

Лютий І.О.,

доктор економічних наук, професор,
в.о. декана економічного факультету
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка,

Нічосова Т.В.,

аспірантка кафедри фінансів,
грошового обігу та кредиту
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка

ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ЕМІСІЙНОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА НА РИНКУ ОБЛІГАЦІЙ

Визначено коло підприємств-емітентів, які мають потребу в розробці механізму управління емісійною діяльністю, та представлено модель побудови даного механізму.

The range of companies that have a need in the development of emission activity mechanism is defined. The model of mechanism development is presented.

Ринок облігацій є важливим елементом системи фондового ринку. Забезпечуючи залучення коштів інвесторів через систему облігаційних позик, ринок облігацій України формує інвестиційну базу фондового ринку й тим самим забезпечує його розвиток на перспективу. Проведений аналіз поточного стану розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні свідчить, що на даний момент цей сегмент фондового ринку перебуває у стадії початкового формування масового ринку облігацій, його обсяги поки що набагато відстають від обсягів ринків корпоративних облігацій розвинутих країн, а тому на даний момент ринок корпоративних облігацій не повною мірою виконує функцію забезпечення підприємств реально-го сектору економіки інвестиційними ресурсами.

Утім, в останні роки спостерігається поступова активізація ринку корпоративних облігацій, в Україні з'являються компанії-емітенти, які не просто виходять на цей ринок для одноразового залучення коштів під фінансування інвестиційних проектів, а розглядають його як джерело постійного забезпечення фінансовими ресурсами та здійснюють серійну емісію корпоративних облігацій. Серед нових компаній реального сектору економіки, що останнім часом здійснювали серійні розміщення облігаційних позик, слід назвати такі, як ВАТ “Концерн “Галнафтогаз” (серії облігацій А—F), ЗАТ “Укршампінйон” (серії облігацій А—D), ЗАТ “Фуршет” (серії облігацій А—C), ТОВ “АЛЛО” (серії облігацій А—C), ТОВ “Амстор” (серії облігацій А—F), ТОВ “ВО “Житломаркет-Інвест” (серії облігацій А—J) та ін. У зв'язку з цим постає потреба в розробці організаційно-економічних механізмів комплексного управління емісіями корпоративних

облігацій українських компаній, які допоможуть чітко формалізувати ключові етапи в управлінні емісією облігацій, визначити параметри й фактори, що впливають на процес емісії облігацій на кожному з його етапів; здійсненні відповідних змін у організаційній структурі компаній, що забезпечать ефективне управління емісією облігацій на підприємстві; визначенні основних етапів прийняття емісійних рішень, критеріїв прийняття ефективних рішень та відповідальних фахівців на кожному з етапів управління емісією корпоративних облігацій.

Проблематиці управління емісійною діяльністю підприємств на ринку корпоративних облігацій присвячено досить багато праць зарубіжних і вітчизняних авторів, таких як Р.С. Уілсон, М.Ю. Алексеев, А.Г. Загородній, Я.М. Міркін, О.Г. Мендрул, О.М. Мозговий, О.А. Охріменко, В. Шапран, та ін¹.

Аналіз публікацій на тему управління емісією корпоративних облігацій показав, що в економічній літературі досить повно висвітлено такі питання, як процедура й основні етапи емісії облігацій, ключові параметри й види емісій; у деяких публікаціях розглядаються види емісійної політики компаній. Водночас досить багато важливих аспектів процесу управління емісією корпоративних облігацій залишаються малодослідженими. Зокрема, на нашу думку, недостатньо розкрито питання щодо механізмів моделювання й оптимізації параметрів емісії корпоративних облігацій. У зв'язку з цим головою метою даного дослідження є формалізація процедури прийняття рішення про вибір моделі й параметрів емісії корпоративних облігацій.

