

но оцінити продукцію та прийняти усвідомлене рішення стосовно купівлі. Але ж закон конкуренції насамперед повинен дозволяти кінцевим споживачам вільний вибір серед продукції, яку пропонує відповідний ринок, що повністю або майже повністю задовольнить їхні потреби.

Поведінка суб'єктів господарювання щодо введення в обіг насамперед розрахована на споживача, тому що у цьому випадку можливе прийняття споживачами таких рішень (стосовно придбання товарів та послуг), що завдають шкоди їх власним інтересам. Споживач має право вимагати від продавця (виробника, виконавця), щоб якість придбаного ним товару (виконаної роботи, наданої послуги) відповідала вимогам нормативних документів, умовам договору, а також інформації про товари (роботи, послуги), яку надає продавець (виробник, виконавець). Придбаний товар (робота, послуга) має бути якісний і безпечний для життя і здоров'я кожної людини.

Література

1. Антимонопольна діяльність: Підручник / За ред. проф. В.Д. Лагутіна. – К.: КНТЕУ, 2005. – 580 с.

2. Антимонопольно–конкурентна політика: теорія та практика: Збірник наукових праць. Вип. 1, 2. – К.: Фенікс, 2007. – 176 с.

3. Бакалінська О.О. Конкурентне право: навч. посіб. – К.: Київ. нац. торг–екон. ун–т, 2010. – 588 с.

4. Бакалінська О.О. Оманлива реклама: тенденції правового регулювання в Україні та світі // Конкуренція. Вісник Антимонопольного комітету України. – 2010. – №1.

5. Борисенко З.М. Основи конкурентної політики: Підручник. – К.: Таксон, 2004. – 704 с.

6. Костусев О.О. Моє завдання – щоб Антимонопольний комітет працював, як швейцарський годинник // Урядовий кур'єр. – 5 жовтня 2010.

7. Слободчикова Ю.В. Форми недобросовісної конкуренції і методи її регулювання // Економіка та держава. – 2010. – №2.

8. Конституція України (28.06.1996) № 254к/96–ВР, ст. 42.

9. Закон України «Про захист прав споживачів» (12.05.91 р.) №1023–XII.

10. Закон України «Про захист від недобросовісної конкуренції» (7.06.96 р.) №236/96.

11. Звіт Антимонопольного комітету України за 2008–2009 рр. // www.amcu.gov.ua

Т.П. ЯКИМЧУК,

к.е.н., доцент, Криворізький економічний інститут ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

Методика розрахунку показників облігаційної позики підприємства–емітента

Автором запропоновано вдосконалення методичного підходу до оцінювання надійності корпоративних облігацій як фінансового інструменту на вторинному ринку. Розроблено систему коефіцієнтів співвідношення обсягу облігаційної позики та основних показників діяльності підприємства–емітента.

Автором предложено совершенствование методического подхода к оцениванию надежности корпоративных облигаций как финансового инструмента на вторичном рынке. Разработана система коэффициентов соотношения объема облигационного займа и основных показателей деятельности предприятия–эмитента.

The methodic approach improvement to the reliability's determination of corporative bonds as the financial instrument in the secondary market is offered by the author. The coefficients system of correlation between the bond's loan volume and the mean indicators of the enterprise–issuer is elaborated.

Постановка проблеми. В умовах зростаючої недовіри інвесторів до банківської системи та активізації дій ДКЦПФР із підвищення захисту інвесторів на фондовому ринку

