

УДК 336.763.3

ФОРМУВАННЯ КРИТЕРІЇВ ОЦІНКИ ФІНАНСОВИХ ПОКАЗНИКІВ ДІЯЛЬНОСТІ ЕМІТЕНТІВ ОБЛІГАЦІЙ

Слуцька О.В.

Харківський національний економічний університет

м. Харків

Стаття присвячена формуванню критеріїв оцінки фінансових показників діяльності емітентів корпоративних облігацій. Побудовано трирівневі нечіткі шкали найбільш значущих коефіцієнтів оцінки фінансового стану позичальників з урахуванням особливостей українських умов господарювання. Сформовано критерії оцінки визначених показників діяльності компаній-емітентів на основі аналізу ступенів досягнення цільових значень нечіткої шкали, що дозволяє охарактеризувати здатність емітентів облігацій розраховуватися за своїми зобов'язаннями.

Ключові слова: емітенти корпоративних облігацій, фінансові показники, критерій, шкала, нечітка логіка.

The article is devoted to the forming of criteria for estimation of financial indices of corporate bond issuers. Three-level fuzzy scales of the most significant indices of the debtor's solvency are built in view for Ukrainian conditions of management. Criteria for estimation of issuers' indices are formed by analysis of the target level of fuzzy scale achievement, which allows to evaluate the bond's issuer possibility to pay their debts.

Key words: corporate bond issuers, financial indices, criteria, scale, fuzzy logic.

Актуальність проблеми. При вкладенні коштів в той чи інший фінансовий інструмент інвестор має на меті збереження та примноження власного капіталу при допустимому рівні ризику. При інвестуванні коштів у корпоративні облігації, які вважаються інструментами з фіксованою дохідністю, їх власник, окрім повернення вкладеного капіталу шляхом погашення номінальної вартості емітентом, розраховує отримувати доходи у вигляді купонних виплат, а також можливого зростання вартості цінних паперів на вторинному ринку. Здатність компанії-позичальника своєчасно здійснювати купонні платежі та в повному обсязі, в обумовлені умовами емісії строки, погашати облігації значною мірою залежить від фінансового стану позичальника. В свою чергу, фінансова спроможність емітента розраховуватися за своїми зобов'язаннями впливає на ринкову ціну облігацій,

© Слуцька О.В., 2012

що дозволяє власнику цінних паперів отримати додатковий дохід при продажі облігацій надійного емітента, або, навпаки, – недоотримати чи втратити кошти при зниженні ринкової вартості облігацій через низьку платоспроможність позичальника. У зв'язку з цим, головним завданням кредиторів стає оцінювання спроможності позичальника розраховуватися за своїми зобов'язаннями на основі фінансових показників його діяльності. Тому при здійсненні фінансового аналізу підприємства слід орієнтуватися на певні критерії, що дозволять класифікувати його фінансовий стан.

Аналіз останніх наукових досліджень. Теоретичні та практичні дослідження щодо оцінки фінансового стану емітентів облігацій здійснювали такі зарубіжні науковці, як: Е. Альтман, Ф. Блек, А. Дамодаран, Р. Мертон, Ф. Фабоцци, М. Шоулз та інші. Проте їхні наукові здобутки не дозволяють враховувати українські особливості господарювання та специфіку складання фінансової звітності. Тому використання запропонованих ними методик оцінки фінансового стану вітчизняних емітентів облігацій не є достатньо коректним та обґрунтованим. Питаннями фінансового аналізу позичальників займалися такі вітчизняні вчені, як: І. Брітченко, Г. Великоіваненко, Л. Долінський, А. Камінський, Р. Кільмухаметов, Б. Кишакевич, О. Охріменко, О. Шапкін тощо. Однак в їхніх роботах недостатньо уваги приділено критеріям оцінки фінансових показників, за допомогою яких можна визначити фінансову спроможність підприємства-позичальника розраховуватися за зобов'язаннями. Зазначена проблема потребує більш детального дослідження та подальшого вдосконалення.

Мета роботи: вирішення проблема вибору фінансових показників та розробки критеріїв формування вибірки показників, що дозволить оцінити здатність емітентів облігацій щодо виконання ними боргових зобов'язань.

