

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ  
ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

**СЛУЦЬКА ОЛЬГА ВОЛОДИМИРІВНА**

УДК [336.763.3:005.334](043.3)

**ОЦІНЮВАННЯ РИЗИКУ ДЕФОЛТУ  
ЕМІТЕНТІВ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**

дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Харків – 2013

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Харківському національному економічному університеті Міністерства освіти і науки, молоді та спорту України.

Науковий керівник: кандидат економічних наук, доцент,  
**Нескородєва Інна Іванівна**,  
Харківський національний економічний університет,  
доцент кафедри фінансів.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор  
**Леонов Сергій Вячеславович**,  
ДВНЗ «Українська академія банківської справи  
Національного банку України»,  
завідувач кафедри фінансів;

кандидат економічних наук, доцент  
**Долінський Леонід Борисович**,  
ДВНЗ «Київський національний економічний  
університет ім. В. Гетьмана»,  
доцент кафедри економіко-математичного моделювання.

Захист відбудеться 7 лютого 2013 року о 13<sup>00</sup> годині на засіданні спеціалізованої вченої ради, шифр К 64.055.02, у Харківському національному економічному університеті за адресою: 61166, м. Харків, пров. Інженерний, 1а, ауд. 606.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці Харківського національного економічного університету за адресою: 61166, м. Харків, пров. Інженерний, 1а.

Автореферат розісланий «4» січня 2013 року.

Учений секретар  
спеціалізованої вченої ради

М. В. Мартиненко

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми.** Економічний розвиток держави на сучасному етапі багато в чому залежить від активності інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання, що передбачає використання інструментів фондового ринку, одним із яких є корпоративні облігації. Проте високий внутрішній потенціал ринку боргових цінних паперів все ще залишається невикористаним. Основними причинами, що знижують бажання інвесторів вкладати кошти у вітчизняні корпоративні облігації, є: високі ризики інвестування; недостатність повної та достовірної інформації про емітентів та їх цінні папери; нерозвинута інфраструктура фондового ринку. Крім того, причиною суттєвого зниження рівня довіри інвесторів до зазначеного фінансового інструменту стало різке зростання кількості дефолтів емітентів корпоративних облігацій протягом світової фінансової кризи. Тому вирішення проблеми оцінювання ризиків облігацій може значно підвищити інвестиційну активність учасників ринку та матиме позитивний вплив на розвиток всієї економіки.

Вагомий внесок у розвиток методологічних засад, методичного підґрунтя та дослідження облігацій як одного з інструментів фінансування діяльності суб'єктів господарювання, а також ризиків інвестування у боргові цінні папери здійснено такими вітчизняними та зарубіжними вченими як: М. Ансон, Дж. Бейлі, Ю. Брігхем, І. Брітченко, Т. Буй, В. Вітлінський, А. Дамодаран, Р. Джероу, Л. Долінський, А. Камінський, Б. Кишакевич, С. Леонов, І. Лютий, А. Матвійчук, С. Мошенський, Т. Нічосова, О. Охріменко, О. Пересецький, Дж. Сейдлер, С. Тернбул, Ф. Фабозці, С. Фокарді, О. Чемодуров, В. Шарп та іншими.

Разом з тим узагальнення напрацювань з обраної проблематики дозволяє зробити висновок про наявність розбіжностей у підходах до оцінювання окремих ризиків інвестування в облігації, зокрема ризику дефолту. Для активізації розвитку та використання в інвестиційних цілях корпоративних облігацій необхідно застосовувати коректні, науково обґрунтовані методичні підходи до їх оцінювання, які дозволяли б усім учасникам інвестиційного процесу зважати на поточні та можливі майбутні ризики.

Важливість поставленого завдання підтверджується й на рівні регулятора ринку цінних паперів – Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР, Комісія). Комісія зазначає, що цілями її діяльності є становлення потужних внутрішніх інвесторів, а також захист прав інвесторів на ринку цінних паперів. Для досягнення поставленої мети важливе значення мають оцінювання та управління ризиками, що виникають при інвестуванні коштів у цінні папери, зокрема в корпоративні облігації. Необхідність вирішення зазначених завдань з оцінювання ризиків інвестування у корпоративні облігації підтверджується також основними напрямками подальшого розвитку фондового ринку, що визначені Стратегією розвитку фінансового ринку України до 2015 року.

Актуальність розв'язання вказаних проблем та недостатній рівень розроблення їх теоретико-методичного обґрунтування обумовили вибір теми, мети та задач дисертаційної роботи.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота виконана відповідно до планів наукових досліджень Харківського націо-

нального економічного університету, а її основні результати знайшли відображення в науково-дослідній роботі: «Фінансові послуги у забезпеченні становлення кластерних ініціатив транскордонного співробітництва» (номер державної реєстрації 0109U001221), за якою розроблено пропозиції щодо організації фінансового забезпечення діяльності учасників кластера шляхом емісії облігацій з позиції оцінювання ефективності та ризику залучення капіталу, а також методичні рекомендації щодо оцінювання ризику дефолту позичальників. За результатами дослідження отримано Свідоцтво про реєстрацію авторського права на твір № 39732 на науковий твір «Структурно-функціональне моделювання процесу організації створення мегакластера».

**Мета і задачі дослідження.** Метою дослідження є розвиток теоретичних положень, розроблення методичних підходів та практичних рекомендацій щодо оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облігацій при інвестуванні на фондовому ринку.

Для досягнення мети поставлено та вирішено такі задачі:

- визначити особливості функціонування ринку корпоративних облігацій;
- узагальнити види ризиків, що виникають при інвестуванні у корпоративні облігації, побудувати їх ієрархію та виділити ключовий ризик;
- уточнити визначення поняття «дефолт» щодо емітентів облігацій на основі формулювання основних критеріїв його настання;
- узагальнити методи оцінювання ймовірності дефолту емітентів облігацій, проаналізувати можливість їх застосування в умовах економіки України та визначити макроекономічні чинники впливу на ризик дефолту емітентів корпоративних облігацій;
- визначити мікроекономічні чинники впливу на ризик дефолту та удосконалити методичне забезпечення оцінювання фінансового стану емітентів корпоративних облігацій;
- обґрунтувати й розробити методичний інструментарій у вигляді шкал та критеріїв оцінювання фінансових показників діяльності емітентів облігацій;
- удосконалити методичний підхід до оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облігацій;
- розробити методичний підхід до формування фінансових ковенантів при емісії корпоративних облігацій.

*Об'єктом дослідження* є процес оцінювання ризиків на ринку корпоративних облігацій. *Предметом дослідження* є теоретичні положення і методичне забезпечення оцінювання ризику дефолту емітентів при інвестуванні на ринку корпоративних облігацій.

*Методи дослідження.* Теоретичною і методологічною основою дисертаційної роботи є фундаментальні положення загальної економічної теорії, системного аналізу, менеджменту, теорії фінансів; дослідження вітчизняних та зарубіжних учених-економістів із питань фінансового менеджменту, фінансового аналізу, інвестиційного менеджменту.

Теоретичні дослідження категоріального підґрунтя ризиків інвестування в облігації, підходів, методів і механізмів їх оцінювання ґрунтуються на принципах діалектики як загального способу пізнання.

Для вирішення поставлених задач використано такі методи: *аналізу та логічного узагальнення* – для визначення особливостей обігу корпоративних облігацій на фондовому ринку, а також визначення ризиків інвестування у корпоративні облігації; *семантичного аналізу* – для визначення сутності ризику як економічної категорії та виділення критеріїв визнання дефолту емітентів облігацій; *аналізу і синтезу, порівняльного співставлення* – для обґрунтування доцільності застосування показників фінансової звітності як вихідних даних для оцінювання ризику дефолту емітентів облігацій; *метод графів* – для побудови ієрархії ризиків інвестування в облігації; *кореляційно-регресійного аналізу* – для визначення макроекономічних чинників оцінювання ризику дефолту емітентів облігацій; *багатовимірний факторний аналіз* – для скорочення інформаційного простору фінансових показників оцінювання ризику дефолту емітентів облігацій; *нечіткої логіки* – для побудови шкал вимірювання фінансових показників та критеріїв оцінювання; *дерев класифікацій* – для формування правил віднесення емітентів облігацій до відповідного класу за рівнем ризику, визначення ковенантів; *нейронних мереж* – для визначення рівня ризику дефолту та для кількісного визначення приналежності емітентів корпоративних облігацій до певного рівня ризику дефолту; *ланцюги Маркова* – для прогнозування рівня ризику дефолту емітента облігацій та ймовірності виконання ним своїх зобов'язань у майбутньому.