останні активніше почали вкладати гроші в цінні папери. Проте світова фінансова криза суттєво позначилася на показниках діяльності реального сектора економіки України та спричинила виникнення проблем на ринку корпоративних облігацій, що виражалось зростанням кількості дефолтів та відсутністю практичних механізмів реструктуризації боргових зобов'язань. До того ж підвищенню ризику боргових цінних паперів сприяли дії світових кредитних рейтингових агентств, що мали корупційні ознаки, та відсутність накопиченого статистичного матеріалу для порівняльного аналізу кредитного ризику корпоративних облігацій у вітчизняних рейтингових агентств. Усе перераховане зумовлює актуалізацію питань оцінки надійності боргових цінних паперів.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Запропоновано вдалого розміщення боргових цінних паперів та зацікавленості потенційних інвесторів у них є здійснення оцінки фінансової надійності підприємства–емітента як на етапі прийняття рішення про емісію, так і в подальшому обслуговуванні боргових зобов'язань. У вітчизняній літературі поняття «надійність емітента» недостатньо висвітлено. Дослідження більшості авторів зводилися до ототожнення оцінки

фінансової надійності емітента з поняттям «кредитоспроможності» [1, с. 129–130; 2, с. 59]. В українському законодавстві чітке трактування останнього відсутнє.

Аналіз літературних джерел щодо дефініцій цієї категорії дозволив виявити два підходи: по–перше, це такий фінансовий стан підприємства, що дає йому змогу мобілізувати кошти з різних джерел [3, с. 233; 4, с. 199; 5, с. 272]; по–друге, здатність розраховуватися за борговими зобов'язаннями в строк [6, с. 245; 7, с. 61; 8, с. 272].

Слід відмітити, що питанням оцінки кредитоспроможності підприємства–емітента облігацій приділяли увагу багато вчених, серед яких необхідно виділити І. Брітченко [9], В. Галасюка [10–11], Л. Долінського [12] та ін. Методики оцінки кредитоспроможності позичальника містяться у більшості підручників з фінансового аналізу та включають усі напрями оцінки фінансового стану підприємства. При оцінці кредитоспроможності підприємства–емітента корпоративних облігацій у вітчизняній літературі з'явилася думка про використання методик, що запропоновані кредитними агентствами при визначенні рейтингу корпоративних облігацій.

Мета статті. Систематизація та узагальнення праць науковців дають змогу стверджувати, що на сьогодні всі вони переймаються проблемами оцінки надійності емітента корпоративних облігацій лише під час самої емісії, тоді як облігація є цінним папером, який дає можливість здійснювати операції купівлі–продажу з метою отримання додаткового доходу. Задля цього важливим аспектом аналізу є встановлення можливості емітента обслуговувати облігаційну позику, забезпечувати її необхідним розміром активів та доходами, ефективно та за цільовим призначенням використовувати залуче-

ні кошти, що потребує подальшого дослідження. В зв'язку з цим метою статті є аналіз існуючих методик оцінки надійності боргових цінних паперів як одного з найважливіших чинників успішного їх розміщення, а також розробка на їх основі системи коефіцієнтів співвідношення обсягу облігаційної позики та основних показників діяльності підприємства–емітента.

Для розв'язання поставлених завдань використовувалися метод порівняльного аналізу – при встановленні розбіжностей в методології визначення фінансової надійності емітентів корпоративних облігацій, метод комплексності – при розробці системи коефіцієнтів співвідношення обсягу облігаційної позики та основних показників діяльності підприємства–емітента.

Виклад основного матеріалу. У системі економічних відносин, які виникають між суб'єктами корпоративної облігаційної позики, основну роль на ринку цінних паперів відіграють емітенти та інвестори. Фінансування додаткових потреб підприємства за рахунок випуску облігацій призводить до появи в такого суб'єкта статусу емітента. Іншими словами, останній виступає безпосереднім носієм економічних відносин позики. При підготовці рішення про залучення коштів за рахунок випуску облігацій підприємство–емітент буде спроможне попередньо оцінити потенційні можливості їх розміщення серед інвесторів. Інвестор, враховуючи результати оцінки фінансової надійності емітента цінних паперів, зможе прийняти рішення про інвестування. Цей процес схематично матиме вигляд, зображений на рис. 1.

Закордонні та вітчизняні методології оцінки фінансової надійності емітентів корпоративних облігацій суттєво не різняться (рис. 2).

