

Кузьмін О.Є.,

доктор економічних наук, професор,
заслужений працівник народної освіти України,
директор Навчально-наукового інституту
економіки і менеджменту, завідувач кафедри
менеджменту і міжнародного підприємництва
Національного університету “Львівська політехніка”,

Мельник О.Г.,

кандидат економічних наук,
доцент кафедри менеджменту і міжнародного підприємництва
Національного університету “Львівська політехніка”

ФІНАНСУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ КОРПОРАЦІЙ НА ЗАСАДАХ ВНУТРІШНІХ ВІДСОТКОВИХ ОБЛІГАЦІЙНИХ ПОЗИК

Розглянуто особливості емісії корпоративних облігацій в Україні, охарактеризовано проблемні моменти та перешкоди, що ускладнюють випуск боргових цінних паперів акціонерними товариствами. Обґрунтовано механізм фінансування витрат корпорації на засадах внутрішніх відсоткових облігацій, зазначено переваги його впровадження і використання у вітчизняних акціонерних товариствах. Запропоновано внести певні зміни в законодавство, яке регулює емісію облігацій, що не тільки сприятиме зовнішній емісії, а й створить можливості для здійснення внутрішньої емісії.

The article deals with peculiarities of corporative bond issuance in Ukraine which complicate the issuance of debt securities by joint-stock societies. The authors motivate the mechanism of financing corporation expenditures on the principle of internal interest bonds; note advantages of its introduction and use in the domestic joint-stock societies; and suggest some changes in the legislation which regulates the emission of bonds, will promote external emission and will create possibilities for carrying out internal emission.

Для ефективного управління корпоративними структурами слід забезпечувати раціональне фінансування їхньої діяльності та розвитку. При цьому виникає потреба в аналізі альтернативних джерел фінансування і виборі серед них оптимальних, з урахуванням потенціалу підприємств. Варто також наголосити на важливості дотримання співвідношення між джерелами фінансування залежно від їхнього призначення (для фінансування поточних чи капітальних витрат). Йдеться про необхідність фінансування поточних витрат за рахунок поточних надходжень, а капітальних — з джерел розвитку. Отже, поточні витрати повинні фінансуватися за рахунок надходжень від реалізації продукції (за винятком амортизаційних відрахувань, що входять до структури таких надходжень), а капітальні вкладення — за рахунок амортизаційного і резервного фондів, кредитних ресурсів, інвестиційних вливань, емісії цінних паперів тощо. У вітчизняних акціонерних товариствах (АТ) цей принцип фактично не дотримується, і фінансування поточних та капітальних витрат відбувається у змішаний спосіб — виходячи з обсягів, а не джерел надходжень. Така ситуація свідчить про низький рівень розвитку фінансового менеджменту та ігнорування основних

© Кузьмін О.Є., Мельник О.Г., 2008

засад фінансування витрат АТ. На сучасному етапі основними формами фінансування діяльності корпорацій є: первинна і вторинна емісії акцій, залучення кредитів, самофінансування, емісія облігацій, надходження фінансових ресурсів з інших джерел (спонсорство, повернення ПДВ тощо). Варто зауважити, що самофінансування для переважної частини вітчизняних АТ є проблематичним, оскільки близько 40 % з них збиткові та мають проблеми з платоспроможністю. Залучення кредитних ресурсів також викликає певні труднощі, пов'язані з високою ставкою процента, обов'язковою наявністю застави, тривалою процедурою оформлення кредиту, необхідністю оформлення значної кількості документації, цільового використання кредиту, неофіційного “стимулювання” отримання кредитних ресурсів. Що ж стосується кредитування з боку контрагентів, то в Україні діяльність АТ фінансується в основному за рахунок нарощування обсягів кредиторської заборгованості (так званого формування стійких пасивів), що стимулюється безпосередньо фінансовими менеджерами. Така ситуація призводить до збільшення кількості банкрутств за наявності фінансової результативності компанії. Емісія акцій на ринку — високовартісна і тривала процедура, яка вимагає формування значного переліку передумов. За кордоном дедалі більшого поширення набуває одна з форм кредитування діяльності — випуск корпораціями облігацій. В Україні цей вид боргових цінних паперів ще не став настільки популярним через високу вартість і законодавче обмеження обсягів такої емісії, труднощі з розміщенням цінних паперів на ринку тощо. Отже, виникає необхідність у пошуку альтернативних варіантів фінансування діяльності корпоративних структур, які б були прийнятними за вартісними, часовими, організаційними та іншими параметрами. Очевидно, за сучасних умов доцільно звернути увагу на альтернативні форми кредитування діяльності корпорацій з метою забезпечення необхідного фінансування завдяки внутрішнім облігаційним позикам.

