

УДК 336.648

Якимчук Т. П.,*кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів Криворізького економічного інституту*

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ЯКІСНИХ ПОКАЗНИКІВ НАДІЙНОСТІ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ

У статті досліджено методичні основи якісного аналізу надійності корпоративних облігацій.

Ключові слова: корпоративна облігація, фінансова надійність емітента, якісні показники надійності корпоративних облігацій.

В статье исследовано методические основы качественного анализа надежности корпоративных облигаций.

Ключевые слова: корпоративная облигация, финансовая надежность эмитента, качественные показатели надежности корпоративных облигаций.

The article studies the methodical grounds for qualitative analysis of the corporate bond's reliability.

Key words: corporative bond, financial reliability of issuer, qualitative indices of the corporate bond's reliability.

Постановка проблеми. Статистичні дані щодо залучення інвестиційних ресурсів в Україні протягом останніх років свідчать про суттєве скорочення обсягів банківського кредитування, що в умовах посткризового розвитку економіки актуалізує питання фінансування підприємств за рахунок випуску облігацій. Сьогодні вітчизняний ринок облігацій, що з 2008 р. переживав значний спад, здатен виступити основним чинником стабілізації роботи підприємств реального сектору економіки.

Зростанню обсягів запозичень шляхом емісії такого цінного паперу сприяє вдосконалення механізму державного регулювання ринку облігацій, активізація дій уряду з впровадження другого етапу пенсійної реформи, підвищення ліквідності фінансових посередників у цілому та комерційних банків зокрема, отримання досвіду вирішення конфліктних питань у разі дефолтів та підвищення захисту прав інвесторів.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Традиційні підходи до оцінки надійності корпоративних облігацій викладено в роботах

західних вчених: Е. Бріггема, Дж. Ван Хорна, Р. Уілсона, Ф. Фабоцці та ін. [1-3]. Питання оцінки можливостей компанії обслуговувати борги та аналізу надійності позичальника, що виражається поняттям “кредитоспроможності”, набули широкого висвітлення у публікаціях багатьох вітчизняних вчених: І. Брітченка, Г. Великованенко, В. Галасюка, Л. Долінського, В. Савчука [4-9] та ін.

Мета і завдання дослідження. Узагальнюючи наявні підходи до аналізу надійності корпоративних облигацій, слід констатувати, що науковці та практики велику увагу концентрують на кількісних показниках. Натомість недостатньо науково-обґрунтованими залишаються питання оцінки якісних показників надійності корпоративних облигацій. Метою дослідження є розробка методичних підходів до оцінки якісних показників надійності вкладання грошових коштів у корпоративні облигації.

Виклад основного матеріалу. Аналіз якісних показників фінансової надійності підприємства-емітента облигацій ґрунтується на методах оцінки кредитоспроможності комерційних банків з виділенням показників, важливих для інвестора та емітента корпоративних облигацій. До складу цієї групи показників доцільним буде обрати:

- розмір діяльності підприємства,
- якість забезпечення зобов’язань,
- кредитну історію,
- досвід попередніх випусків облигацій.

Зазначені показники в подальшому можуть слугувати основою для побудови інтегрального якісного показника оцінки фінансової надійності емітентів.

Діяльність будь-якого підприємства передбачає не лише виробництво продукції, товарів або надання послуг, але й постійний рух фінансових ресурсів. Тому оцінка фінансової надійності підприємства-емітента має включати дослідження показників, які відображають розмір діяльності підприємства та безпосередньо характеризують його ринкову нішу [10]. На нашу думку, розмір діяльності підприємства-емітента можна визначити шляхом розрахунку чистих активів. Наявність у підприємства-емітента або особи, що надає гарантії за облигаціями, значних за розміром чистих активів виступає додатковим показником забезпечення емітованих корпоративних облигацій, відображає довгострокову платоспроможність емітента або його поручителя. Такий розрахунок ґрунтується на використанні публічної фінансової звітності.

Відповідно до Методичних рекомендацій щодо визначення вартості чистих активів акціонерних товариств, затверджених Рішенням ДКЦПФР від 17. 11. 2004 року № 485, чисті активи – це “величина,

яка визначається шляхом вирахування із суми активів, прийнятих до розрахунку, суми його зобов'язань, прийнятих до розрахунку" [11]. З метою переведення цієї абсолютної величини у відносну для визначення інтегральної оцінки фінансової надійності емітента пропонується, згідно з п. 3 ст. 155 Цивільного кодексу України [12], розраховувати показник співвідношення вартості чистих активів (ЧА) до розміру статутного капіталу (СК) емітента.

Законодавством чітко визначено, що в разі $ЧА < СК$ емітент зобов'язаний внести зміни до статуту та зменшити розмір статутного капіталу, або, якщо їх вартість виявиться меншою за мінімальний розмір статутного капіталу, емітент підлягає ліквідації. На наш погляд, наявність зазначених фактів підвищує ризик вкладання коштів у корпоративні облигації такого емітента, що зумовлює необхідність розрахунку цього показника.