*Інформаційною базою дослідження* є публічна фінансова та статистична звітність емітентів корпоративних облігацій, статистичні дані Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Української асоціації інвестиційного бізнесу, вітчизняних та міжнародних рейтингових агентств, інформаційного агентства «Cbonds».

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає в розробленні й обґрунтуванні нових теоретичних підходів та науково-методичного інструментарію оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облігацій. Наукову новизну одержаних результатів відображено у таких положеннях:

*вперше:*

розроблено методичний підхід до формування фінансових ковенантів при емісії корпоративних облігацій на фондовому ринку України шляхом обґрунтування набору фінансових показників (коефіцієнта рентабельності активів за операційним грошовим потоком на інвестований капітал, показника фінансового левериджу, коефіцієнта швидкої ліквідності та коефіцієнта відсоткового покриття за операційним грошовим потоком на інвестований капітал) та встановлення їх критичних значень, використання яких сприятиме об'єктивному визначенню та зниженню рівня ризику дефолту при інвестуванні у корпоративні облігації;

*удосконалено:*

методичний підхід до оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облігацій, побудований з використанням багатовимірний факторний аналіз, положень теорії нечіткої логіки та нейронних мереж, який, на відміну від існуючих, ураховує динаміку фінансових показників: ефективності діяльності позичальника, структури його капіталу, ліквідності та платоспроможності, а також загального стану фінансового ринку, що уможливорює визначення здатності емітента своєчасно розраховуватися за своїми зобов'язаннями;

методичне забезпечення оцінювання фінансового стану емітентів корпоративних облігацій, яке, на відміну від існуючих, базується на використанні показника операційного грошового потоку на інвестований капітал як джерела розрахунку за борговими зобов'язаннями позичальників;

*дістали подальшого розвитку:*

структуризація ризиків інвестування у корпоративні облігації, особливість якої полягає у побудові ієрархії ризиків за допомогою теорії графів із виділенням ризику дефолту як ключового, що дозволяє підвищити оперативність оцінювання ризиків при ухваленні інвестиційних рішень;

визначення поняття дефолту емітентів корпоративних облігацій, відмінність якого полягає в урахуванні часових критеріїв та подій (відмова або прострочення виконання боргових зобов'язань, банкрутство тощо), настання яких свідчить про дефолт емітента облігацій, що забезпечить об'єктивне відображення фінансового стану позичальника та надасть змогу інвесторам здійснювати оцінювання ризику дефолту та вживати заходів щодо повернення інвестованих коштів;

шкали та критерії оцінювання показників ефективності діяльності, структури капіталу, ліквідності та платоспроможності емітентів корпоративних облігацій, які, на відміну від існуючих, ураховують вплив випадкових факторів при оцінюванні поточного фінансового стану завдяки використанню теорії нечіткої логіки, що підвищує обґрунтованість фінансового аналізу діяльності підприємств-позичальників.

**Практичне значення одержаних результатів дослідження** полягає в узагальненні теоретичних положень і методичних підходів до оцінювання ризику дефолту емітентів облігацій. Рекомендації, надані у роботі, можуть бути використані емітентами корпоративних облігацій та їх андеррайтерами під час підготовки випуску й формування проспекту емісії як інформаційна підтримка ухвалення рішень при інвестуванні в корпоративні облігації на первинному ринку, а також для моніторингу спроможності емітентів облігацій розраховуватися за борговими зобов'язаннями в період обігу цінних паперів.

Основні положення дисертації впроваджені в діяльність професійних учасників фондового ринку, органів державного регулювання та рейтингових агентств. Зокрема, рекомендації щодо визначення дефолту емітентів корпоративних облігацій, а також рекомендації щодо формування в проспекті емісії облігацій фінансових критеріїв (ковенантів), яким протягом періоду обігу облігацій має відповідати емітент, використані Східним територіальним управлінням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку для розроблення пропозицій щодо удосконалення чинної нормативно-правової бази України з питань випуску та обігу цінних паперів (довідка №10/01/485 від 25.04.2012 р.).

Методичний підхід до формування фінансових ковенантів при емісії корпоративних облігацій впроваджений в роботу ТОВ «Компанія з управління активами «Авантаж Капітал Менеджмент» (акт впровадження від 20.02.2012 року), де використовується при підготовці емісії корпоративних облігацій на ринку облігацій CATALYST – альтернативній торговій системі Варшавської фондової біржі.

Методичний підхід до оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облігацій впроваджений у діяльність ТОВ «Рюрік», яке має статус уповноваженого

рейтингового агентства (рішення ДКЦПФР від 07.04.2010 р. № 385), з метою удосконалення методики рейтингування корпоративних позичальників (довідка № 12/03/15-03 від 15.03.2012 р.).

Результати дослідження використані при викладанні навчальної дисципліни «Фінансовий інжиніринг» у процесі підготовки бакалаврів за напрямом «Фінанси і кредит» Харківського національного економічного університету (довідка про впровадження від 16.02.2012 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертація є завершеною, самостійною науковою роботою, в якій всі положення і пропозиції, винесені на захист, одержані автором особисто. Внесок автора в роботах, виконаних у співавторстві, наведено у списку опублікованих праць.

**Апробація результатів дослідження.** Основні положення і висновки, що викладені в дисертації, доповідалися на одинадцяти науково-практичних конференціях: III Міжнародному Форумі молодих вчених «Ринкова трансформація економіки постсоціалістичних країн: стан, проблеми, перспективи» (Харків, травень 2008 р.); II Міжнародній науково-практичній конференції «Ефективність бізнесу в умовах трансформаційної економіки» (Сімферополь-Ялта, травень-червень 2008 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Управління фінансами в умовах вступу до СОТ» (Харків, жовтень 2009 р.); III Міжнародній науково-практичній конференції «Інформаційна та економічна безпека (INFECO-2010)» (Харків, квітень 2010 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Розвиток системи довіри та захисту прав споживачів фінансових послуг» (Харків, вересень 2010 р.); XIII Всеукраїнській науково-практичній конференції «Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України» (Суми, жовтень 2010 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Антикризові аспекти регулювання економіки» (Харків, грудень 2010 р.); V Міжнародній науково-практичній конференції «Теорія і практика економічного аналізу: сучасний стан, актуальні проблеми та перспективи розвитку» (Тернопіль, вересень-жовтень 2011 р.); VI Міжнародній науково-практичній конференції «Реформування економіки України: стан та перспективи» (Київ, листопад 2011 р.); Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції «Стратегічні напрями розвитку національної економіки у посткризовий період», (Львів, квітень 2012 р.); V Міжнародній науково-практичній конференції «Інформаційна та економічна безпека (INFECO-2012)» (Харків, квітень 2012 р.).

**Публікації.** Результати дисертаційного дослідження знайшли відображення у 22 наукових публікаціях загальним обсягом 10,58 ум.-друк. арк., з них три підрозділи у 3 колективних монографіях, 10 статей у фахових виданнях, 9 матеріалів конференцій; особисто автору належить – 8,33 ум.-друк. арк.

**Структура та обсяг дисертації.** Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг дисертаційної роботи – 256 сторінок, вона містить 35 таблиць (з них 3 таблиці займають 4 повні сторінки), 45 рисунків (з них 2 рисунки займають 2 повні сторінки), список використаних джерел з 230 найменувань на 23 сторінках і 11 додатків на 58 сторінках. Обсяг основного тексту дисертації складає 169 сторінок.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У вступі обґрунтовано актуальність теми дисертаційної роботи, сформульовано мету, задачу, об'єкт і предмет дослідження, визначено наукову новизну отриманих результатів, їх практичну цінність та результати апробації.