Аналіз теоретичних визначень поняття “облігація” дозволив виявити певну єдність думок щодо розуміння сутності цієї категорії у двох аспектах: крізь призму фінансового інструменту, що визначає зобов'язуючі відносини, і як об'єкт договору між емітентом та інвестором. Облігація як цінний папір, що засвідчує виникнення обов'язку емітента перед інвестором, передбачає формування відносин між суб'єктами у зв'язку з отриманням коштів у розмірах і на умовах, що відповідають вимогам позичальника, і необхідністю їх повернення разом із відсотками за кредитування. Облігація як договір позики передбачає передання однією стороною іншій у власність права на кошти у вигляді цінного паперу. На підтвердження першого варіанта свідчить етимологічне дослідження сутності терміна “облігація” (*obligation*), що у перекладі з латинської означає “зобов'язання” або “поручительство”. Специфіка економічних відносин, що виникають з приводу таких зобов'язань, видна вже із сутності облігації: відносини позики між її власником (кредитором) і особою, що її випустила (емітентом, боржником)¹.

¹ Якимчук Т.П., Мельник О.В. Теоретичні підходи до визначення поняття “облігація” // Наукові записки Національного університету “Острозька академія”. — Сер. Економіка. — 2007. — Вип. 9. — Ч. 4. — С. 304—311.

За 10 останніх років розширення ринків корпоративних боргових цінних паперів країн, що розвиваються, набуло значних масштабів: обсяг ринків корпоративних облігацій азійських країн, що розвиваються, дорівнює 7,4 % від обсягу ВВП; частка ринку корпоративних облігацій країн Латинської Америки зростає за цей час з 1 % до 2,8 %. Такі тенденції відображають зростання потреб компаній у додаткових ресурсах після фінансових криз, збільшення активів інституційних інвесторів, зниження процентних ставок і проведення значних ринкових реформ. Проте динаміка розвитку ринків боргових цінних паперів у різних країнах коливається. Наприклад, у Малайзії (38,2 %) і Південній Кореї (23,4 %) обсяг ринку корпоративних боргових цінних паперів у відсотковому відношенні до ВВП значно вищий, ніж у США (22 %). Обсяг ринку Чилі (12,3 %) і Таїланду (12,2 %) не набагато менший за ринок Японії (16,9 %). Водночас значно меншими є обсяги ринків у Бразилії (0,7 %), Китаї (0,8 %) та Індії (0,7 %). За даними “Звіту про глобальну фінансову стабільність”, поданого МВФ, однією з проблем розвитку ринку корпоративних облігацій у країнах, що розвиваються, є дедалі зростаючий розрив між обсягами попиту на корпоративні боргові цінні папери та їх пропозиції. Попит інвесторів на корпоративні боргові цінні папери випередив пропозицію, яка в економіках країн, що розвиваються, обмежується емісією облігацій кількох десятків найбільших компаній. Такий стан справ пояснюється передусім надмірною вартістю емісії облігацій, яка включає витрати на реєстрацію, андеррайтинг, комісію посередникам, податки, виготовлення бланків цінних паперів тощо. Витрати на емісію облігацій суттєво різняться по країнах. Так, витрати на емісію облігацій у Мексиці приблизно вдвічі менші за витрати у Бразилії (де діють суворі вимоги до розкриття фінансової інформації) або в Чилі (де встановлено високі ставки гербового збору за цінними паперами). Достатня ліквідність вторинного ринку — також визначальний фактор розвитку ринку корпоративних боргових цінних паперів, проте у країнах, що розвиваються, корпоративні боргові цінні папери зосереджені в руках кількох інституційних інвесторів, які купують і тримають ці активи до погашення².

За даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, станом на 1 січня 2007 року, структура “сек’юритизованого” боргового ринку країни була такою: 48 %, або 8,2 млрд грн, становив сегмент облігацій внутрішньої державної позики; обсяг корпоративного небанківського сектору дорівнював 29 %, або 4,8 млрд грн, банківського — 19 %, або 3,2 млрд грн, на муніципальні позики припадало 4 %, або 0,6 млрд грн. Отже, сукупна частка ринку корпоративних облігацій (банків і небанківських емітентів) у цілому складає 48 %, або 8 млрд грн, що кількісно дорівнює характеристиці сегмента державних облігацій. Варто зауважити, що серед корпоративних випусків облігацій преваюють технічні (це, як правило, іпотечні облігації, що не обертаються на

² Буй Т.Г. Роль корпоративних боргових цінних паперів у фінансових системах країн, що розвиваються // Наукові записки Національного університету “Острозька академія”. — Сер. Економіка. — 2007. — Вип. 9. — Ч. 2. — С. 77–85.

відкритому ринку, погашаються не грошима, а шляхом передання у власність за-здалегідь обумовленого майна, наприклад площі нерухомості під час випуску будівельних облігацій).

Останнім часом бурхливо розвивався як первинний, так і вторинний ринок корпоративних облігацій. Наприклад, наприкінці 2006 року сукупна пропозиція на продаж майже вдвічі перевищувала сукупний попит на купівлю облігацій — відповідно, 55,06 млн грн і 104,68 млн грн. Корпоративні облігації як фінансові інструменти залучення капіталу в межах ПФТС 2006 року були лідерами торгів (так, наприкінці року їх частка перевищила 61 % загального обсягу продажу цінних паперів). За експертними оцінками, обсяги емісії облігацій, які становлять інтерес для інвесторів-резидентів, коливаються в межах 30—50 млн грн. Серед інвесторів, які купують облігації, домінують інституційні, тобто банківські установи.

На думку І. Білоус, ринок корпоративних облігацій в Україні характеризується рядом проблем, які вимагають свого розв'язання: зокрема, необхідно стимулювати збільшення обсягів корпоративних облігацій з метою підвищення капіталізації ринку; слід забезпечити збільшення кількості випусків облігацій машинобудівних підприємств і створити умови для поступального нарощування інвестицій з метою реструктуризації підприємств цієї галузі тощо³.

В Україні серед основних нормативно-правових документів, що забезпечують регулювання ринку корпоративних облігацій, слід назвати такі: Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 № 3480-IV; Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України “Про затвердження положення про порядок випуску облігацій підприємств” від 08.12.2004 № 542 і “Про внесення змін до Положення про надання регулярної інформації відкритими акціонерними товариствами та підприємствами — емітентами облігацій” від 03.02.2000 № 63/4284; Закон України “Про іпотечні облігації” з останніми змінами від 23.02.2006 № 3480-15; Закон України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг”; Постанова Кабінету Міністрів України “Про встановлення порядку виготовлення бланків цінних паперів і документів суворого обліку” від 19.04.1993 № 283 з останніми змінами і доповненнями від 21.02.2007 № 286 та ін.

Відповідно до Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” облігація — це цінний папір, що засвідчує внесення його власником грошей, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений умовами її розміщення термін і виплатити дохід за облігацією. Облігації можуть розміщуватись у документарній та бездокументарній формах. Емітент може розміщувати такі види облігацій: процентні (за якими передбачається виплата процентних доходів); цільові (виконання зобов'язань за якими дозволяється товарами і/або

³ Білоус І.В. Корпоративні облігаційні запозичення: нові можливості залучення коштів для підприємств // Наукові записки Національного університету “Острозька академія”. — Сер. Економіка.— 2007. — Вип. 9. — Ч. 4. — С. 106—112.