Практика фінансування інвестиційних проектів українськими підприємствами з використанням різних фінансових схем свідчить, що вони значно відрізняються залежно від масштабів діяльності підприємства. Так, підприємства малого й середнього бізнесу фактично взагалі не здійснюють емісію облігацій для фінансування своїх інвестиційних проектів, використовуючи банківські кредити та власні джерела фінансування². Таким чином, український ринок корпоративних облігацій сформований переважно за рахунок емісій на крупні суми під реалізацію масштабних інвестиційних проектів, тому на даний момент основними суб'єктами ринку корпоративних облігацій є найпотужніші українські компанії (табл. 1).

¹ Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг и его участники. — М.: Финансы и статистика, 1999. — 310 с.; Загородній А.Г., Вознюк Г.Л. Цінні папери. Фондовий ринок: Термінол. слов. — 2-е вид., випр. і допов. — Львів: Бак, 1999. — 165 с.; Мендрул О.Г., Павленко І.А. Фондовий ринок: операції з цінними паперами: Навч. посіб. — 2-е вид., перероб. і допов. / Київ. нац. екон. ун-т; Ред. І.О. Соломарський. — К., 2000. — 156 с.; Міркін Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 624 с.; Мозговий О.М. Фондовий ринок: Навч. посіб. / Київ. нац. екон. ун-т. — К., 1999. — 314 с.; Охріменко О.А. Облігації як елемент інвестиційного процесу на тлі перманентного розвитку економіки України // Економіка: проблеми теорії та практики. — Д., 2004. — Вип. 189, т. 4. — С.1048—1052; Уілсон Ричард С., Фабоци, Фрэнк Дж. Корпоративные облигации: Структура и анализ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 445 с.; Шапран В. Будущее рынка корпоративных облигаций Украины // Рынок ценных бумаг (Россия). — 2003. — № 17. — С. 48—51.

² Охріменко О.А. Зазнач. праця; Шапран В. Зазнач. праця.

Таблиця 1. **Обсяги й масштаби емісії на ринку корпоративних облігацій у 2004–2007 роках**

Показники	2004	2005	2006	2007
Кількість емісій облігацій	169	230	509	800
Обсяги емісії, млрд грн	4,24	4,106	12,75	22,07
Середній розмір емісії, млн грн	25,1	17,9	25,0	27,6

Джерело: розраховано за даними звітів ДКЦПФР.

Як свідчать наведені дані, протягом останніх трьох років середній розмір емісії корпоративних облігацій збільшився із 17,9 млн грн у 2005-му до 27,6 млн грн у 2007-му, що свідчить про розвиток ринку корпоративних облігацій переважно саме за рахунок найкрупніших компаній.

Потенційне коло компаній-емітентів, що мають реальну потребу в механізмі управління емісією облігацій, охоплює:

- 1) середні і крупні компанії, які мають можливість реалізовувати великі інвестиційні проекти;
- 2) компанії, що планують використовувати емісію облігацій як інструмент залучення ресурсів на постійній основі. При цьому цілком очевидно, що в компанії, яка планує здійснити одноразову емісію облігацій для фінансування окремого проекту, потреби в розробці механізму управління даним процесом немає;
- 3) компанії, що мають надійний фінансовий стан у частині ліквідності, платоспроможності й фінансової стійкості та можуть одержати позитивний кредитний рейтинг;
- 4) компанії, які працюють на динамічно зростаючих ринках, що зумовлює не тільки поточну, а й перспективну потребу в облігаційних позиках для фінансування проектів динамічного розвитку.

У структурі системи управління емісіями корпоративних облігацій слід виділити три ключових етапи.

Дослідницько-аналітичний етап управління емісією, який передбачає обґрунтування вибору саме облігаційної позики як джерела фінансування інвестиційного проекту підприємства й дослідження можливостей ефективного розміщення передбачуваної емісії облігацій підприємства. Вибір облігаційної позики як альтернативного джерела залучення підприємством позикових коштів може бути продиктований, у першу чергу, нижчою вартістю цього виду позикового капіталу й умовами швидкого розміщення передбачуваної емісії облігацій на фондовому ринку. Обидві ці умови пов'язані зі станом кон'юнктури фондового ринку та рівнем інвестиційної привабливості емісії облігацій, що плануються до випуску. Тому принципове рішення про емісію облігацій може бути прийняте лише на основі всебічного попереднього аналізу кон'юнктури фондового ринку, оцінки інвестиційної привабливості облігацій і кредитного рейтингу.