Виклад основного матеріалу дослідження. З метою відбору фінансових коефіцієнтів, які слід використовувати для оцінки фінансового стану позичальників, побудовано первісну сукупність показників, що найбільш часто використовуються в зарубіжній та вітчизняній практиках для оцінки ймовірності дефолту, банкрутства або платоспроможності. За допомогою факторного аналізу, а саме методу головних компонент, здійснено відбір фінансових показників, які згруповані в чотири найбільш значущі

фактори [1]. Враховуючи склад та економічну сутність показників, що увійшли до кожної головної компоненти, фактори охарактеризовані як: ефективність діяльності, структура капіталу, ліквідність та здатність обслуговувати борги.

Серед сукупності показників кожного фактора за допомогою методу «центра ваги» визначено діагностичну ознаку, що передає найбільш істотні особливості множини вихідних показників (рис. 1).



Рис. 1. Фінансові показники оцінки фінансового стану емітентів облігацій

Діагностичними ознаками факторів (рис. 1) визначені відповідно коефіцієнт рентабельності активів за EBITDA (прибуток до вирахування податку на прибуток, відсоткових виплат та амортизаційних відрахувань), показник фінансового левериджу, коефіцієнт швидкої ліквідності та коефіцієнт відсоткового покриття за EBITDA.

Для того, щоб мати можливість оцінювати здатність емітентів облігацій розраховуватися за борговими зобов'язаннями на основі обраних показників, необхідно орієнтуватися на певні критерії, які дозволять охарактеризувати стан позичальника. Для вирішення такого завдання найбільш часто застосовують встановлені нормативи, які дозволяють інтерпретувати значення коефіцієнтів залежно від відповідності нормативу як позитивні чи негативні.

Так, показник фінансового левериджу, що відображає відношення позикового капіталу до власного має граничне значення менше 1 [2], а зменшення значень коефіцієнту свідчить про позитивні зміни на підприємстві. Іншими словами, розмір позикового капіталу не має перевищувати суму власного капіталу. У той же час відповідно до п. 3 ст. 8 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [3] юридична особа має право розміщувати відсоткові та/або дисконтні облігації на суму, яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами. В такому разі згідно Закону [3] допускається значення показника фінансового левериджу не більше 3.

Слід зазначити, що показник швидкої ліквідності також не має єдиного усталеного нормативу. Так, в деяких економічних джерелах визначено його нормативне значення на рівні не менше 1 [2], в інших – не менше 0,6-0,8 [4]. Щодо показників рентабельності активів за EBITDA та відсоткового покриття за EBITDA, то встановлених нормативів за ними не існує, і лише зростання значень цих коефіцієнтів свідчить про позитивну тенденцію на підприємстві. Така ситуація ускладнює завдання оцінки фінансового стану підприємства.

Крім того, слід враховувати той факт, що економічні умови господарювання постійно змінюються. Залежно від сектору економіки, і навіть протягом часу в одній й тій самій галузі, змінюються стан економічного середовища, в якому функціонує підприємство; кожен суб'єкт господарювання має свої певні особливості, розрізняється якість менеджменту тощо. Отже, на результати діяльності підприємства впливає безліч чинників, які не завжди можна врахувати. Тому в більшості випадків неможна з достатньою впевненістю охарактеризувати фінансовий стан компанії, розділивши значення показників, що використовуються при аналізі, лише на дві категорії – відповідні та невідповідні нормативу.

Для визначення критеріїв оцінки фінансових показників емітентів облігацій запропоновано застосовувати нечіткі описи обраних показників. Нечітко-множинний підхід дозволить враховувати при оцінці фінансово-господарської діяльності якісні аспекти, що не мають точного кількісного виміру [5]. Як зазначає Матвійчук А. [6], інструментарій

теорії нечіткої логіки дозволяє враховувати специфіку українського бізнесу, оскільки в якості вихідних даних виступають реальні значення показників діяльності надійних емітентів облігацій та компаній, що оголосили дефолт.

Відповідно до методики побудови нечіткої шкали, описаної Недосекіним А.О. [5], з метою визначення діапазону відхилень за кожним фактором проаналізовано закони розподілу значень фінансових показників емітентів облігацій. Вибіркою при проведенні дослідження слугували показники, розраховані на основі щоквартальної звітності (I кв. 2007 р. – IV кв. 2011 р.) 177 емітентів облігацій. Так, показник фінансового левериджу, коефіцієнт швидкої ліквідності та коефіцієнт рентабельності активів за EBITDA розподілені за нормальним законом, а коефіцієнт відсоткового покриття за EBITDA – за експоненційним законом, що підтверджено за допомогою критеріїв Пірсона та Колмагорова-Смирнова.