послугами відповідно до вимог, встановлених умовами розміщення таких облігацій); дисконтні (розміщуються за ціною, нижчою від номінальної). Облігації можуть розміщуватися з фіксованим строком погашення, єдиним для всього випуску. Погашення облігацій може здійснюватися грошима або майном, відповідно до умов їх розміщення. Емітент може розміщувати іменні облігації та облігації на пред'явника. Обіг облігацій дозволяється після реєстрації Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати розміщення облігацій та видачі свідоцтва про реєстрацію їх випуску. У сертифікаті облігації зазначаються: назва виду цінного паперу, найменування та місцезнаходження емітента, міжнародний ідентифікаційний номер цінного паперу, номінальна вартість облігації, загальна сума випуску, строк погашення, розмір і терміни виплати процентів (для процентної облігації), дата прийняття рішення про розміщення облігацій, серія та номер сертифіката облігації; повинен також стояти підпис керівника емітента або іншої уповноваженої особи, засвідчений печаткою емітента. У сертифікаті іменної облігації обов'язково зазначається ім'я власника. Облігації підприємств розміщуються юридичними особами тільки після повної сплати ними статутного капіталу. Облігації підприємств підтверджують зобов'язання емітента за ними і не дають право на участь в управлінні. Не допускається розміщення облігацій підприємств для формування і поповнення статутного капіталу емітента, а також покриття збитків від господарської діяльності шляхом зарахування доходу від продажу облігацій як результату поточної господарської діяльності. Юридична особа має право розміщувати облігації на суму, яка не перевищує потрібного розміру власного капіталу чи забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами. Умови розміщення облігацій АТ можуть передбачати можливість їх конвертації в акції останнього (так звані конвертовані облігації).

Законом України “Про іпотечні облігації” розглядається специфічний вид облігацій, які фактично можуть бути прирівнені до процентних, але з єдиною відмінністю: у разі невиконання емітентом зобов'язань за іпотечною облігацією вимоги власника задовольняються за допомогою іпотечного покриття. Законом чітко передбачено вимоги до включення іпотечних активів до складу іпотечного покриття. При цьому варто зауважити, що в умовах України, де майно щороку суттєво зростає у вартості, іпотечні облігації виступають тінювим інструментом відчуження майна зацікавленими особами.

Відповідно до “Положення про порядок випуску облігацій підприємств”, затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, процедура випуску та реєстрації облігацій настільки складна і багатоступенна, вартісна і тривала, що для переважної більшості акціонерних товариств вона малодоступна, отже, і отримання фінансових ресурсів на засадах використання облігаційних позик також ускладнене.

З огляду на результати аналізу літератури і нормативно-правової бази, мета статті полягає в розробленні механізму фінансування поточних витрат корпорації на засадах внутрішніх облігаційних позик.

В умовах складності фінансування розвитку і функціонування корпорацій виникає необхідність у пошуку нових доступних джерел фінансування діяльності. На підставі проведених досліджень і вивчення досвіду фінансового забезпечення витрат відомих у світі корпорацій пропонується сформувати механізм фінансування поточних витрат АТ на засадах внутрішніх облігаційних позик. Розглянемо основні складові такого механізму.

1. АТ визначає потребу в поточному фінансовому забезпеченні витрат корпорації.

2. Рішенням правління визначаються обсяги й терміни емісії внутрішніх облігацій, а також обґрунтовується процент доходності за ними, який обов'язково має бути меншим від кредитного процента і перевищувати депозитний. Оскільки йдеться про фінансування поточних витрат, то термін випуску облігацій не повинен перевищувати одного року. Рішення про емісію внутрішніх облігацій приймається правлінням, а не загальними зборами акціонерів, оскільки організація останніх вимагає багато часу і коштів, що з економічної точки зору є не вигідним. У цьому випадку правління повністю несе відповідальність за фінансові результати функціонування акціонерного товариства, отже, і за всі операції із залучення фінансових ресурсів, тому саме воно в повному обсязі також відповідає перед загальними зборами акціонерів.

3. На загальних зборах колективу працівників АТ оголошуються умови розповсюдження внутрішніх процентних облігацій, на основі чого формується реєстр їх замовників виключно серед працівників підприємства. Додатковий інтерес з боку працівників зумовлений гарантуванням зайнятості на термін володіння облігаціями товариства.

4. Відбувається ретельний аналіз реєстру замовлення на облігації, вивчається повнота заповнення емісійної пропозиції. У разі незаповнення емісійного обсягу правління переглядає рішення про обсяги емісії внутрішніх процентних облігацій.

5. Формування кінцевого наказу про випуск внутрішніх процентних облігацій.

6. Випуск внутрішніх облігацій реєструється АТ в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку.

7. Облігації пропонується виготовляти в бездокументарній формі, у вигляді глобального сертифіката, оскільки операції зовнішньої купівлі-продажу не допускаються.