У першому розділі «Теоретичні засади оцінювання ризиків на ринку корпоративних облігацій» визначено особливості функціонування ринку корпоративних облігацій; узагальнено види ризиків, що виникають при інвестуванні у корпоративні облігації, та за результатами побудови їх ієрархії виділено ключовий ризик; уточнено визначення поняття «дефолт» щодо емітентів облігацій на основі формулювання основних критеріїв його настання.

Узагальнення наукових напрацювань у сфері функціонування ринку корпоративних облігацій дали змогу встановити значну залежність його розвитку від інформаційного забезпечення, яке отримують учасники фондового ринку на кожній стадії інвестиційного процесу. Виявлено низький рівень прозорості (інформаційної прозорості) інвестиційного процесу на ринку корпоративних облігацій, основними причинами якої визначено недосконалість законодавчої бази у сфері розкриття інформації учасниками фондового ринку та недостатній рівень їх інвестиційної культури. Встановлено, що характерними ознаками недостатньої інформаційної прозорості є високий ступінь асиметрії інформації, інформаційна неефективність та підвищена первинна фрагментарність ринку. Зазначені особливості призводять до зростання невизначеності, а відповідно й рівня ризику при інвестуванні у цінні папери, що значно знижує їх інвестиційну привабливість. Тому виникає необхідність розробки методичного забезпечення оцінювання ризиків інвестування в облігації, що сприятиме збільшенню обсягів достовірної інформації про цінні папери та їх емітентів, а також зміцненню рівня довіри між учасниками ринку корпоративних облігацій.

На основі дослідження економічної літератури та аналізу основних властивостей облігацій як фінансового інструменту узагальнено ризики інвестування у корпоративні облігації. Оскільки оцінювання кожного виду ризику при інвестуванні у той чи інший цінний папір має свої особливості та є достатньо трудомістким процесом, здійснено структурування виділених ризиків облігацій за методом направлених графів, що являє їх дев'ятирівневу ієрархію (рис. 1). На базових рівнях знаходяться інфляційний та суверенний ризики, які є первинними відносно інших ризиків. Вони є систематичними, тобто однаково впливають на всіх учасників інвестиційного процесу в межах країни, в тому числі на всіх емітентів цінних паперів. Зважаючи на це, встановлено, що оцінювання базових ризиків не є вирішальним при ухваленні інвестиційного рішення. Ключовим ризиком визначено ризик дефолту, який є базовим несистематичним ризиком. Його достовірне оцінювання має бути обов'язковою передумовою інвестування у корпоративні облігації. Крім того, необхідність оцінювання ризику дефолту обґрунтовано також тим, що він характеризується найбільшою загрозою, адже у разі дефолту емітента облігацій втрати інвестора можуть дорівнювати сумі вкладених коштів, що значно перевищує втрати від недоотримання доходу при зниженні ціни облігації.



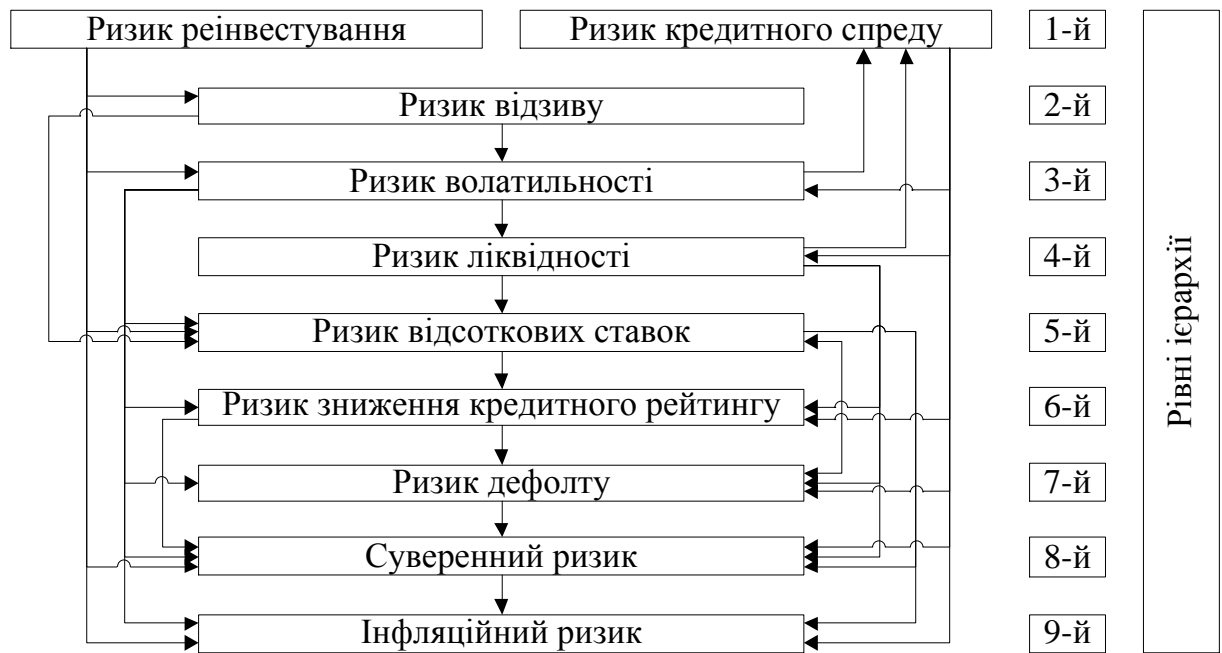


Рис. 1. Ієрархія ризиків інвестування у корпоративні облігації

Здійснена структуризація ризиків інвестування у корпоративні облігації шляхом побудови ієрархії ризиків із виділенням ризику дефолту як ключового дозволить підвищити оперативність оцінювання ризиків при ухваленні інвестиційних рішень.

У роботі проаналізовано підходи щодо трактування сутності дефолту та здійснено відокремлення цього поняття від інших, які відображають погіршення фінансового стану позичальника, а саме: «неплатоспроможність» та «банкрутство», шляхом визначення їх основних характеристик та встановлення причинно-наслідкових зв'язків. На цій основі запропоновано уточнене визначення поняття дефолту емітентів корпоративних облігацій, використання якого забезпечить об'єктивне відображення фінансового стану позичальника.

Згідно з уточненим визначенням дефолтом емітентів корпоративних облігацій є порушення умов проспекту емісії, що полягає у невиконанні або неналежному виконанні боргових зобов'язань з боку емітента перед власниками облігацій. Дефолт емітента облігацій визнається у випадку, коли настає хоча б одна з наступних подій: 1) офіційна відмова позичальника виплатити кредиторіві в повному обсязі у призначений умовами позики термін відсотковий дохід та/або погасити основну частину залучених коштів та/або здійснити інші умови договору (виконання оферти тощо); 2) прострочення виконання зобов'язань за умовами позики протягом встановленого терміну (15 днів) після кінцевої дати погашення без досягнення попередньої домовленості з кредиторами щодо реструктуризації боргу; 3) початок процедури банкрутства, введення мораторію на виконання зобов'язань або інші законодавчі обмеження, що призводять до нездатності позичальника своєчасно виконати боргові зобов'язання за умовами позики.

У дисертації доведено, що констатація факту настання дефолту надасть змогу інвесторам здійснювати оцінювання ризику дефолту та вживати заходів щодо повернення інвестованих коштів шляхом отримання страхових виплат у разі страхування ризику дефолту, початку процедури реструктуризації заборгованості тощо.

У другому розділі «Оцінювання факторів впливу на ризик дефолту емітентів корпоративних облігацій» узагальнено методи оцінювання ймовірності дефолту емітентів облігацій та визначено можливість їх застосування в умовах економіки України; визначено макро- та мікроекономічні чинники впливу на ризик дефолту емітентів корпоративних облігацій; удосконалено методичне забезпечення оцінювання фінансового стану емітентів корпоративних облігацій.

