних проєктів у таких громадах, що, проте, як показує досвід країн Центральної та Східної Європи, навряд чи дасть бажаний результат [6]. Тобто, найбільш ефективним рішенням, незважаючи на його високу політичну ціну, вбачається саме проведення у найближчий час адміністративно-територіальної реформи, з подальшим реформуванням міжбюджетних відносин у напрямку посилення зацікавленості місцевих органів влади до нарощування власних доходів та змінами акцентів у державній підтримці територіального розвитку, зокрема сприяння формуванню за рахунок інвестиційних трансфертів з державного бюджету "точок економічного зростання" на базі укрупнених територіальних громад.

1. Регулювання міжбюджетних відносин: Україна і європейський досвід: Монографія / За ред. В. Г. Бодрова. – К.: Вид-во НАДУ, 2006. – С. 8.
2. Деякі питання врегулювання міжбюджетних відносин: Постанова Кабінету Міністрів України № 1782 від 31.12.2004 // Офіційний вісник України. – 2005. – № 1. – Ст. 19.
3. Цехановський І. Л. Аналіз впливу міжбюджетних трансфертів на якісні показники суспільних послуг, що надаються в сільських громадах Вінницької області // Науковий вісник Буковинської державної фінансової академії: Збірник наукових праць. – Вип. 3 (12). – Ч. 2. – Економічні науки. – Чернівці: Технодрук, 2008. – С. 231.
4. Єріна А. М. Статистичне моделювання та прогнозування: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2001. – С. 4.
5. Луніна І. О. Державні фінанси та реформування міжбюджетних відносин. – К.: ДНВП "Видавництво "Наукова думка" НАН України, 2006. – С. 354.
6. Святевич П. Основы фискальной децентрализации: Справочное руководство для стран с переходной экономикой. – Budapest: OSI/LGI, 2003. – С. 12.

Надійшла до редколегії 09.06.2009

Г.В. Мисака, канд. екон. наук, доц.

ФОРМУВАННЯ МЕТОДОЛОГІЧНИХ ЗАСАД АНАЛІЗУ ФІНАНСОВОГО СТАНУ ЕМІТЕНТІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

В статті представлено результати дослідження ролі методологічних засад аналізу фінансового стану емітентів цінних паперів в процесі прийняття інвестиційних рішень учасниками фондового ринку в умовах фінансової кризи.

The article presents the results of the study the role of the methodological basis of the finance analysis of the in the investment decision-making by the stock market participants under the conditions of the financial crisis.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Світова фінансова криза, призвівши до банкрутства багатьох компаній і, зокрема, відомих в усьому світі General Motors та Lehman Brothers, завдала важкого удару підвалинам фондового ринку. Прогнозування тренду котировань цінних паперів, що є основою активної діяльності учасників фондового ринку, в умовах невизначеності щодо реального стану та стабільності фінансового стану компаній-емітентів вимагає перегляду підходів до застосовуваних методів оцінки якості цінних паперів.

Зокрема, скорочення практики використання технічного аналізу, який ґрунтується на впевненості, що в ринкових цінах фінансових інструментів акумульовані всі ті дані, які в подальшому публікуються в звітах компанії та із запізненням стають об'єктом фундаментального аналізу. Базові постулати технічного аналізу, сформовані Ч. Доу понад 100 років тому (ринковий курс враховує усі чинники, що впливають на ціну; рух цін підпорядкований тенденціям, що мають бути виявлені аналітиком на ранніх стадіях їх розвитку для участі в торгах відповідно до