Отримані значення співвідношення чистих активів до статутного капіталу з метою можливості порівняння з іншими підприємствами-емітентами пропонуємо переводити в бальну систему (табл. 1).

Зважаючи на те, що при випуску облигацій може надаватися додаткове забезпечення, виникає необхідність у оцінці його якості. Основними способами додаткового забезпечення при випуску корпоративних облигацій виступають застава, поручительство або банківська гарантія.

Таблиця 1
Оцінка розміру діяльності підприємства-емітента облигацій

Значення показника	Бал			
	1	2	3	...
Значення показника співвідношення чистих активів і статутного капіталу	1,00–1,99	2,00–2,99	3,00–3,99	...

Найпоширенішим видом забезпечення як при банківському кредитуванні, так і при емісії боргових цінних паперів є застава. Однак її основний недолік полягає в тому, що з плином часу змінюється її якість. Це питання стає особливо важливим при емісії довгострокових корпоративних облигацій.

Оцінюючи корпоративні облигації, що мають додаткове забезпечення у формі застави, як критерії якості застави пропонуємо використовувати такі:

- ліквідність. Цей критерій у разі неплатоспроможності підприємства-емітента характеризує швидкість реалізації предмета застави;
- достатність. Така достатність застави визначається співвідношенням величини грошових коштів, які будуть одержані від реаліза-

ції предмета застави, і суми виставлених вимог кредиторів. Отримане співвідношення при оцінці достатності застави має перевищувати 1. Однак його значення неможливо встановити достовірно точно, адже розмір грошових коштів, отриманих від реалізації предмета застави, залежить від ринкової кон’юнктури та строку, на який випускають корпоративні облігації;

– співвідношення ринкових і заставних цін предмета застави. При оцінці цього критерію застави необхідно брати до уваги, що вартість предмета застави не завжди дорівнює ринковій вартості майна підприємства-емітента. Це пов’язано з існуванням двох чинників.

По-перше, завищені вимоги до ліквідності предмету застави. Коли виникає потреба в негайному поверненні грошових коштів, підприємство-емітент буде змушене продавати предмет застави із знижкою в порівнянні з наявними ринковими цінами.

По-друге, необґрунтоване завищення вартості предмета застави під час оцінки. Цей факт має місце, коли підприємство-емітент бажає скоротити витрати, які виникають при залученні грошових коштів за рахунок випуску корпоративних облігацій.

Пропонуємо наведені критерії якості застави при здійсненні її оцінки переводити в бальний показник за алгоритмом, наведеним у табл. 2.

Таблиця 2

Оцінка якості застави при випуску корпоративних облігацій

Критерії якості застави	Бал		
	немає	немає/є	є
Ліквідність	0	1	2
Достатність	0	1	2
Співвідношення ринкових і заставних цін	0	1	2
Усього			

Загальний показник якості застави визначається як сума балів, одержаних за кожним критерієм, і знаходиться в межах від 0 до 6.

Інших підходів при аналізі вимагає оцінка додаткового забезпечення облігацій, наданого третіми особами – поручителями. У практиці випусків корпоративних облігацій поручитель відповідає перед власниками облігацій у тому ж обсязі, що і підприємство-емітент, включаючи виплату процентного доходу, суми основного боргу та відшкодування витрат у разі судового вирішення питання повернення боргу. У зв’язку з цим поручитель несе відповідальність за емітованими облігаціями в межах суми поручительства всім своїм майном. Визначення

якості забезпечення поруки вимагає проведення аналізу фінансової звітності поручителя.

Потрібно підкреслити, що у договорі поручительства поручитель може відповідати за невиконані облігаційні зобов'язання перед кредиторами не повністю, а в межах його частки [12]. Оцінка забезпечення поруки, у такому разі, повинна ґрунтуватися на критерії її достатності. Тоді алгоритм кількісної оцінки такого забезпечення буде ідентичним оцінці достатності застави.

У разі, якщо предмет поручительства відсутній, необхідно здійснити аналіз фінансової надійності поручителя та його кредитної історії. При дослідженні останньої детальну увагу необхідно приділити встановленню випадків відмови від виконання будь-яких боргових зобов'язань – фактів неповернення отриманих банківських кредитів, невиконання зобов'язань за комерційним кредитом тощо. Зазначені критерії оцінки якості поруки з визначенням бального показника наведені в табл. 3.

Таблиця 3
Оцінка якості поруки при випуску корпоративних облігацій

Критерії якості наданого поручительства	Бал		
	немає	немає/€	€
Фінансова надійність поручителя	0	1	2
Кредитна історія поручителя	0	1	2
Достатність поруки	0	1	2
Усього			

Загальний показник якості поруки визначається як сума балів за кожним з критеріїв, запропонованих у табл. 3, і знаходиться в межах від 0 до 6.