У результаті узагальнення існуючих методів оцінювання ймовірності дефолту емітентів облігацій виділено три їх основні групи: на основі кредитних рейтингів, що визначаються рейтинговими агентствами; за опитуванням експертів; із застосуванням економіко-математичних моделей, що ґрунтуються на статистичних даних (з історії дефолтів, фінансовій звітності емітентів, показниках фондового ринку, макроекономічних показниках). Виділені групи проаналізовано з точки зору переваг та недоліків, а також можливості їх застосування для оцінювання надійності вітчизняних емітентів облігацій. Ґрунтуючись на результатах аналізу, доведено, що найбільш доцільним для оцінювання ризику дефолту в умовах економіки України є використання фінансової звітності позичальників та макроекономічних показників щодо впливу зовнішнього середовища на ризик дефолту емітентів облігацій.

З метою визначення макроекономічних чинників впливу на ризик дефолту емітентів корпоративних облігацій здійснено попередній відбір показників, що характеризують загальний стан економіки та фінансового ринку, розраховано щільність їх зв'язку з показником кількості дефолтів підприємств-позичальників на основі коефіцієнтів кореляції у кварталному розрізі в період з 1 кв. 2007 р. по 4 кв. 2011 р. (рис. 2).

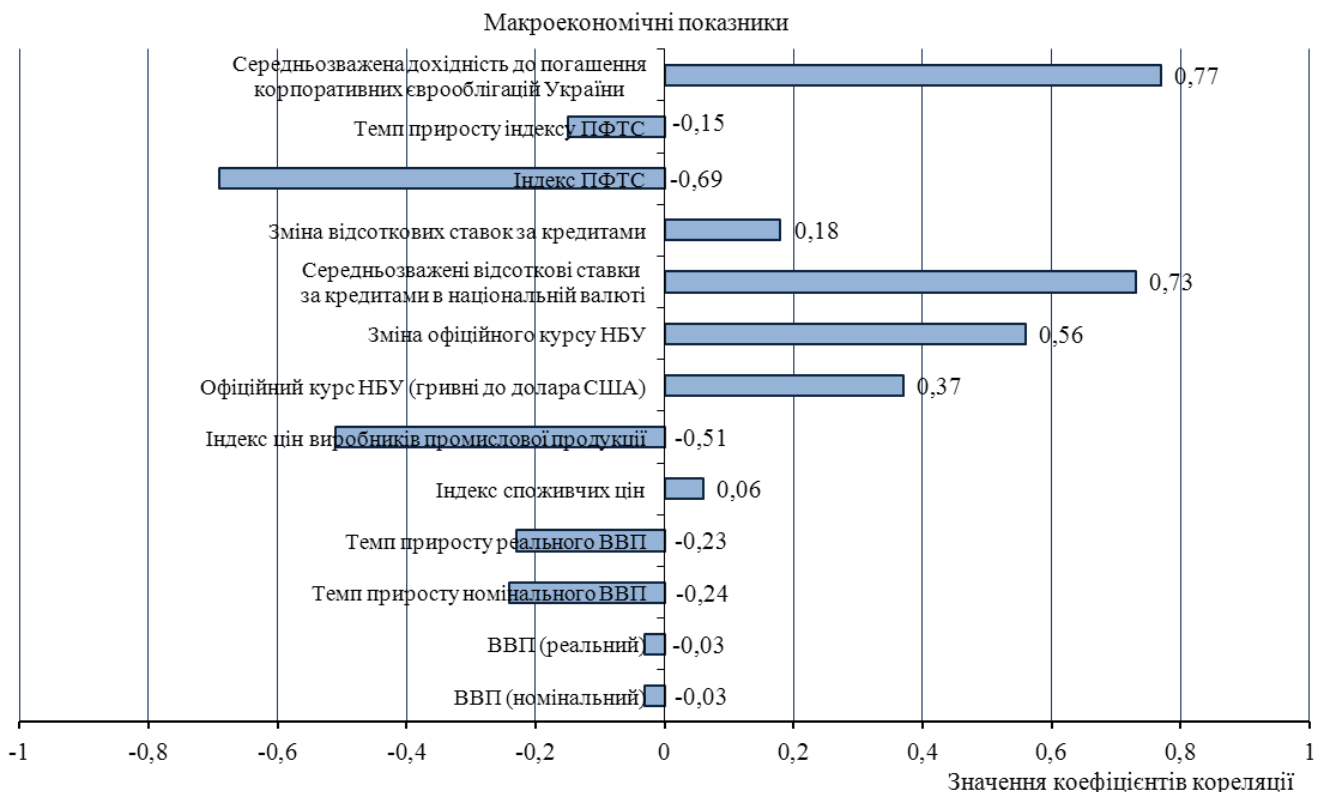


Рис. 2. Коефіцієнти кореляції між кількістю дефолтів емітентів облігацій та макроекономічними показниками за 2007-2011 рр.

Встановлено, що найбільш тісний зв'язок кількості дефолтів за період, що досліджується, спостерігається із середньозваженою дохідністю до погашення корпоративних єврооблігацій України та середньозваженими відсотковими ставками банків за кредитами у національній валюті. Значний негативний вплив на результати діяльності суб'єктів господарювання відбувається при різкій зміні офіційного курсу національної грошової одиниці до іноземних валют (до долара США), як це спостерігалось при суттєвій девальвації гривні у 4 кварталі 2008 року.

У роботі здійснено фінансовий аналіз діяльності емітентів корпоративних облігацій, які перебували в обігу в період з 2007 р. по 2011 р. За результатами аналізу встановлено, що протягом 2007 р. – 1-ої половини 2008 р. емітенти характеризувалися стійким фінансовим станом, що підтверджувалося розрахунком відповідних показників (ліквідності та платоспроможності, фінансової стійкості, рентабельності). Проте з початком фінансової кризи фінансовий стан емітентів облігацій значно погіршився – збитки вплинули на зниження показників рентабельності, зменшення здатності підприємств обслуговувати борги, погіршення платіжної дисципліни підприємств-позичальників. Це спричинило зростання ризику неплатежів за борговими зобов'язаннями емітентів облігацій.

Доведено, що галузева приналежність емітентів облігацій не має суттєвого впливу на їх фінансовий стан, а відповідно й на здатність погашати боргові зобов'язання. У зв'язку з цим, додаткове врахування галузевих особливостей при розробленні методичного забезпечення оцінювання ризику дефолту визнано недоцільним. У цілому причинами дефолтів в усіх галузях економічної діяльності визнано погіршення макроекономічної ситуації, суттєва девальвація національної грошової одиниці, підвищення цін на енергоносії, дефіцит зовнішнього фінансування, підвищення боргового навантаження, низька якість управління грошовими потоками, недооцінення ризиків при залученні коштів шляхом емісії облігацій.

З метою визначення мікроекономічних чинників впливу на ризик дефолту емітентів корпоративних облігацій сформовано первісну сукупність фінансових показників у результаті аналізу найбільш поширених моделей оцінювання ймовірності дефолту, банкрутства, платоспроможності, що використовуються в зарубіжній та вітчизняній практиці. У подальшому здійснено зменшення кількості фінансових коефіцієнтів за допомогою багатовимірного факторного аналізу – методу головних компонент. Як вихідні дані для проведення багатовимірного факторного аналізу наведено вибірку, що складається з 1819 спостережень, кожне з яких охарактеризоване 37 фінансовими показниками, розрахованими на основі публічної квартальної фінансової звітності 177 емітентів корпоративних облігацій, які перебували в обігу в період з 2007 р. по 2011 р. За результатами проведення факторного аналізу виділено 4 фактори, а саме: ефективність діяльності, структура капіталу, ліквідність та здатність обслуговувати борги, що за загальною дисперсією характеризують 94,45% мінливості вихідних змінних. Серед сукупності показників кожного фактора за допомогою методу «центра ваги» визначено діагностичну ознаку, що має найбільш істотні властивості множини вихідних показників. Діагностичними ознаками факторів обрано коефіцієнт рентабельності активів за

операційним грошовим потоком на інвестований капітал (ЕВІТДА), показник фінансового левериджу, коефіцієнт швидкої ліквідності та коефіцієнт відсоткового покриття за ЕВІТДА (рис. 3).