їх напрямку; історія повторюється і ті правила, що діяли у минулому, діють і зараз, а також діятимуть і в майбутньому), виявилися мало пристосованими до використання в непевних умовах фінансової кризи саме через кардинальні порушення ланцюгу тенденцій та первісність кризового явища такого масштабу. У зв'язку з цим актуалізувалися питання підвищення вимог до достовірності показників фінансової звітності компанії-емітентів, що використовуються аналітиками у розрахунках, а також застосування альтернативних технічному аналізу методів оцінки якості цінних паперів, зокрема, таких, що ґрунтуються на дослідженні фінансового стану емітента.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Проблеми застосування аналітичного інструментарію в процесі прийняття інвестиційних рішень учасниками фондового ринку на різних етапах його розвитку та функціонування досліджували у своїх працях такі вітчизняні та зарубіжні вчені як Л. Бернстайн, Л. Грінін, А. Коротасев, Д. Медоуз, І. Рандерс, К. Рейнхарт, А. Пересада та інші. [1-8] Віддаючи належне отриманим результатам та сформованим пропозиціям, вважаємо за доцільне переглянути запропоновані підходи до формування методологічних засад аналізу фінансового стану емітентів цінних паперів, враховуючи тривалість кризових явищ у світовій економіці та невизначеність щодо подальших перспектив розвитку фондового ринку.

Цілі статті. На основі дослідження сучасного стану методології та організації аналізу учасниками фондового ринку в Україні фінансового стану емітентів цінних паперів та вивчення зарубіжної практики оцінки якості цінних паперів необхідно: 1) визначити перспективні напрями формування методологічних засад аналізу фінансового стану емітентів цінних паперів в умовах фінансової кризи для прийняття ефективних інвестиційних рішень; 2) обґрунтувати методику проведення аналізу фінансового стану компанії з метою подальшого прогнозування кон'юнктури ціни її акцій на ринку.

Основні матеріали дослідження. Фондовий ринок виступає універсальним механізмом опосередкування та уніфікації відносини, що виникають між інвесторами та емітентами цінних паперів, шляхом трансформації прагнень та очікувань кожного окремого інвестора, що склалися на основі аналізу доступних йому відомостей, в спільне інформаційне поле, де визначається якість та вартість цінних паперів.

Найпоширенішими методами оцінки якості цінних паперів у світовій практиці виступають фундаментальний і технічний аналіз, статистичні прийоми оцінки ризиків, комплексні методики визначення інвестиційних рейтингів емітентів тощо. За умов вітчизняного фондового ринку (внаслідок відсутності історичної інформації про емітентів) використовуються переважно методи фундаментального аналізу. Особливістю прогнозування ціни певного виду цінних паперів на основі методики фундаментального аналізу є проведення аналізу фінансового стану емітента із подальшим коригуванням одержаних даних на результати макроекономічного та галузевого аналізу.

Фундаментальний аналіз має на меті визначення оцінки вартості акцій компанії на основі даних її фінансової звітності для прийняття рішень щодо інвестування коштів в таку компанію і може проводитися у двох напрямках:

- ✓ порівняльний аналіз (шляхом розрахунку фінансових коефіцієнтів);
- ✓ DCF-аналіз (шляхом побудови моделі DCF (DCF – дисконтований грошовий потік).

Аналіз фінансового стану емітента цінних паперів проводиться інвесторами з метою визначення розрахункової (внутрішньої або теоретичної) вартості його акцій. Сутність розрахункової вартості цінного паперу полягає в тому, що вона являє собою абстраговану від поточної ринкової

кон'юнктури ціну, яка враховує фінансово-економічний стан компанії та перспективи її діяльності. Ринкова ціна та розрахункова вартість цінного паперу часто не збігаються, оскільки кожен інвестор формує суб'єктивні очікування щодо майбутніх доходів, спираючись на власні результати аналізу. Якщо цінні папери компанії продаються із суттєвим дисконтом по відношенню до аналогічних фінансових інструментів, то фахівці рекомендуватимуть їх купувати. Або якщо у разі побудови моделі DCF у цінного паперу виявлено потенціал у 50%, тоді навіть на падаючому ринку, такі акції будуть рекомендовані інвесторам до придбання. Більш точний прогноз забезпечується застосуванням порівняльного та DCF-аналізу одночасно. У цьому разі слід визначити значущість кожного із застосовуваних напрямів аналізу. Зазвичай встановлюється 70% ваги DCF-аналізу та 30% порівняльного.