Сукупність емітентів облігацій запропоновано розподілити за кожним із обраних чотирьох показників на три якісні групи, які описуються лінгвістичними змінними: «низький рівень», «середній рівень», «високий рівень». Ступінь відповідності значення показника тій чи іншій групі (нечіткій підмножині) описано функцією приналежності за трапецієподібним нечітким числом. Верхня основа трапеції відповідає рівню безумовної приналежності значень показника групі (функція приналежності дорівнює одиниці). Зона невпевненості описується нахиленим ребром відповідного трапецієподібного числа, при цьому чим ближче функція приналежності до одиниці, тим вище оцінюється ступінь приналежності об'єкта цій лінгвістичній змінній. Нижня основа трапеції включає всю підмножину значень показника, що признається допустимим для відповідної групи.

Виходячи з отриманих статистичних характеристик законів розподілу (середнього значення та середньоквадратичного відхилення) на основі теорії нечіткої логіки, відповідно до підходу запропонованого Недосекіним А.О. [5] розраховано вузлові точки та побудовано шкали оцінки показників на базі трапецієподібних чисел, що відображено у табл. 1.

Таблиця 1. Критерії оцінки фінансових показників емітентів облігацій

Показник	Значення вузлових точок		
	Низький рівень	Середній рівень	Високий рівень
Показник фінансового левериджу	$[-\infty; 0) \cup [5,90; 12,17; +\infty]$	[0,67; 1,38; 5,90; 12,17]	[0; 0,67; 1,38]
Коефіцієнт швидкої ліквідності	[0; 0,36; 0,53]	[0,36; 0,53; 0,95; 1,21]	[0,95; 1,21; $+\infty$]
Коефіцієнт відсоткового покриття за EBITDA	$[-\infty; 1,25; 2,50]$	[1,25; 2,50; 3,75; 5,00]	[3,75; 5,00; $+\infty$]
Коефіцієнт рентабельності активів за EBITDA	$[-\infty; -0,01; 0,003]$	$[-0,01; 0,003; 0,03; 0,05]$	[0,03; 0,05; $+\infty$]

Проаналізувавши більш детально шкали розподілу значень за кожним показником (табл. 1), зроблено висновок про те, що нормативні значення показників (якщо такі є) відповідають середньому рівню. Так, емітенти, для яких значення коефіцієнта фінансового левериджу знаходиться в діапазоні від 1,38 до 5,9 зі 100% ймовірністю відповідають середньому рівню. Як було зазначено раніше, нормативом для цього показника в науковій літературі визнано значення не більше 1, відповідно до Закону – не більше 3. В свою чергу, емітенти облігацій з показником фінансового левериджу менше ніж 1,03 з більшою ймовірністю будуть віднесені до групи «високий рівень». При цьому, маючи значення цього коефіцієнту 0,67 чи менше ймовірність приналежності до вказаного класу дорівнює 100%. При 9-тикратному перевищенні позикового капіталу над власним емітента облігацій можна віднести в рівній мірі як до середнього класу, так і до низького класу. Такі високі значення показників фінансового левериджу можна пояснити тим, що більшість українських підприємств з метою мінімізації податкових платежів зменшують базу оподаткування шляхом декларування незначних прибутків або ж фіксуючи збитки, що призводить до загального зменшення власного капіталу за балансом та значного перевищення позикового капіталу.

Як зазначено в табл. 1, емітенти облігацій, для яких характерний значення коефіцієнта ліквідності на рівні 0,53–0,95 однозначно характеризуються середнім рівнем, що в цілому відповідає встановленим для цього показника нормативам. Якщо ж показник прийме значення більше за 1,21, можна вважати, що підприємство має достатній рівень ліквідності

та здатне розраховуватися за своїми зобов'язаннями в середньостроковій перспективі. Критичним є значення показника 0,45 та нижче, для яких характерний низький рівень.