Рис. 3. Складові оцінювання ризику дефолту емітентів облігацій

Доведено, що обрані фінансові коефіцієнти є основними для оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облігацій. Обґрунтовано пріоритетність використання операційного грошового потоку на інвестований капітал для оцінювання здатності емітента своєчасно розраховуватися за своїми борговими зобов'язаннями. Зазначений показник характеризує результат основної діяльності підприємства, оскільки його обсяги є відносно стабільними. Крім того, він відображає фактичну спроможність позичальника генерувати грошові потоки від використання як власного, так і позикового капіталу. Розроблене методичне забезпечення оцінювання фінансового стану емітента корпоративних облігацій дозволить позичальникам визначати свою інвестиційну привабливість з точки зору залучення зовнішніх джерел фінансування діяльності, а інвесторам – оцінювати перспективи своїх вкладень в облігації.

У третьому розділі «Удосконалення науково-методичного забезпечення оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облігацій» обґрунтовано і розроблено методичний інструментарій у вигляді шкал та критеріїв оцінювання фінансових показників діяльності емітентів облігацій; удосконалено методичний підхід до оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облігацій; розроблено методичний підхід до формування фінансових ковенантів при емісії корпоративних облігацій.

У роботі доведено недостатню інформативність встановлених нормативів фінансових показників для оцінювання фінансового стану емітентів облігацій. Це пов'язано з неоднозначністю трактування нормативів у науковій літературі, що значно ускладнює оцінювання фінансового стану підприємств. У зв'язку з цим за допомогою інструментарію нечіткої логіки побудовано нечітку трирівневу шкалу та визначено критерії оцінювання за кожним показником на основі трапецієподібних чисел (табл. 1).

Таблиця 1

**Шкали та критерії оцінювання фінансових показників емітентів облігацій**

Показник	Критерії оцінювання (значення вузлових точок) за нечіткою шкалою		
	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	$[-\infty; -0,01; 0,003]$	$[-0,01; 0,003; 0,03; 0,05]$	$[0,03; 0,05; +\infty]$

Побудовані шкали та критерії відібраних фінансових показників адаптовані до вітчизняних умов господарювання, оскільки ґрунтуються на даних українських емітентів. Віднесення позичальника до певного рівня за показниками здійснюється не однозначно, а з певним ступенем приналежності, що сприяє підвищенню обґрунтованості фінансового аналізу діяльності емітентів корпоративних облігацій, враховуючи вплив випадкових факторів при оцінюванні поточного фінансового стану підприємства.

Для вирішення завдання оцінювання ризику дефолту емітентів облігацій попередньо здійснено класифікацію позичальників на надійних (своєчасно здійснювали виплати) та ненадійних (допускали порушення умов емісії) щодо виконання боргових зобов'язань у минулому. Вихідна вибірка складалася зі 112 об'єктів, з яких мали місце 69 подій виконання зобов'язань та 43 дефолти. За допомогою комбінації методів дерев класифікації визначено взаємозв'язок між фактом виконання емітентом зобов'язань за облігаціями у минулому, його фінансовими показниками, вираженими у нечіткій шкалі, та середньозваженими відсотковими ставками за кредитами. Ґрунтуючись на отриманих закономірностях, сформовано правила у вигляді нечітких лінгвістичних змінних, що уможливили визначення рівня ризику дефолту емітентів облігацій шляхом здійснення операцій із нечіткими множинами (табл. 2).

Таблиця 2

**Правила визначення рівня ризику дефолту емітентів корпоративних облігацій**

Показник фінансового левериджу	Рівень значення показника				Рівень ризику дефолту емітента облігацій
	Коефіцієнт швидкої ліквідності	Коефіцієнт відсоткового покриття за EBITDA	Коефіцієнт рентабельності активів за EBITDA	Середньозважені відсоткові ставки за кредитами	
×	×	-Н	×	-В	Н
×	-Н	Н	-Н	Н	Н
×	×	-Н	×	В	С
В	×	Н	×	В	С
×	×	Н	Н	-В	С
×	-Н	Н	-Н	С	С
-В	×	Н	×	В	В
×	Н	Н	-Н	-В	В

Примітка: Н (-Н) – низький (не низький) рівень; С (-С) – середній (не середній) рівень;

В (-В) – високий (не високий) рівень

Визначення приналежності підприємства-позичальника до одного з рівнів ризику у відповідності з розробленими пропозиціями є більш коректним та достовірним, ніж традиційна однозначна характеристика надійності емітента облігацій.

З метою вирішення завдання прогнозування рівня ризику позичальників здійснено аналіз динаміки рівнів ризику дефолту 87 емітентів облігацій, що досліджувалися за період з 2007 р. по 2011 р., враховуючи їх фінансовий стан та вплив зовнішнього середовища, за допомогою методу марківських ланцюгів. Отримані результати уможливили прогнозування ймовірності переходу емітентів у наступному кварталі до іншого якісного рівня ризику дефолту на основі його поточного значення (рис. 4).

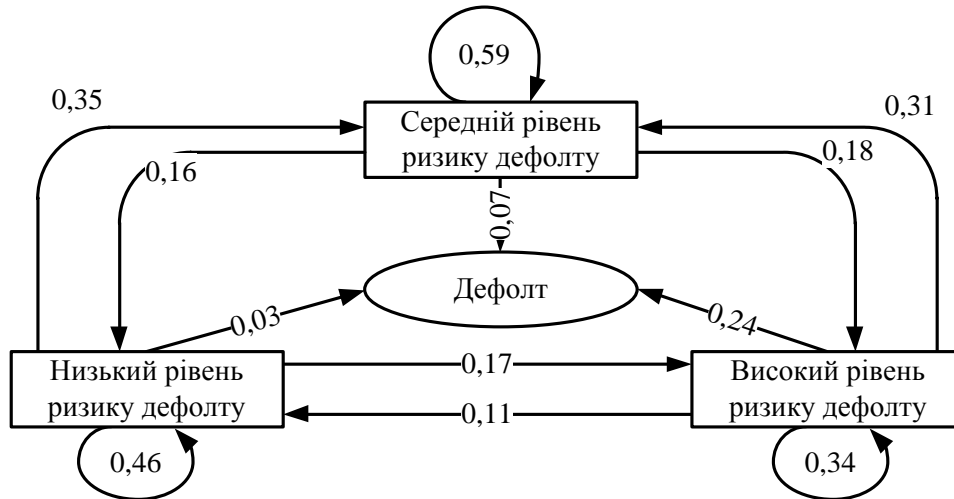


Рис. 4. Ймовірності зміни рівня ризику дефолту у наступному кварталі для емітентів облігацій, що досліджувалися (за узагальненими даними)

Ймовірність дефолту позичальників зростає зі збільшенням інвестиційного горизонту, адже триваліший період часу завжди пов'язаний з більшим ризиком, що пояснюється впливом різноманітних чинників внутрішнього та зовнішнього середовища, які важко прогнозувати. Результати розрахунків ймовірності порушення своєчасного виконання боргових зобов'язань емітентами облігацій через задану кількість кварталів наведено в табл. 3.

Таблиця 3

### Ймовірність дефолту емітентів облігацій через певний проміжок часу

Поточний рівень ризику емітента облігацій	Ймовірність дефолту емітента			
	через 1 кв.	через 2 кв.	через 3 кв.	через 4 кв.
Низький рівень	3%	9%	14%	18%
Середній рівень	7%	14%	20%	24%
Високий рівень	24%	33%	39%	43%

Розроблені пропозиції складають сутність удосконаленого методичного підходу до оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облігацій, який враховує динаміку фінансових показників ефективності діяльності позичальника, структури його капіталу, ліквідності та платоспроможності, а також загального стану фінансового ринку, що уможливорює визначення здатності емітента своєчасно розраховуватися за своїми зобов'язаннями.