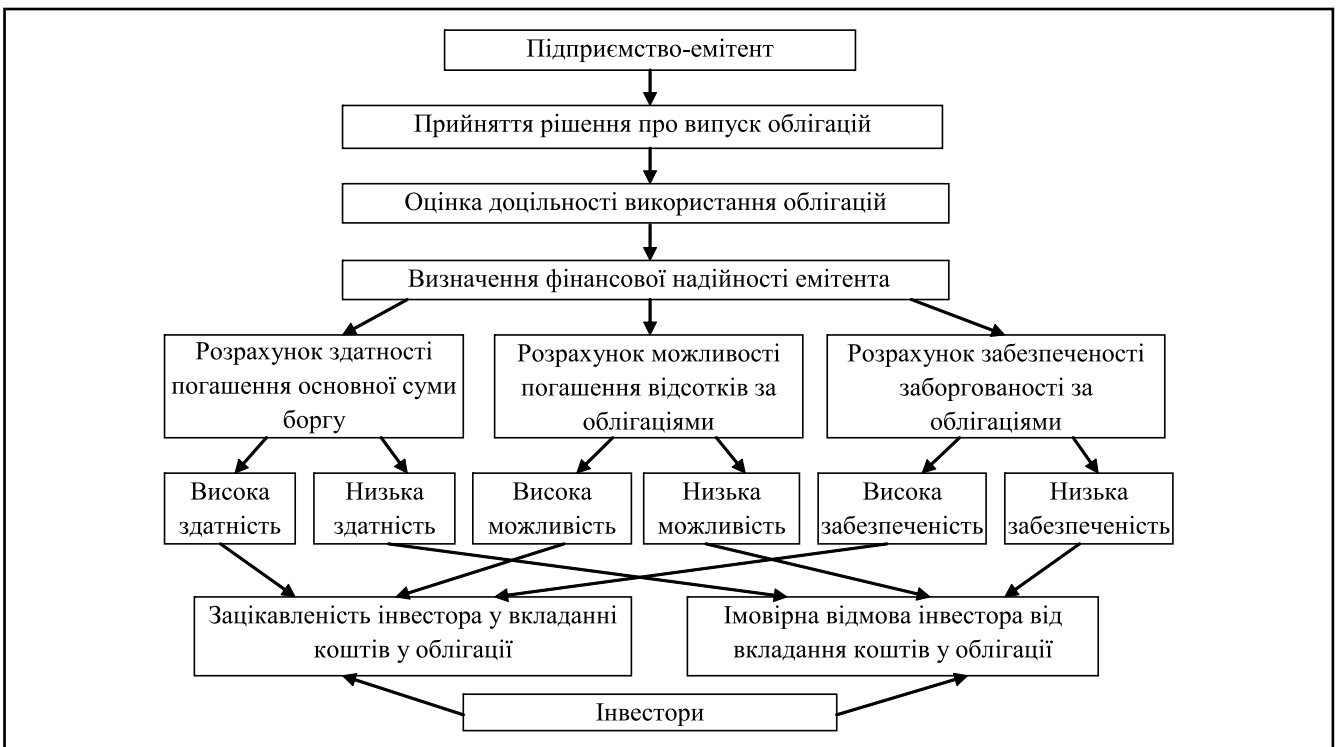


Рисунок 1. Процес прийняття рішення про доцільність випуску корпоративних облігацій

МАКРОЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ СУЧАСНОЇ ЕКОНОМІКИ

Так, Fitch Ratings та Standard & Poor's при визначенні кредитного рейтингу значну увагу приділяють суверенним ризикам. Натомість усі вітчизняні методології оцінки надійності, що ґрунтуються на критеріях встановлених Концепцією створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання, не передбачають такого напрямку оцінки. Це пояснюється орієнтованістю кредитного рейтингу емітента корпоративних облігацій на міжнародних або національних інвесторів відповідно.