8. Розміщення облігацій шляхом формування реєстру їх держателів і отримання від них коштів, які зараховуються на рахунок підприємства впродовж обмеженого строку (7—10 днів).

9. Погашення облігацій, що здійснюється у термін, передбачений умовами випуску. АТ має у визначені строки погасити зобов'язання в обсягах номінальної вартості випуску і процентної маржі. При цьому умовами випуску внутрішніх процентних облігацій повинна передбачатися ситуація, за якої товариство не володітиме фінансовими ресурсами для погашення позик. Варто зауважити, що гарантією повернення вкладених коштів не можуть бути іпотечні активи, оскільки вони є гарантованою власністю акціонерів. Відповідно облігаційним

покриттям можуть слугувати готова продукція, запаси сировини, матеріалів на складах тощо. При цьому можливі їх використання і страхування.

Варто зауважити, що даний механізм емісії внутрішніх облігацій з метою залучення фінансових ресурсів юридично не закріплений і потребує внесення відповідних змін та поправок до згаданих нормативно-правових актів.

На рис. наведено схему розробленого механізму фінансового забезпечення поточних витрат корпорації на засадах емісії внутрішніх процентних облігацій.

Виходячи з нього можна запропонувати такі основні положення щодо умов випуску внутрішніх процентних облігацій:

— термін випуску облігацій. Оскільки йдеться про фінансування поточних витрат, то відповідно обумовлюються короткострокові перспективи (від трьох місяців до одного року). На менш короткий термін емісію облігацій здійснювати недоцільно, оскільки з позиції часових, фінансових і організаційних витрат це буде економічно не вигідним. На більш тривалий термін (понад рік) випускати облігації доцільно лише для фінансування капітальних витрат підприємства, але при цьому існує загроза, що заощадження його працівників не зможуть задовольнити потребу в фінансових ресурсах для здійснення капіталовкладень;

— номінальна вартість облігацій не повинна бути низькою, оскільки тоді доведеться витратити багато часу і зусиль на формування великого реєстру їх держателів. Номінальна вартість повинна залежати від емісійного обсягу і становити, за оцінками експертів, не менше 1/100 емісійного обсягу;

— відсоток за внутрішніми облігаціями (r) визначається виходячи з нерівності:

$$d < r < k, \quad (1)$$

де d — процентна ставка за депозитами, k — процентна ставка за кредитами;

— держателями облігацій можуть бути лише працівники підприємства, які перебувають у його штаті не менше двох років, зарекомендували себе на відповідних посадах як сумлінні працівники, не виходять протягом періоду володіння облігаціями на пенсію, у декретну відпустку тощо. Такі умови ставляться тому, що для держателів облігацій підприємство гарантує зайнятість, що також є елементом їх заохочення, формування корпоративної культури, стимулювання причетності до роботи корпорації;

— внутрішні процентні облігації випускаються у формі глобального сертифіката з метою запобігання здійсненню зовнішніх операцій їх купівлі-продажу. У цьому і полягає їх характерна особливість. Внутрішні зміни в реєстрі, коли відбувається продаж облігацій одним працівником іншому, допускаються, але вимагають спеціального рішення правління.

У цілому запропонована форма фінансового забезпечення поточних витрат корпорації характеризується значними перевагами, а саме:

— створює елементи заохочення працівників організації на засадах їхньої участі у фінансуванні діяльності та гарантування їхньої зайнятості;

— формує можливості щодо залучення на вигідних умовах фінансових ресурсів для забезпечення поточної діяльності АТ;