У дисертації запропоновано використовувати фінансові кovenанти як фінансові критерії, яким має відповідати емітент протягом періоду обігу облігацій та порушення яких надає інвесторам можливість вживати певних заходів щодо повернення інвестованих коштів. Основними етапами розробленого методичного підходу до формування фінансових кovenантів є: визначення ключових фінансових показників оцінювання ризику дефолту, фінансовий аналіз діяльності емітентів за обраними показниками, класифікація емітентів за рівнем ризику дефолту та формулювання фінансових кovenантів. На рис. 5 більш докладно подано завершальний етап означеного методичного підходу.



Рис. 5. Послідовність етапів формулювання фінансових кovenантів

Критичні значення показників, які відображають неспроможність підприємства розраховуватися за своїми борговими зобов'язаннями, визначено за результатами аналізу класифікації емітентів облігацій. Так, критичним значенням коефіцієнту відсоткового покриття за EBITDA є значення 2,4 та нижче; коефіцієнту рентабельності активів за EBITDA – 0,2% за квартал та нижче; показника фінансового левериджу – 1,1 та вище (за умови високих відсоткових ставок на ринку); коефіцієнту швидкої ліквідності – 0,51 та нижче. Щодо внутрішнього середовища, найбільша загроза дефолту характерна для емітентів, які одночасно не виконують встановлені критерії за декількома показниками, щодо зовнішнього – значно погіршує ситуацію загальне підвищення відсоткових ставок на фінансовому ринку. Наведені значення показників запропоновано використовувати як фінансові кovenанти, їх рівень є обґрунтованим, оскільки базується на статистичному аналізі даних фінансової звітності вітчизняних емітентів облігацій. Визначені критерії не є надмірно

жорсткими, оскільки їх критичні значення характеризують високий рівень ризику дефолту, що не обмежуватиме фінансову діяльність підприємства протягом періоду обігу облігацій.

Ефективне управління фінансовими ковенантами надає змогу інвесторам отримати дієвий інструмент контролю здатності емітентів облігацій розраховуватися за своїми зобов'язаннями. Застосування встановлених критеріїв має стимулювати емітентів облігацій підтримувати фінансовий стан на високому рівні та своєчасно виконувати всі умови позики, що зрештою відобразиться на зниженні рівня ризику дефолту. Використання ковенантів має переваги і для емітентів облігацій, а саме: сприятиме підвищенню рівня транспарентності позичальників, покращенню фінансової дисципліни ведення бізнесу, що надасть можливість емітентам підвищити інвестиційну привабливість облігацій та розраховувати на зниження вартості залученого капіталу.

Сутність розробленого методичного підходу до формування фінансових ковенантів при емісії корпоративних облігацій полягає в обґрунтуванні набору фінансових показників діяльності емітентів та встановленні їх критичних значень, що сприятиме зниженню рівня ризику дефолту при інвестуванні у корпоративні облігації. Розроблений підхід доцільно використовувати емітентам облігацій, андеррайтерам випуску, потенційним інвесторам, рейтинговим агентствам із метою моніторингу здатності підприємств виконувати умови облігаційної позики.

## **ВИСНОВКИ**

У дисертаційній роботі вирішено важливе науково-практичне завдання з подальшого розвитку теоретичних положень, розроблення методичних підходів та практичних рекомендацій щодо оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облігацій. Основні висновки і результати, одержані у процесі дослідження, полягають у такому.

1. Визначено особливості функціонування ринку корпоративних облігацій та доведено, що його розвиток значною мірою залежить від інформаційного забезпечення, яке отримують учасники фондового ринку на кожній стадії інвестиційного процесу. Встановлено, що ринок облігацій в Україні характеризується наявністю високого ступеня асиметрії інформації, має ознаки неефективності та високої фрагментарності. Зазначені особливості є ознаками низького рівня транспарентності (інформаційної прозорості) інвестиційного процесу, що призводить до підвищення невизначеності, а відповідно, й зростання рівня ризиковості фінансових операцій з корпоративними облігаціями.

2. Узагальнено види ризиків інвестування у корпоративні облігації за результатами аналізу основних властивостей облігацій як фінансового інструменту. Оскільки оцінювання кожного виду ризику окремо при ухваленні інвестиційного рішення є достатньо трудомістким процесом, здійснено структурування ризиків шляхом побудови їх ієрархії. Ризик дефолту визначено ключовим, його врахування сприятиме підвищенню оперативності оцінювання ризиків при ухваленні інвестиційних рішень.

3. Уточнено визначення поняття дефолту емітентів облігацій та здійснено відокремлення цього поняття від інших термінів, які відображають погіршення



фінансового стану позичальника. Доведено необхідність встановлення часових критеріїв та подій, настання яких свідчить про дефолт емітента облігацій, що надасть змогу інвесторам здійснювати об'єктивне оцінювання ризику дефолту та ухвалювати управлінські рішення щодо збереження та/або повернення інвестованих коштів.

4. Узагальнено методи оцінювання ймовірності дефолту емітентів облігацій, проаналізовано їх переваги та недоліки стосовно доцільності застосування в умовах економіки України. Незважаючи на значну кількість методів оцінювання надійності емітентів облігацій, жоден з них не можна назвати досконалим. Встановлено, що в умовах вітчизняного ринку корпоративних облігацій, який лише розвивається та має недовгу історію, найбільш прийнятними є методи, що ґрунтуються на фінансовій звітності позичальників, а також макроекономічних показниках.

Визначено зовнішні чинники впливу на ризик дефолту емітентів корпоративних облігацій, найбільш значущими серед яких є середньозважені відсоткові ставки банків за кредитами у національній валюті та середньозважена дохідність до погашення корпоративних єврооблігацій України. Суттєвий вплив на діяльність суб'єктів господарювання має суттєва зміна офіційного курсу національної грошової одиниці до іноземних валют. Урахування виявлених макроекономічних чинників дозволить емітентам здійснювати обґрунтований аналіз стану фінансового ринку.

5. Визначено мікроекономічні чинники впливу на ризик дефолту емітентів корпоративних облігацій та обґрунтовано доцільність використання сформованого набору фінансових показників як базисних параметрів оцінювання ризику дефолту емітентів облігацій. Удосконалено методичне забезпечення оцінювання фінансового стану емітентів корпоративних облігацій, яке базується на використанні показника операційного грошового потоку на інвестований капітал як основного джерела розрахунку за борговими зобов'язаннями підприємства-позичальника. Застосування розробленого методичного забезпечення сприятиме визначенню спроможності емітента виконувати боргові зобов'язання.

6. Доведено низьку інформативність оцінювання фінансових коефіцієнтів емітентів корпоративних облігацій за існуючими нормативами, тому розроблено методичний інструментарій у вигляді шкал та критеріїв оцінювання фінансових показників діяльності емітентів облігацій, який дає змогу врахувати вплив випадкових факторів при аналізі їх поточного фінансового стану завдяки використанню теорії нечіткої логіки. Це в цілому підвищує обґрунтованість фінансового аналізу діяльності підприємств-позичальників.

7. Удосконалено методичний підхід до оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облігацій, перевагою якого є використання багатовимірного факторного аналізу, положень теорії нечіткої логіки, нейронних мереж та врахування динаміки фінансових показників ефективності діяльності позичальника, структури його капіталу, ліквідності та платоспроможності, а також загального стану фінансового ринку. Запропонований методичний підхід уможливує визначення здатності емітента своєчасно розраховуватися за своїми зобов'язаннями, що сприяє підвищенню рівня інформаційної забезпеченості процесу ухвалення рішень дійсними та потенційними інвесторами.