На основі порівняння ринкової ціни та розрахункової вартості цінного паперу визначається доцільність інвестиційних рішень щодо наявного або потенційного вкладення. Якщо розрахункова вартість цінного паперу, визначена інвестором, вища за поточну ринкову ціну, то такий папір вигідно в даний момент придбати, оскільки він недооцінений на ринку, і навпаки. У випадку, коли ринкова ціна та розрахункова вартість цінного паперу збігаються, проведення спекулятивних операцій з ним недоцільне. Вибір рекомендацій залежить від потенціалу росту, наприклад:

- ✓ купувати – потенціал росту понад 15%;
- ✓ тримати – потенціал від – 15% до + 15%;
- ✓ продавати – потенціал падіння понад 15%.

Конкретне значення потенціалу росту залежить від специфіки ринку. Тобто якщо ринок зростає на 5% на рік, то для акцій з потенціалом в 10% буде встановлено рекомендацію "Купувати".

Фінансовий стан компанії, як результат взаємодії всіх елементів системи фінансових відносин, характеризується сукупністю показників, які відображають наявність, розміщення та використання фінансових ресурсів. (рис. 1).

В процесі аналізу фінансового стану досліджуються питання структури і динаміки засобів компанії та джерел їх утворення; дається оцінка забезпеченості підприємства ресурсами та ефективності їх використання; визначається платоспроможність та ліквідність як індикатори фінансової стійкості та стабільності суб'єкта господарювання; виокремлюються та вимірюються фактори, що вплинули на зміну фінансового стану; оцінюється економічний потенціал компанії, визначаються невикористані резерви підвищення прибутковості фінансово-господарської діяльності та перспективи подальшого розвитку бізнесу.

Економічна сутність поняття фінансової стійкості компанії зводиться до визначення співвідношення залучених та власних коштів. Якщо власні кошти перевищують борги компанії, то її фінансовий стан вважається стійким. Показники фінансової стійкості характеризують стан і структуру активів компанії та забезпеченість їх джерелами покриття. Показники фінансової стійкості можна поділити на такі, що:

- ✓ призначені для оцінки достатності капіталу (коефіцієнти фінансової стійкості, фінансової автономії, заборгованості довгострокового залучення коштів, фінансування, капіталізації);
- ✓ характеризують загальні тенденції розвитку компанії (коефіцієнт збереженості активів);
- ✓ характеризують виробничий потенціал компанії (коефіцієнти реальної вартості майна, іммобілізації, інвестування, накопичення зносу);
- ✓ визначають мобільність власних коштів (коефіцієнти мобільності активів, маневреності власних коштів, забезпеченості матеріальних запасів власними оборотними коштами).