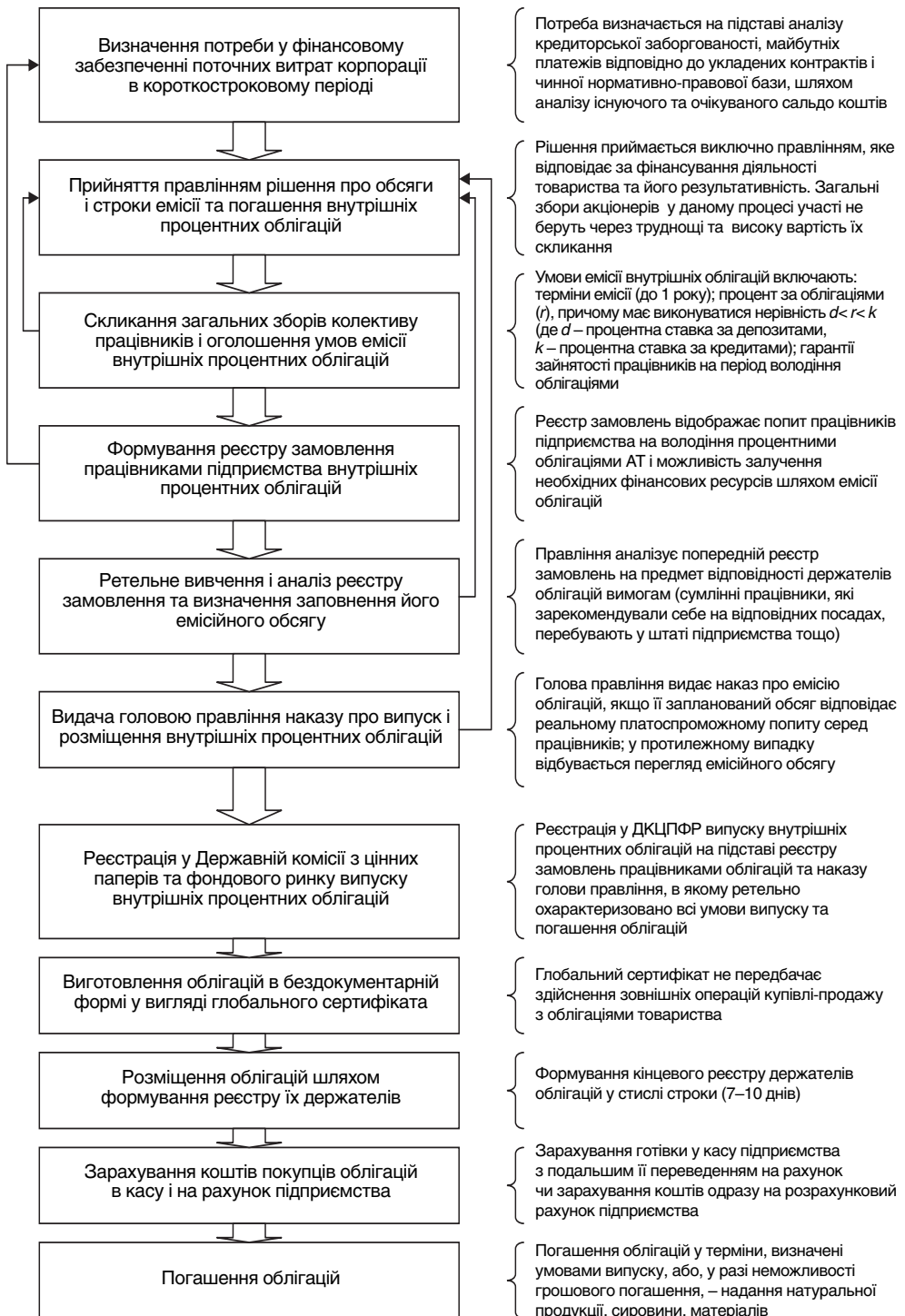


Рис. Механізм фінансування поточних витрат корпорації шляхом емісії внутрішніх процентних облігацій

— потребує значно менше часу і витрат на всі емісійні процедури порівняно з випуском акцій чи облігацій на загальних засадах, передбачених чинним законодавством;

— сприяє формуванню і розвитку в організації корпоративної культури та інформаційної прозорості;

— підвищує рівень відповідальності правління АТ за його фінансову результативність і платоспроможність;

— заохочує працівників підвищувати ефективність функціонування їх підприємства з метою досягнення необхідного рівня прибутковості та платоспроможності;

— дозволяє з вигодою використати тимчасово вільні заощадження працівників, які не зберігають їх у банківських установах тощо.

Висновки. З огляду на викладене доцільно рекомендувати Міністерству фінансів України і Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку внести необхідні доповнення та зміни до законодавства, що регулює емісію та розміщення корпоративних облігацій шляхом відпрацювання механізму залучення фінансових ресурсів підприємствами на засадах випуску внутрішніх процентних облігацій.