Публічність діяльності підприємства-емітента облігацій дозволяє вирішити важливі для інвесторів питання, які пов'язані з використанням залучених грошових коштів, забезпеченістю покриття облігацій доходами та грошовими потоками, генерованими емітентом. Починаючи з 2004 року макроекономічна ситуація в Україні та світі, вдосконалення податкового законодавства, динамічність грошово-кредитної політики, сприяли не лише зростанню кількості повторних боргових запозичень вітчизняних підприємницьких структур, але й якісним змінам ринку корпоративних облігацій. При цьому рейтингова діяльність не зазнавала таких змін. Проте в умовах фінансової кризи подальший розвиток ринку боргових цінних паперів вимагає підвищення ролі національних рейтингових агентств та коригування методик оцінки надійності боргових інструментів, основною метою яких є максимальне задоволення потреб інвесторів в інформації про надійність цінних паперів.

Головна відмінна риса діяльності міжнародних та національних рейтингових агентств полягає в тому, що в практиці вітчизняних агентств велике значення має супровід рейтингу після його присвоєння. Тоді як у практиці міжнародних рейтингових агентств це не набуло широкого розповсюдження.

На необхідність розробки системи коефіцієнтів співвідношення облігаційної позики та основних показників діяльності підприємства-емітента вказують також декілька фактів.

По-перше, для інвестора важливою є будь-яка інформація, що стосується ризику вкладання коштів у боргові цінні папери. Така система показників дозволить отримати дані щодо цільового використання коштів.

По-друге, для емітента вона надасть можливості здійснювати постійний моніторинг за ефективністю залучення коштів і обслуговуванням облігаційної позики та виступатиме одним з чинників визначення процентної ставки за корпоративними облігаціями при зміні процентних ставок на фінансовому ринку.

Розрахунок коефіцієнтів обслуговування боргу підприємства запропонований у роботах багатьох вчених [13–14], утім доцільно адаптувати його лише до емітованих облігацій. Авторський підхід до оцінки надійності облігацій після здійснення емісії передбачає використання системи коефіцієнтів співвідношення обсягу облігаційної позики та основних показників діяльності підприємства-емітента, що подано на рис. 3.

Наведена система коефіцієнтів співвідношення обсягу облігаційної позики до основних показників діяльності підприємства-емітента, яка відрізняється комплексністю та системністю, дозволить удосконалити оцінку фінансової надійності облігацій при повторних випусках та встановити напрями зниження ймовірності несплати відсотків і суми основного боргу за корпоративними облігаціями за рахунок формалізації ознак непогашення заборгованості. При цьому під фінансовою надійністю підприємства-емітента облігацій будемо розуміти здатність підприємства генерувати грошові кошти в достатньому розмірі для погашення основної суми боргу та купонних платежів за емітованими облігаціями у визначений перспектом емісії строк.

Отже, запропонований підхід до оцінки фінансової надійності підприємства-емітента корпоративних облігацій при повторних випусках ґрунтується на використанні коефіцієнтів, наведених у таблиці.