8. Розроблено методичний підхід до формування фінансових ковенантів при емісії корпоративних облігацій шляхом обґрунтування найбільш значущих фінансових показників діяльності емітентів, а саме: коефіцієнта рентабельності активів за операційним грошовим потоком на інвестований капітал, показника фінансового левериджу, коефіцієнта швидкої ліквідності та коефіцієнта відсоткового покриття за операційним грошовим потоком на інвестований капітал. Для обраних показників встановлено критичні значення, порушення яких надає змогу власникам облігацій вживати необхідних заходів щодо повернення інвестованих коштів. Розроблений методичний підхід спрямований на зниження рівня ризику дефолту при інвестуванні у корпоративні облігації.

Розроблені у дисертаційній роботі методичні підходи і рекомендації мають практичну значущість для використання потенційними індивідуальними та інституційними інвесторами для ухвалення обґрунтованих з позиції ризиковості рішень відносно інвестування у конкретні корпоративні облігації, а також емітентами корпоративних облігацій та їх андеррайтерами під час підготовки випуску й формування проспекту емісії на первинному ринку. Кредитно-рейтинговим агентствам доцільно застосовувати розроблені рекомендації для оцінювання здатності емітентів своєчасно та в повному обсязі розраховуватися за своїми зобов'язаннями й визначати класи та рейтинги підприємств-позичальників. У цілому використання розробленого теоретичного та методичного забезпечення дозволить підвищити рівень довіри до корпоративних облігацій та сприятиме збільшенню обсягів інвестування у цей вид цінних паперів, що є запорукою розвитку фондового ринку та економіки України.

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

### *Розділи у монографіях*

1. Слущка О. В. Теоретико-методичне забезпечення формування та розподілу прибутку підприємства / О. В. Слущка, Л. О. Меренкова // Фінанси підприємств: теоретико-методичне забезпечення формування та відтворення : [монографія] / [під заг. ред. проф. Журавльової І. В.]. – Харків : ХНЕУ, 2010. – С. 130–160. – *Особистий внесок здобувача полягає в дослідженні ролі прибутку у забезпеченні платоспроможності підприємств, у тому числі емітентів облігацій.*

2. Слущка О. В. Фінансове забезпечення реалізації кластерних ініціатив транскордонного співробітництва / О. В. Слущка, С. М. Рудак // Організація забезпечення створення фінансових кластерів транскордонного співробітництва : [монографія] / [за заг. ред. Внукової Н. М.]. – Львів : ІРД, 2011. – С. 64–81. – *Особистий внесок здобувача полягає у побудові організаційного та фінансового механізму залучення капіталу учасниками фінансового мегакластера шляхом емісії облігацій.*

3. Слущка О. В. Розвиток кластерних ініціатив у транскордонному просторі при залученні позикового капіталу / О. В. Слущка // Транскордонні фінансові кластери у забезпеченні експортно-імпортних операцій : [монографія] / [наук. ред. та кер. кол. авт. д.е.н., проф. Н. М. Внукова]. – Харків : ТО Ексклюзив, 2012. – С. 171–181.

### *Публікації у фахових виданнях*

4. Мартюшева Л. С. Аналіз методичних підходів до обґрунтування безризикової ставки доходності інвестицій в Україні / Л. С. Мартюшева, О. В. Слущка // Економіка

розвитку. – 2009. – №2 (50). – С.14–16. – *Особистий внесок здобувача полягає у проведенні аналізу основних методичних підходів до визначення безризикової ставки доходності, що слід застосовувати для оцінки ефективності реальних та фінансових інвестицій в Україні.*

5. Мартюшева Л. С. Теоретичні аспекти та проблеми визнання дефолту емітентів корпоративних облігацій в Україні / Л. С. Мартюшева, О. В. Слуцька // Вісник економіки транспорту і промисловості. – 2010. – № 29. – С. 144–149. – *Особистий внесок здобувача полягає у розробленні теоретичних підходів до визначення дефолту емітентів корпоративних облігацій, що передбачають формування переліку подій, настання яких свідчить про факт дефолту емітента.*

6. Нескорородева І. І. Аналіз методичних підходів до оцінки імовірності дефолту емітентів облігацій / І. І. Нескорородева, О. В. Слуцька // Вісник економіки транспорту і промисловості. – 2010. – №31. – С. 124–130. – *Особистий внесок здобувача полягає в узагальненні існуючих методів до оцінювання ймовірності дефолту емітентів облігацій та проведенні їх аналізу з точки зору можливості застосування у вітчизняних умовах.*

7. Нескорородева И. И. Построение иерархической структуры рисков на рынке корпоративных облигаций / И. И. Нескорородева, О. В. Слуцкая // Бизнес Информ. – 2011. – № 2(1) . – С. 158–160. – *Особистий внесок здобувача полягає у розробленні теоретичних підходів до структуризації ризиків інвестування в корпоративні облігації шляхом побудови їх ієрархії та виділення ключових елементів.*

8. Внукова Н. М. Фінансове забезпечення транскордонного співробітництва в сучасних умовах / Н. М. Внукова, С. М. Рудак, О. В. Слуцька // Науковий вісник Ужгородського університету. – Серія «Економіка». – 2011. – Випуск 2(34). – С. 243–248. – *Особистий внесок здобувача полягає у розробленні схеми співпраці фінансових установ та інших суб'єктів у межах фінансового мегакластера з метою залучення інвестицій в облігації для фінансування діяльності підприємств.*

9. Слуцька О. В. Особливості функціонування ринку корпоративних облігацій України / О. В. Слуцька // Вісник Донецького національного університету економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського. – Серія «Економічні науки». – 2011. – № 4(52). – С. 301–307.

10. Слуцька О. В. Методичні засади формування фінансових ковенантів при емісії корпоративних облігацій / О. В. Слуцька // Бізнес Інформ. – 2012. – № 3. – С. 209–213.

11. Слуцька О. В. Формування критеріїв оцінки фінансових показників діяльності емітентів облігацій / О. В. Слуцька // Економічний простір : збірник наукових праць. – Дніпропетровськ : ПДАБА, 2012. – № 60. – С. 158–166.

12. Slutska O. Methodical Approach to Estimation of Corporate Bonds Issuer Default Risk / O. Slutska // Економіка розвитку. – 2012. – № 2(62). – С. 123–127.

13. Слуцька О. В. Моделювання системи фінансових показників оцінки ризику дефолту емітентів облігацій / О. В. Слуцька // Вісник НБУ. – 2012. – № 9(199). – С. 32–36.

#### ***Публікації за матеріалами конференцій***

14. Мартюшева Л. С. Ризики інвестиційних проектів: доповнення класифікаційних ознак на основі їх систематизації / Л. С. Мартюшева, О. В. Слуцька // Матеріали III Міжнародного Форуму молодих вчених [«Ринкова трансформація

економіки постсоціалістичних країн: стан, проблеми, перспективи»], (м. Харків, 15-16 травня 2008 р.). – Т.3. – Харків : ХНТУСГ, 2008. – С. 198–200. – *Особистий внесок здобувача полягає у систематизації існуючих видів ризиків інвестиційних проектів та доповненні класифікаційних ознак зазначених ризиків.*

15. Мартюшева Л. С. Оценка вероятности дефолта украинских компаний-эмитентов корпоративных облигаций / Л. С. Мартюшева, О. В. Слуцкая // Матеріали ІІ Міжнародної науково-практичної конференції [«Ефективність бізнесу в умовах трансформаційної економіки»], (м. Сімферополь, 30 травня – 1 червня 2008 р.). – Сімферополь : Видавничий центр Кримського інституту бізнесу, 2008. – С. 210–212. – *Особистий внесок здобувача полягає у здійсненні оцінки ймовірності дефолту українських емітентів корпоративних облигацій на основі ринкового методу та порівнянні отриманих результатів із кредитними рейтингами, що визначені рейтинговими агентствами.*

16. Слуцька О. В. Розмежування термінів «неплатоспроможність», «дефолт», «банкрутство» / О. В. Слуцька // Збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції [«Управління фінансами в умовах вступу до СОТ»], (м. Харків, 15 жовтня 2009 р.). – Харків : ХНЕУ, 2009. – С. 145–146.