Кредитна історія підприємства-емітента – ще один якісний показник оцінки фінансової надійності, що характеризує здатність такого емітента своєчасно та в повному обсязі виконувати грошові зобов'язання перед кредиторами. Оцінку якості кредитної історії пропонується здійснювати за такими критеріями:

- наявність у підприємства випадків непогашених позик при банківському кредитуванні або емісії боргових цінних паперів;
- наявність випадків непогашення відсотків за зобов'язаннями;
- виникнення ситуацій, що призвели до необхідності пролонгації банківських кредитів або облігаційних позик;
- наявність випадків прострочення погашення суми основного боргу або відсотків за ним.

Зазначені критерії оцінки кредитної історії підприємства-емітента з визначенням бального показника наведені в табл. 4.

Переведення окремих критеріїв оцінки кредитної історії підприємства-емітента облігацій у загальний показник оцінки кредитної історії здійснюється на підставі сумування балів. Цей показник може знаходитися в діапазоні від 0 до 6.

Таблиця 4
Оцінка кредитної історії підприємства-емітента облігацій

Критерії оцінки кредитної історії	Бал	
	є	немає
Факти неповернення зобов'язань	0	2
Пролонгація зобов'язань	0	2
Прострочення суми основного боргу	0	1
Прострочення виплати відсотків	0	1
Усього		

Окремо доцільно здійснювати оцінку досвіду випусків та управління облігаційною позицією емітента. На наш погляд, серед основних критеріїв, на які потрібно звернути увагу при здійсненні такої оцінки, варто виділити:

- кількість попередніх випусків корпоративних облігацій;
- оцінку якості підготовки випуску цінних паперів (відсоток розміщених цінних паперів, строк обігу облігацій, періодичність купонних платежів);
- оцінку якості обслуговування обігу емітованих облігацій (механізм виплати процентного доходу та процедури погашення облігацій).

Переведення зазначених критеріїв у загальний показник здійснюється за алгоритмом, який запропоновано в табл. 4. Комплексний аналіз досвіду випусків та управління облігаційною позицією емітента надасть можливість оцінити здатність підприємства виконувати зобов'язання за емітованими облігаціями.

Висновки. Підсумовуючи вищесказане, варто зазначити, що для проведення аналізу надійності корпоративних облігацій на підставі публічної фінансової звітності традиційні методичні підходи доцільно доповнити оцінкою якісних показників, а саме: розміром діяльності підприємства-емітента, якістю забезпечення зобов'язань, кредитною історією, досвідом попередніх випусків облігацій. Використання запропонованої методики дозволить удосконалити механізм захисту інтересів інвесторів на ринку корпоративних облігацій.

Література:

1. Brigham, Eugene F. Fundamentals of Financial Management. – [6-th ed.]. – Orlando : The Driden Press, 1992. – 950 p.
2. Ван Хорн, Джеймс, К. Основы финансового менеджмента / Ван Хорн, Джеймс, К., Вахович, мл., Джон, М.; пер. с англ. О. Л. Пелявского. – [12-е изд.]. – М. : ООО “И. Д. Вильямс”, 2006. – 1232 с.
3. Уилсон Р. С. Корпоративные облигации: Структура и анализ / Уилсон Ричард С., Фрэнк Дж. Фабозци; пер. с англ. А Шматова. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 445 с.
4. Брітченко І. Оцінка кредитоспроможності емітента корпоративних облигацій / І. Брітченко, Р. Перепелиця // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 11. – С. 52–56.
5. 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.
6. Галасюк В. В. Методика оцінки кредитоспроможності позичальників / В. В. Галасюк, В. В. Галасюк // Вісник НБУ. – 2002. – № 2. – С. 39-45.
7. Галасюк В. В. Оцінка кредитоспроможності позичальників: що оцінюємо? / В. В. Галасюк, В. В. Галасюк // Вісник НБУ. – 2001. – № 5. – С. 54-56.
8. Долінський Л. Б. Оцінка надійності підприємства: теоретико-методологічний підхід / Л. Б. Долінський, Д. П. Сашук // Фінанси України. – 2008. – № 1. – С. 108–117.
9. Савчук В. П. Финансовый менеджмент предприятий; прикладные вопросы с анализом деловых ситуаций / Савчук В. П. – К. : Издательский дом “Максимум”, 2001. – 600 с.
10. Колягин А. Современный подход к оценке кредитных рисков и надёжности компаний / А. Колягин // Рынок ценных бумаг. – 2006. – № 19. – С. 56-58.
11. Методичні рекомендації щодо визначення вартості чистих активів акціонерних товариств: Рішення ДКЦПФР від 17. 11. 2004 р. № 485 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/Laws/2/2004-11-17.485.txt>.
12. Цивільний Кодекс України: Закон України від 16.01.2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради. – 2003. – № 40–44. – Ст. 356.