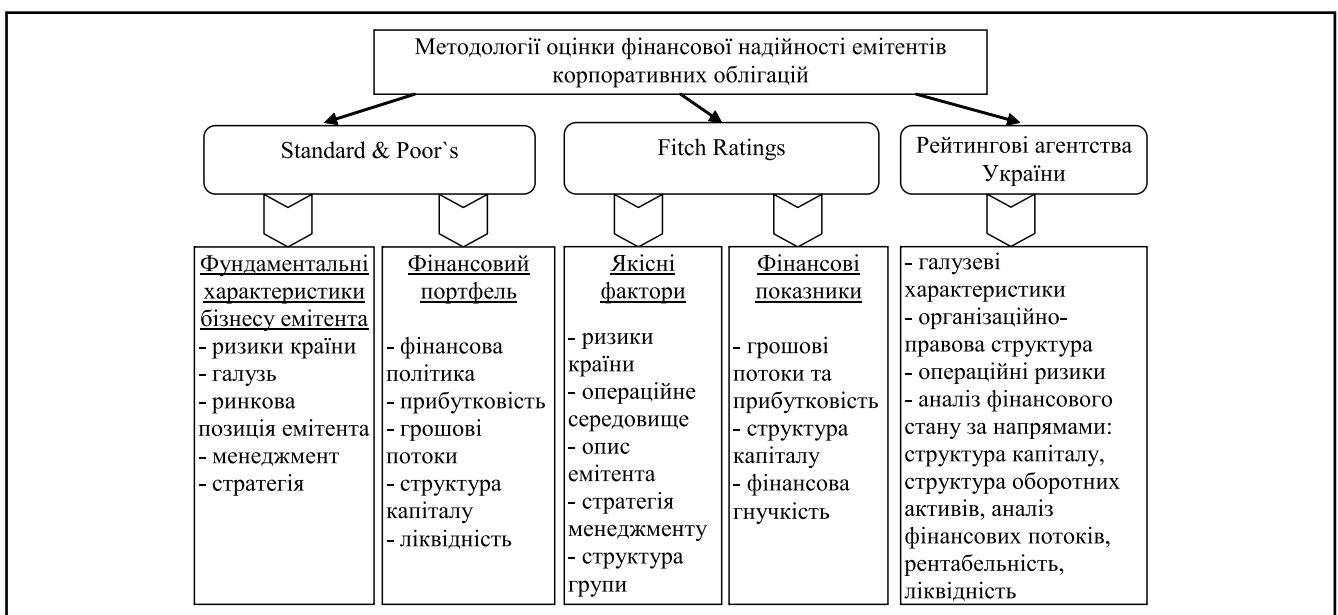


Рисунок 2. Методології оцінки фінансової надійності емітентів корпоративних облігацій

