

УДК336.77

Гребенюк Є.М.,*аспірант кафедри корпоративних фінансів і контролінгу**ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»***Вплив гібридних боргових інструментів на вартість публічних компаній**

Рівень непрацюючих кредитів (NPL або НПК) в українській банківській системі сягнув 56% і є найбільшим у світі, а його динаміка не має позитивних зрушень з причини відсутності дієвих інструментів врегулювання НПК. При цьому високий рівень НПК є основною причиною фактичної відсутності нового корпоративного кредитування на фоні помірного економічного зростання. У цілому економічні інтереси надавачів боргового і акціонерного капіталу не є тотожними[1]: банкрутство компанії є реальною і дієвою опцією для кредитора, натомість, банкрутство є останнім, найменш бажаним і найбільш збитковим виходом для акціонера. Непрості відносини кредитора і акціонера в українських реаліях отримали новий вимір - пов'язане кредитування, яке стало основною причиною банкрутства десятків банків у 2014-2016 роках і є однією з головних причин НПК на сьогодні. Тобто, в реаліях українського корпоративного бізнесу інколи важко провести чітку межу між кредитором і акціонером, при цьому не пов'язані кредитори завжди були у програшному становищі порівняно із пов'язаними у процесі банкрутства. Конфліктна природа економічних інтересів власників боргового та акціонерного капіталу підприємства, особливо в умовах перехідної економіки, є джерелом корпоративних конфліктів (рейдерство через штучне обтяження боргами та штучне банкрутство). Натомість, наявність спеціальних гібридних інструментів зменшує поле для можливих корпоративних конфліктів і рейдерства. А відтак, вирішення проблеми високого рівня накопичених НПК потребує нестандартних підходів і фінансових інструментів, зокрема гібридних боргових інструментів.

Під гібридними борговими інструментами [2] зазвичай розуміють облігації або кредити які за певних обставин дають право кредитору отримати у

власність акції (т.з. конвертовані), або від початку мають характеристики одночасно боргу і акціонерного капіталу (наприклад, “вічний” борг). За своєю економічною сутністю гібридний інструмент є різновидом “умовної вимоги” (Contingentclaim). Гібридні боргові інструменти майже не використовуються українськими компаніями. Поодинокі, випадки їх використання були при проблемних реструктуризаціях українських публічних компаній, структурованих за британським правом. Також прецедент використання гібридного боргового інструменту був закладений українським сувереном під час реструктуризації зовнішнього державного боргу у 2015 році із використанням ВВП варантів. Натомість, слід зазначити що у міжнародну фінансову кризу 2008-2009 року гібридні боргові інструменти відіграли вирішальну роль у порятунку європейської та американської банківських систем. Україна стоїть на порозі суттєвого розширення спектру гібридних боргових інструментів, проте правозастосування і в цілому верховенство права буде головною перешкодою до широкого використання гібридних інструментів в Україні.

Використання гібридних боргових інструментів у структурі капіталу компанії викликає ряд питань і ускладнень при подальшій оцінці вартості акціонерного капіталу (по суті оцінці вартості компанії), оскільки такі інструменти є по суті умовними вимогами, тобто їх вартість обумовлена певними факторами. Відповідно до теорії про “Модель структурного кредитного ризику” Роберта Мертонна [3], вимоги акціонерів компанії можна представити як колл опціон на активи компанії, при цьому відповідно до того ж автора, будь який борговий інструмент можна розкласти як безризикову позику плюс пут опціон на заставу, яку надає позичальник. При цьому, якщо у структурі капіталу компанії присутні гібридні боргові інструменти, ситуація ускладнюється, оскільки сам гібридний борг має одночасно ознаку боргового і акціонерного капіталу і тому його також можна представити як боргові цінні папери плюс колл опціон (наприклад на акції компанії).

Таким чином, у компанії із гібридними борговими інструментами у структурі капіталу, ми фактично стикаємося із одночасною взаємодією кількох деривативних інструментів, в основі вартості яких, згідно моделі Блека-Шоля-Мертон [4], лежить вартість основних активів компанії та волітильність їх ціни. Таким чином, за наявності гібридного боргового інструменту, лінійне застосування класичних моделей оцінки вартості акцій (DCF, GGM, RIM, ROM) стає проблематичним, натомість необхідно будувати додаткову модель оцінки множинних опціонів, “вмонтованих” у гібридний борговий інструмент, а також вірогіднісну модель, коли гібридний інструмент набуде ознак акціонерного капіталу. Побудова такої комплексної моделі стане предметом подальших досліджень.

Список використаних джерел:

1. О.О. Терещенко, «Фінансова діяльність суб'єктів господарювання», КНЕУ 2003
2. Я. В. Підвисоцький, “Гібридні фінансові інструменти в практиці управління ризиками міжнародних бізнес-проектів”, Ефективна економіка № 8, 2012
3. Robert C. Merton, “On The Pricing Of Corporate Debt: The Risk Structure Of Interest Rates”, The Journal of Finance, 1974
4. Fischer Black and Myron Scholes, “The Pricing of Options and Corporate Liabilities”, Journal of Political Economy, 1973

УДК 336.64

Грицино О.М.,

к.е.н, доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу

ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

Стратегія і тактика корпоративного податкового планування

Щороку зростає інтерес інвесторів до оподаткування компаній, в які планується вкладати кошти. Одночасно, здебільшого інвестори погано уявляють сам процес оподаткування компанії і тому їх увага переважно