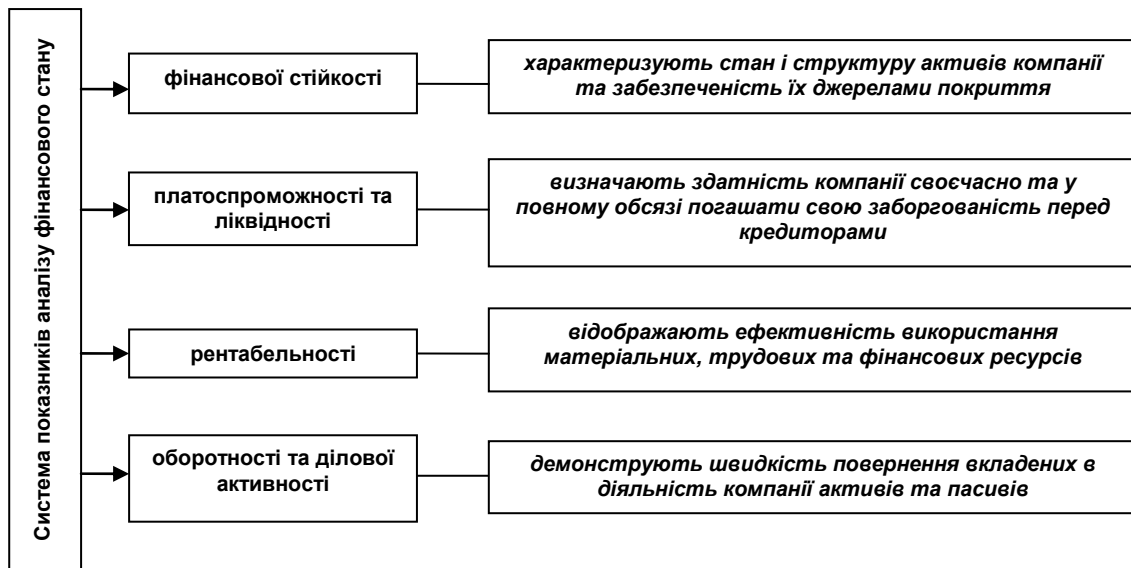


Рис. 1. Характеристика показників аналізу фінансового стану компанії

Платоспроможність означає здатність компанії своєчасно та у повному обсязі відповідати за своїми зобов'язаннями перед кредиторами в довгостроковій перспективі. Ліквідністю називають здатність компанії забезпечити своєчасне виконання своїх поточних зобов'язань, яка визначається збалансованістю між строками і сумами погашення активів та строками і сумами виконання зобов'язань. Як бачимо, поняття платоспроможності та ліквідності є надзвичайно близькими, і головна відмінність між ними полягає лише в тривалості часового інтервалу, на якому їх визначають.

Аналіз платоспроможності та ліквідності дозволяє сформувати комплексне уявлення про фінансову стійкість компанії через доповнення оцінки стану і структури активів та джерел їх утворення показниками, що характеризують можливості компанії підтримувати належний рівень платіжної дисципліни за існуючими боргами. Оскільки, у разі неспроможності підприємства виконувати свої зобов'язання перед кредиторами, до нього в примусовому порядку можуть бути застосовані санаційні заходи або порушена процедура банкрутства, що дестабілізує його діяльність або змусить припинити її взагалі.

Аналіз балансу з позицій ліквідності полягає у співставленні засобів компанії, розміщених в активі та згрупованих в порядку зростання або убавання ліквідності, з відповідними джерелами їх формування, що наведені в пасиві в порядку зростання або скорочення їх погашення. Порівняння активів і пасивів з однаковими строками для аналізу розриву ліквідності здійснюється з дотриманням наступних правил:

✓ найліквіднішими активами (А1) вважаються грошові кошти, їх еквіваленти та поточні фінансові інвестиції. Вони призначаються для погашення найбільш термінових зобов'язань (П1), до яких відносяться кредиторська заборгованість за товари, роботи та послуги, поточні зобов'язання за розрахунками та інші поточні зобов'язання;

✓ ліквідні активи (А2), якими вважають одержані векселі та поточну дебіторську заборгованість, мають забезпечувати погашення таких зобов'язань (П2) як короткострокові кредити банків, поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями та векселі видані;

✓ менш ліквідні активи (А3), до складу яких включають оборотні матеріальні та необоротні фінансові активи, слугують для погашення довгострокових зобов'язань (П3);

✓ найменш ліквідні активи (А4), до яких відносять необоротні матеріальні та нематеріальні активи, призначаються для покриття зобов'язань перед власниками, тобто капіталу компанії (П4).

Ліквідність балансу характеризується ступенем покриття зобов'язань компанії її активами, термін конвертування яких в грошові кошти відповідає терміну погашення зобов'язань. Абсолютно ліквідним вважається такий баланс, в якому має місце перевищення трьох перших груп активів над відповідними групами пасивів.