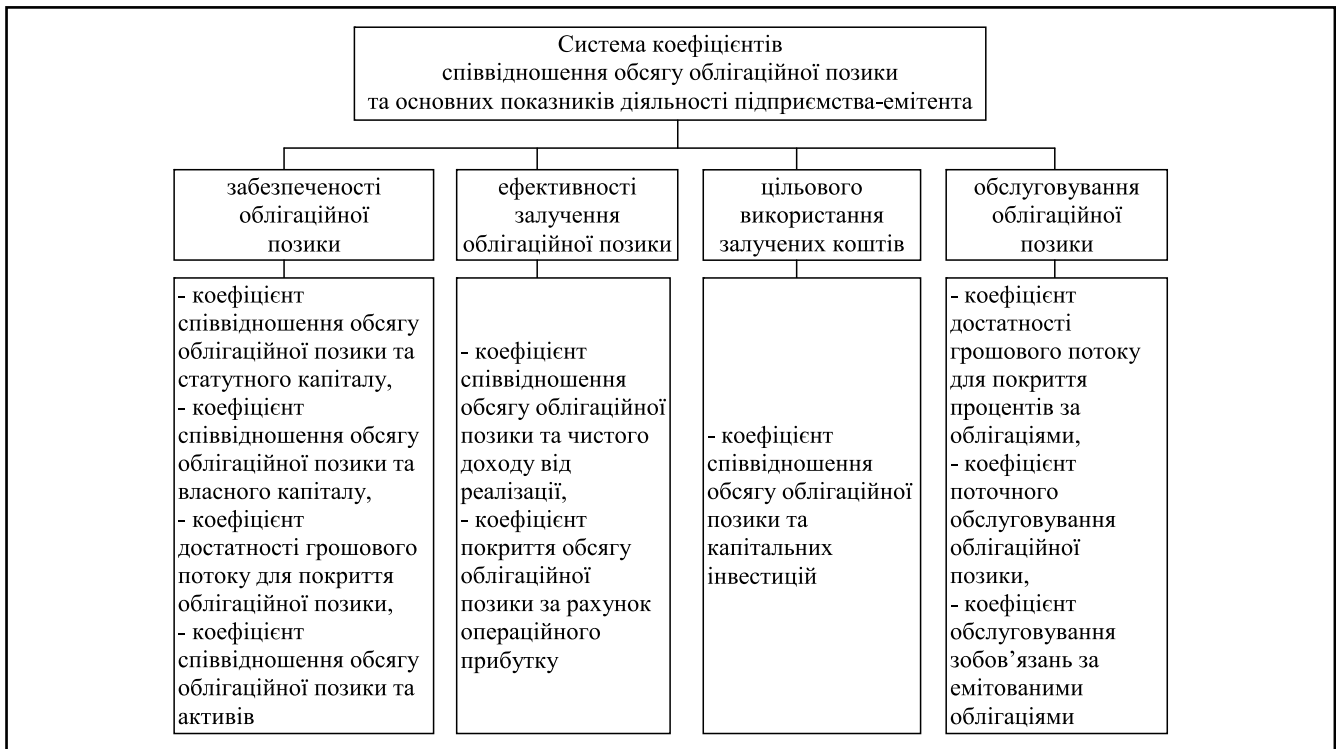


Рисунок 3. Система коефіцієнтів співвідношення обсягу облігаційної позики та основних показників діяльності підприємства-емітента

Коефіцієнти співвідношення обсягу облігаційної позики до основних показників діяльності підприємства-емітента

Показник	Формула	Характеристика
Показники забезпеченості облігаційної позики		
Коефіцієнт співвідношення обсягу облігаційної позики та статутного капіталу, Ko/c	$Ko/c = O/CK$ де O – облігаційна позика; CK – статутний капітал	Відображає ступінь забезпеченості емітованих облігацій розміром статутного капіталу. Нормативне значення має становити не більше 1
Коефіцієнт співвідношення обсягу облігаційної позики та власного капіталу, Ko/v	$Ko/v = O/BK$, де BK – власний капітал	Відображає ступінь забезпеченості емітованих облігацій розміром власного капіталу. Відповідно до чинного законодавства нормативне значення показника має не перевищувати 3
Коефіцієнт достатності грошового потоку для покриття облігаційної позики, Kdo	$Kdo = O/ГП/O$, де $O/ГП$ – грошовий потік від операційної діяльності	Характеризує достатність грошового потоку від операційної діяльності для забезпечення покриття облігаційної позики
Коефіцієнт співвідношення обсягу облігаційної позики та активів, Ko/a	$Ko/a = O/A$, де A – активи	Показує частку облігаційної позики в майні підприємства-емітента. Чим вище питома вага облігаційної позики, тим вище рівень фінансового ризику
Показники ефективності залучення облігаційної позики		
Коефіцієнт співвідношення обсягу облігаційної позики та чистого доходу від реалізації, Ko/d	$Ko/d = O/ЧД$, де $ЧД$ – чистий дохід від реалізації продукції	Показує частку облігаційної позики в чистому доході від реалізації продукції, товарів, робіт, послуг емітента
Коефіцієнт покриття обсягу облігаційної позики операційним прибутком, Ko	$Ko = ОП/O$, де $ОП$ – операційний прибуток	Визначає ефективність облігаційної позики та відображає, скільки операційного прибутку отримано в результаті використання 1 грн. облігаційної позики. Рекомендоване значення 0,3
Показник цільового використання залучених коштів		
Коефіцієнт співвідношення обсягу облігаційної позики та капітальних інвестицій, Ko/i	$Ko/i = O/KI$, де KI – капітальні інвестиції	Характеризує ступінь використання коштів, залучених за рахунок випуску облігацій, на здійснення капітальних інвестицій. При випуску довгострокових облігацій нормативне значення має наблизитися до 1
Показники обслуговування облігаційної позики		
Коефіцієнт достатності грошового потоку для покриття процентів за облігаціями, Kdv	$Kdv = O/ГП/П$, де $П$ – проценти за облігаціями	Відображає ту частину грошових надходжень від операційної діяльності емітента, що може бути спрямована на покриття процентів за облігаціями
Коефіцієнт поточного обслуговування облігаційної позики, Kob	$Kob = ОП/П$	Відображає достатність покриття витрат, пов'язаних з обслуговуванням облігаційної позики, операційним прибутком підприємства-емітента
Коефіцієнт обслуговування зобов'язань за облігаціями, Ko	$Ko = ОП/(O+П)$	Характеризує покриття операційним прибутком зобов'язань, які виникають при емісії облігаційної позики та відображає його достатність

МАКРОЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ СУЧАСНОЇ ЕКОНОМІКИ

Використання розробленої системи коефіцієнтів дозволяє зробити висновок про доцільність вкладання коштів у корпоративні облігації, що вже мають обіг на ринку, а також отримати додаткову інформацію про ризик боргових цінних паперів підприємств-емітентів, які виходять на фондовий ринок з повторними випусками.