На думку А. Дамодарана [7], здатність компанії створювати грошовий потік завдяки основній операційній діяльності відіграє одну з найважливіших умов розрахунків за борговим зобов'язаннями. При цьому не менш важливим є співвідношення грошового потоку та фінансової заборгованості підприємства, тобто відсоткових виплат та основної суми боргу. За розрахунками міжнародного рейтингового агентства S&P [8] значення коефіцієнта відсоткового покриття за EBITDA більше за 6,5 характерне для компаній, що мають рейтинг інвестиційного класу. Що стосується вітчизняних позичальників, за результатами дослідження встановлено, що в разі перевищення грошовим потоком суми відсоткових виплат в 5 разів та більше, емітент потрапить в групу високого рівня. Якщо ж створений компанією грошовий потік перевищує суму відсоткових виплат не більше ніж в 1,9 рази, позичальник характеризуватиметься низьким рівнем показника. Згідно з дослідженнями, проведеними провідними фахівцями одного з вітчизняних банків [9], інвестиційним нормативом коефіцієнта є значення більше 5, критичним є зменшення показника нижче 2. Отже, отримані результати проведеного дослідження підтверджуються встановленими міжнародними та вітчизняними нормативами. Доцільно аналізувати зміну коефіцієнта відсоткового покриття за EBITDA порівняно з динамікою показників ліквідності. Так, наприклад, більш висока відсоткова ставка за довгостроковими позиковими коштами передбачає зниження значень коефіцієнта відсоткового покриття та водночас позитивно впливає на ліквідність компанії-позичальника.

Для коефіцієнта рентабельності активів за EBITDA не існує встановлених нормативів, оскільки показники прибутковості значно розрізняються залежно від галузі, фінансової політики підприємства та інших факторів. Проте розподіл реальних значень цього показника дозволив виявити такі закономірності. Емітенти облігацій з нульовим та від'ємним грошовим потоком однозначно відносяться до низького класу. Якщо ж рентабельність активів перевищує 4,6% емітента з ймовірністю 100% потрапить до високого рівня. Відносно невисокі ставки рентабельності

активів для підприємств високого рівня можна пояснити особливостями ведення бухгалтерського обліку та складання звітності вітчизняними компаніями, що було зазначено вище.

Доцільно зазначити, що побудовані шкали та критерії відібраних раніше фінансових показників адаптовані до українських умов господарювання, враховують специфіку складання фінансової звітності українськими підприємствами, оскільки побудовані на реальних даних емітентів.

Висновки. У результаті дослідження відібрано найбільш значущі фінансові показники, які характеризують фінансовий стан емітентів облігацій. Також сформовано критерії оцінки визначених показників діяльності компаній-позичальників. Значення цих критеріїв формуються на основі аналізу ступенів досягнення цільових значень трирівневої нечіткої шкали окремими показниками. Таким чином дістали подальшого розвитку шкали та критерії оцінки фінансових показників діяльності емітентів корпоративних облігацій на основі теорії нечіткої логіки для підвищення обґрунтованості фінансового аналізу діяльності підприємств-позичальників, які, на відміну від існуючих, знижують вплив випадкових факторів при оцінці поточного фінансового стану.

Розроблені шкали та критерії доцільно використовувати для розробки методичних підходів оцінювання ризику дефолту емітентів облігацій.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Слущка О. В. Визначення факторів зовнішнього середовища при прогнозуванні дефолту емітентів облігацій / О. В. Слущка // Збірник тез доповідей V Міжнародної науково-практичної конференції [“Теорія і практика економічного аналізу: сучасний стан, актуальні проблеми та перспективи розвитку “], (м. Тернопіль, 29 вересня – 1 жовтня 2011 року). – Тернопіль : ТНЕУ, 2011. – С. 314–316.
2. Ізмайлова К. В. Фінансовий аналіз : [навч. посіб.] / К. В. Ізмайлова. – [2-ге вид., стереотип.]. – К. : МАУП, 2001. – 152 с.
3. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480-IV від 23.02.2006 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
4. Методичні рекомендації щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства: Наказ Міністерства економіки України № 14 від 19.01.2006 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.me.gov.ua>.

5. Недосекин А. О. Лингвистический анализ гистограмм экономических факторов / А. О. Недосекин, С. Н. Фролов // Вестник ВГУ. – 2008. – Серия [«Экономика и управление»]. – № 2. – С. 48–55.
6. Матвійчук А. Моделювання фінансової стійкості підприємств із застосуванням теорій нечіткої логіки, нейронних мереж і дискримінантного аналізу / А. Матвійчук // Вісник НАН України. – 2010. – № 9. – С. 24–46.
7. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран ; пер. с англ. – М.: АльпинаБизнес Букс, 2004. – 1342 с.
8. Samson S. Standard & Poor's Role in the Financial Markets [Electronic Source] / Salomon B Samson, Scott Sprinzen, Emmanuel Dubois-Pelerin // Standard & Poor's. – June 2007. – Mode of access: <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245319372597>.
9. Найман Э. Оценка кредитоспособности предприятия: как «отсеять» потенциального банкрота [Электронный ресурс] / Э. Найман, О. Горбань, А Вальчишен. – Режим доступа: www.usb.com.ua.