Аналіз коефіцієнтів ліквідності передбачає, крім оцінки відповідності їх розрахункової величини нормативним значенням, поглиблене дослідження складу та структури окремих груп активів та пасивів. За наявності відповідного інформаційного забезпечення особливу увагу звертають на наступні специфічні моменти:

✓ якість дебіторської заборгованості (характеризується питомою вагою резерву сумнівних боргів у величині первісної вартості дебіторської заборгованості);

✓ співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості (компанії, які стабільно функціонують, мають приблизно рівні за величиною показники дебіторської та кредиторської заборгованості);

✓ негативні причини зростання коефіцієнтів ліквідності (різке збільшення величини дебіторської заборгованості, що свідчить про зрушення в структурі активів в бік менш ліквідних та потенційно проблемних – через можливість прострочення та неповернення – активів);

✓ виділення поточної заборгованості, термін погашення якої становить менше 1 року, з довгострокових зобов'язань та довгострокової дебіторської заборгованості (контроль за строками погашення дебіторської та кредиторської заборгованості дозволяє уточнити значення показників А2, А3, П2 та П3);

✓ поглиблене дослідження причин низьких значень коефіцієнтів ліквідності (висока інтенсивність грошових потоків, великі обсяги товарообороту та ефективно управління запасами товарно-матеріальних цінностей можуть спричинити наявність незначних залишків тих активів, що відносяться до сукупностей А1, А2, та нагромадження коштів, що становлять сукупності А3, А4.

В умовах інфляційної економіки доволі об'єктивно оцінювати результати діяльності емітента цінних паперів дозволяють лише відносні показники, ключове місце серед яких посідає рентабельність.

Рентабельність – це відносний показник, що комплексно ілюструє ступінь економічної ефективності використання матеріальних, трудових та фінансових ресурсів компанії за досліджуваний період. Коефіцієнт рентабельності розраховується як співвідношення одержаного прибутку та вартості активів, що були використані для отримання цього прибутку, або грошових потоків, що його формують. При визначенні рентабельності важливим нюансом, є те, що показники прибутку, які фігурують в чисельнику, є інтервальними показниками. Тому, для коректного визначення рентабельності, значення більшості показників, що використовуються в знаменнику і наводяться в формі №1 Баланс, а отже, є моментними величинами, усереднюються, як правило, за формулою середньої арифметичної.

Рентабельність характеризує відносну ефективність діяльності компанії, тому важливе значення має дослідження та оцінка основних факторів, які впливають на її показники. Для цього широко використовується так звана модель фірми "DuPont" (інша назва – метод Каскад). Факторний аналіз рентабельності за моделлю "DuPont" базується на взаємозв'язку між наступними показниками:

- ✓ рентабельність власного капіталу (ROE);
- ✓ рентабельність активів (ROA);
- ✓ мультиплікатор капіталу (коефіцієнт капіталізації);
- ✓ рентабельність продажу;
- ✓ оборотність активів.

Сутність моделі "DuPont" можна сформулювати наступним чином: рентабельність власного капіталу як ключовий показник ефективності використання коштів власників (акціонерів) залежить від рентабельності продажу, ресурсовіддачі та рівня капіталізації, які, в свою чергу, формуються виходячи з поточних значень власного капіталу, активів, доходу від реалізації та чистого прибутку.

Ділову активність компанії оцінюють на підставі визначення ефективності використання її ресурсів, що найбільш комплексно ілюструється такими показниками як оборотність сукупних активів та окремих їх видів, швидкість (час) обертання, фондівіддача, ресурсівіддача, рентабельність оборотних активів тощо. Учасники фондового ринку, проводячи порівняльний аналіз ділової активності компаній-емітентів цінних паперів, мають звертати увагу на їх динаміку, середньогалузеві значення та показники безпосередніх конкурентів, оскільки найбільші прибутки інвесторам здатні принести ті компанії, що знаходяться лише напередодні свого піднесення.