Висновки

Досвід функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні доводить, що оцінка надійності боргових цінних паперів стає найголовнішим чинником подальшого розвитку цього ринку в посткризовий період. Тому комплексний коефіцієнтний аналіз, який дозволяє здійснювати контроль за ефективністю використання коштів, залучених за рахунок емісії цінних паперів і управлінням боргом підприємства-емітента, необхідно проводити за такими напрямками: ефективності залучення облігаційної позики, цільового використання залучених коштів, забезпеченості та обслуговування облігаційної позики. Запропонований підхід до аналізу коефіцієнтів облігаційної позики може бути застосований як доповнення до методологічних підходів оцінки боргових інструментів вітчизняними рейтинговими агентствами.

Література

1. Долінський Л.Б. Фінансові обчислення та аналіз цінних паперів: навч. посіб. / Долінський Л.Б. – К.: Майстер-клас, 2005. – 192 с.
2. Великованенко Г. Рейтингове оцінювання надійності емітентів боргових інструментів на підґрунті нечітко-множинного аналізу / Г. Великованенко, Л. Долінський, Л. Рудницька // Ринок цінних паперів України. – 2005. – №5–6. – С. 59–64.

3. Слав'юк Р.А. Фінанси підприємств: навч. посіб. для студ. економ. спец. / Слав'юк Р.А. – [3-тє вид.]. – К.: ЦУЛ, 2002. – 460 с.

4. Мец В.О. Економічний аналіз фінансових результатів та фінансового стану підприємства: навч. посіб. / Мец В.О. – К.: Вища шк., 2003. – 278 с.

5. Лахтіонова Л.А. Фінансовий аналіз сільськогосподарських підприємств: навч. посіб. / Лахтіонова Л.А. – К.: КНЕУ, 2004. – 365 с.

6. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посіб. / Терещенко О.О. – К.: КНЕУ, 2003. – 554 с.

7. Філіна Г.І. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посіб. / Філіна Г.І. – К.: Центр учбової літератури, 2007. – 320 с.

8. Онисько С.М. Фінанси підприємств: підруч. [для студ. вищ. навч. закл.] / С.М. Онисько, П.М. Марич. – [2-ге вид.]. – Львів: «Магнолія Плюс», 2005. – 366 с.

9. Брітченко І. Оцінка кредитоспроможності емітента корпоративних облігацій / І. Брітченко, Р. Перепелиця // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 11. – С. 52–56.

10. Галасюк В.В. Методика оцінки кредитоспроможності позичальників / В.В. Галасюк, В.В. Галасюк // Вісник НБУ. – 2002. – №2. – С. 39–45.

11. Галасюк В.В. Оцінка кредитоспроможності позичальників: що оцінюємо? / В.В. Галасюк, В.В. Галасюк // Вісник НБУ. – 2001. – №5. – С. 54–56.

12. Долінський Л.Б. Оцінка надійності підприємства: теоретико-методологічний підхід / Л.Б. Долінський, Д.П. Сашук // Фінанси України. – 2008. – № 1. – С. 108–117.

13. Савчук В.П. Финансовый менеджмент предприятий; прикладные вопросы с анализом деловых ситуаций / Савчук В.П. – К.: Издательский дом «Максимум», 2001. – 600 с.

14. Ченг Ф. Ли. Финансы корпорации: теория, методы и практика / Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти; пер. с англ. Б.С. Пинскер. – М.: ИНФРА-М, 2000. – XVIII, 686 с.