17. Слуцька О. В. Роль довіри у становленні та розвитку ринку корпоративних облигацій / О. В. Слуцька // Збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції [«Розвиток системи довіри та захисту прав споживачів фінансових послуг»], (м. Харків, 30 вересня 2010 р.). – Харків : ХНЕУ, 2010. – С. 71–72.

18. Слуцька О. В. Особливості оцінки надійності емітентів облигацій / О. В. Слуцька // Збірник тез доповідей VIII Всеукраїнської науково-практичної конференції [«Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України»], (м. Суми, 28-29 жовтня 2010 р.). – [у 2-х т.]. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – Т. 1. – С. 161–163.

19. Слуцька О. В. Визначення факторів зовнішнього середовища при прогнозуванні дефолту емітентів облигацій / О. В. Слуцька // 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 р.). – Тернопіль : ТНЕУ, 2011. – С. 314–316.

20. Слуцька О. В. Актуалізація інформаційної бази оцінки ризику дефолту емітентів корпоративних облигацій / О. В. Слуцька // Збірник матеріалів VI Міжнародної науково-практичної конференції [«Реформування економіки України: стан та перспективи»], (м. Київ, 24-25 листопада 2011 р.). – К. : МІБО КНЕУ, 2011. – С. 217–220.

21. Слуцька О. В. Особливості оцінки фінансового стану емітентів корпоративних облигацій / О. В. Слуцька // Збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції [«Стратегічні напрями розвитку національної економіки у посткризовий період»], (м. Львів, 2-3 квітня 2012 р.) / За ред. В. В. Засадко. – Львів : СПОЛОМ, 2012. – С. 190–194.

22. Слуцька О. В. Використання ковенантів як механізму захисту інтересів власників облигацій / О. В. Слуцька // Системи обробки інформації : збірник наукових праць. – 2012. – Вип. 4(102). – Т. 2. [«Інформаційна та економічна безпека»]. – С. 134–135.

## АНОТАЦІЯ

**Слущка О. В. Оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облигацій. – На правах рукопису.**

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Харківський національний економічний університет. – Харків, 2013.

Дисертацію присвячено обґрунтуванню теоретичних положень, науково-методичного забезпечення та розробленню практичних рекомендацій щодо оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облигацій. У роботі здійснено структурування ризиків інвестування в облигації та виділено ключовий ризик. Уточнено визначення поняття «дефолт» щодо емітентів облигацій на основі формулювання основних критеріїв його настання. Визначено макро- та мікроекономічні чинники впливу на ризик дефолту емітентів корпоративних облигацій. Удосконалено методичне забезпечення оцінювання фінансового стану позичальників. Розроблено методичний інструментарій у вигляді шкал та критеріїв оцінювання фінансових показників діяльності емітентів облигацій. Дисертація містить методичний підхід до оцінювання ризику дефолту емітентів корпоративних облигацій, що надасть змогу інвесторам визначати здатність емітента своєчасно розраховуватися за борговими зобов'язаннями. Розроблено методичний підхід до формування фінансових ковенантів при емісії корпоративних облигацій, що сприятиме зниженню рівня ризику дефолту при інвестуванні в облигації.

**Ключові слова:** ризик дефолту, емітенти корпоративних облигацій, ризики інвестування, оцінювання фінансового стану, шкали та критерії, фінансові ковенанти.

## АННОТАЦИЯ

**Слущкая О. В. Оценивание риска дефолта эмитентов корпоративных облигаций. – На правах рукописи.**

Диссертация на соискание научной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – деньги, финансы и кредит. – Харьковский национальный экономический университет. – Харьков, 2013.

Диссертация посвящена обоснованию теоретических положений, научно-методического обеспечения и разработке практических рекомендаций по оцениванию риска дефолта эмитентов корпоративных облигаций. В работе определены особенности функционирования рынка корпоративных облигаций. В диссертации осуществлена структуризация рисков инвестирования в облигации путем построения их иерархии, при этом риск дефолта выделен в качестве ключевого. Уточнено определение понятия «дефолт» относительно эмитентов облигаций на основе установления временных критериев и событий, которые свидетельствуют о наступлении дефолта.

Обобщены методы оценивания вероятности дефолта эмитентов облигаций и проанализирована возможность их применения в условиях экономики Украины. Определены макро- и микроэкономические факторы влияния на риск дефолта эмитентов корпоративных облигаций. Усовершенствовано методическое обеспечение оценки финансового состояния предприятий-заемщиков на основе использования показателя операционного денежного потока на инвестированный капитал.

Разработан методический инструментарий в виде шкал и критериев оценивания финансовых показателей деятельности эмитентов облигаций. При этом использование теории нечеткой логики позволяет учесть влияние случайных факторов, что способствует повышению обоснованности финансового анализа деятельности предприятий-заемщиков. Диссертация содержит методический подход к оцениванию риска дефолта эмитентов корпоративных облигаций, который позволит инвесторам определять способность эмитента своевременно рассчитываться по долговым обязательствам. Основу подхода составляют финансовые показатели эффективности деятельности заемщика, структуры его капитала, ликвидности и платежеспособности, а также общего состояния финансового рынка. Предложенный подход позволяет прогнозировать уровень риска дефолта эмитентов облигаций в течение заданного периода времени.

Разработан методический подход к формированию финансовых ковенантов при эмиссии корпоративных облигаций. Финансовые ковенанты представляют собой финансовые критерии, которым в течение периода обращения облигаций должны соответствовать эмитенты. Суть подхода состоит в обосновании наиболее значимых финансовых показателей деятельности эмитентов и установлении для них критических значений. Нарушение ковенантов дает возможность держателям облигаций принимать определенные меры по возврату инвестированных средств. Использование разработанного методического подхода на практике будет способствовать снижению уровня риска дефолта при инвестировании в облигации.

**Ключевые слова:** риск дефолта, эмитенты корпоративных облигаций, риски инвестирования, оценивание финансового состояния, шкалы и критерии, финансовые ковенанты.

## ANNOTATION

**Slutska O.V. Estimation of corporate bonds issuers default risk. – Manuscript copyright.**

Dissertation for Candidate of Science degree in Economics in the speciality 08.00.08 – money, finance and credit. – Kharkiv National University of Economics. – Kharkiv, 2013.

The thesis is devoted to foundation of theoretical positions, methodical support and development of practical recommendation for estimation of corporate bonds issuers default risk. In this paper, investment risks structuring was made and, as a result, key risk was selected. The definition of the notion «default» as to bond issuers was specified on the basis of the main criteria for its occurrence. The macro-and microeconomic factors which influence the corporate bonds issuers default risk were defined. The methodical support of estimation of financial position of borrowers was improved. The methodical tools in form of scales and criteria for estimation of financial indices of bond issuers were developed. The thesis contains a methodical approach to estimation of corporate bonds issuers default risk, which will enable investors to determine the issuer's ability to pay for their debt on time. The methodical approach to the modelling of financial covenants of corporate bonds issue was development. It allows to reduce the level of default risk when investing in bonds.

**Keywords:** default risk, corporate bonds issuers, investment risks, estimation of financial condition, scales and criteria, financial covenants.

**СЛУЦЬКА ОЛЬГА ВОЛОДИМИРІВНА**

**ОЦІНЮВАННЯ РИЗИКУ ДЕФОЛТУ ЕМІТЕНТІВ  
КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**

дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Підп. до друку 26.12.2012 р. Формат 60×84 1/16. Спосіб друку – ризографія.

Умов. друк. арк 0,9. Облік. вид. арк 0,9. Тираж 100 прим.

Замовлення № 2-1166. Ціна договірна

---

ХНУРЕ. УКРАЇНА. 61166, ХАРКІВ, ПРОСП. ЛЕНІНА, 14

---

Віддруковано в навчально-науковому  
видавничо-поліграфічному центрі ХНУРЕ  
61166, Харків, просп. Леніна, 14