Оборотністю активів називають тривалість проходження ними стадій операційного циклу. Час, протягом якого ресурси компанії перебувають в обороті, називається періодом обертання. Оборотність визначається кількістю оборотів за певний період (як правило, рік). Тривалість обороту в днях характеризує швидкість обертання – показник, що за алгоритмом розрахунку є оберненим до коефіцієнту оборотності.

Прискорення оборотності (або скорочення періоду обертання) дозволяє:

- ✓ збільшити дохід від реалізації та прибуток;
- ✓ зменшити потребу в залученні коштів із зовнішніх джерел та витрати на обслуговування боргів;

- ✓ мінімізувати товарні втрати через зменшення тривалості зберігання запасів;

- ✓ підвищити ефективність використання основних засобів.

Ефективність підприємницької діяльності визначається на основі співставлення отриманих доходів з витраченими ресурсами за відповідний період. Показник доходу від реалізації, що найчастіше фігурує в процесі розрахунку коефіцієнтів, які характеризують ділову активність компанії є інтервальним і береться, як правило, виходячи з річного періоду господарювання. Інформація про активи компанії наводиться у фінансовій звітності як моментні показники, тому для коректності її застосування дані усереднюються за формулою середньої арифметичної.

Порівняння визначених значень коефіцієнтів з аналогічними коефіцієнтами інших емітентів у даній галузі або із середнім рівнем за попередні періоди (враховуючи інфляцію) є важливим інструментом фундаментального аналізу для прийняття обґрунтованих, економічно ефективних інвестиційних рішень.

Висновки з даного дослідження та перспективи подальших розвідок. Фінансова криза підштовхнула як практиків, так і теоретиків фондового ринку до критичного аналізу концепцій визначення очікуваної ціни котирування цінного паперу. Домінування захисної стратегії під час прийняття учасниками фондового ринку інвестиційних рішень змушує їх звертатись до визначення поточного фінансового стану компаній-емітентів за допомогою прийомів фундаментального аналізу. Комплексність поняття фінансового стану компанії передбачає необхідність характеризувати платоспроможність, ліквідність, фінансову стійкість, рентабельність, оборотність, ділову активність емітента та тенденції їх зміни. Тривалість кризових явищ в світовій економіці стимулює застосування диференційованих підходів до оцінки вартості акцій компанії на основі даних її фінансової звітності для прийняття рішень щодо інвестування коштів в таку компанію. Зокрема, поряд з традиційним порівняльним аналізом, що проводиться на основі розрахунку фінансових коефіцієнтів, значного потенціалу набуває DCF-аналіз, особливістю якого є побудова моделі дисконтованого грошового потоку. Застосування DCF-аналізу має істотні перспективи в процесі розробки довготермінових прогнозів, що сприятиме саме інвестиційним, а не спекулятивним намірам учасників фондового ринку.

1. Гринин Л.Е., Коротаев А.В. Глобальный кризис в ретроспективе: Краткая история подъемов и кризисов: от Ликурга до Алана Гринспена. – 2009, 336с. 2. Медоуз Д., Рандерс И. Пределы роста. 30 лет спустя. – М.: ИКЦ "Академкнига", 2008. – 342с. 3. Reinhart C. M., Rogoff K. S. The Aftermath of Financial Crises // NBER Working Paper No 14656. 2009. www.nber.org/papers/w14656. 4. Портфельне інвестування: Навч. посібник / А.А. Пересада, О.Г. Шевченко, Ю.М. Коваленко, С.В. Урванцева. — К.: КНЕУ, 2004. — 408 с. 5. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 622с. 6. Walsh, C. (1996) Key Management Ratios: How to Analyze, Compare and Control the Figures that Drive Company Value. – London: Financial Times Pitman Publishing. 7. Stead, M. (1995) Investor Guide to How Use Company Accounts for Successful Investment Decisions. – London: Financial Times Pitman Publishing. 8. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 800 с.