Аналіз кон'юнктури фондового ринку включає вивчення стану попиту та пропозиції по боргових цінних паперах різних видів, характеру обігу облігацій інших підприємств, умов їх емісії, динаміки рівня цін їх котирування, обсягів продажу облігацій підприємств нових емісій і ряду інших показників. Результатом такого аналізу є виявлення діапазону вартості залучення облігаційної позики, визначення рівня чутливості фондового ринку до появи нової емісії облігацій підприємства та оцінка потенціалу поглинання ринком цієї емісії.

Оцінка інвестиційної привабливості облігацій, що плануються до випуску, проводиться з позицій можливих умов емісії та можливого кредитного рейтингу на фондовому ринку. У ході оцінки визначаються мінімальні параметри умов емісії облігацій підприємства, що забезпечують високий рівень їх інвестиційної привабливості порівняно з борговими паперами інших емітентів, що обертаються на фондовому ринку.

Потенціал розміщення облігаційної позики та її вартість істотно залежать від кредитного рейтингу підприємства, що визначає реальний рівень його кредитоспроможності з позицій можливого кредитного ризику для інвесторів. Рівень кредитного рейтингу підприємства (а відповідно, й емітованих ним облігацій) формує на фондовому ринку відповідний розмір “кредитного спреду”, тобто різницю в рівні прибутковості та цінах котирування між емітованою й так званою “базисною облігацією” (як базисна зазвичай приймається державна облігація, емітована на аналогічний період). Високий рівень кредитоспроможності підприємства та його надійна репутація як позичальника дають змогу звести до мінімуму кредитний спред, який емітент додатково платить за розміщення облігаційної позики. І навпаки, низька кредитоспроможність підприємства (а відповідно, й низький кредитний рейтинг його облігацій) визначає необхідність збільшення розміру кредитного спреду для забезпечення реалізації облігаційної позики. Тільки в цьому випадку буде забезпечена інвестиційна привабливість облігації для інвестора, дохід якого формується як сукупність прибутковості базисної облігації і кредитного спреду.

Етап стратегічного управління емісією корпоративних облігацій передбачає формування емісійної стратегії підприємства на ринку корпоративних облігацій. При цьому слід вирішити такі питання.

1. Чітко визначити цілі емісії облігацій для підприємства. Метою облігаційної позики, як правило, є фінансування стратегічного розвитку при обмеженому доступі до інших альтернативних джерел залучення довгострокового позикового капіталу. Такими цілями можуть бути регіональна диверсифікованість операційної діяльності підприємства, що забезпечує збільшення обсягу реалізації продукції; реальне інвестування (модернізація, реконструкція тощо), що забезпечують швидке повернення вкладеного капіталу за рахунок приросту чистого грошового потоку; інші стратегічні цілі, що вимагають швидкої акумуляції позикового капіталу, залучення якого з інших джерел ускладнене. Зазначимо, що на етапі визначення цілей

емісії визначається сума, яку підприємство планує залучити за рахунок облігаційної позики. При визначенні обсягу емісії облігацій варто виходити з розрахованої загальної потреби підприємства в позиковому капіталі й можливостей його формування з альтернативних джерел.

2. Обрати модель емісійної стратегії підприємства на ринку корпоративних облігацій. Принциповим рішенням на цьому етапі управління емісіями корпоративних облігацій є вибір моделі емісії облігацій для фінансування проекту. Дочільно розглянути такі дві альтернативи:

— разове розміщення облігацій на всю потрібну підприємству суму для фінансування конкретного інвестиційного проекту (випуск облігацій однією серією з одноразовим отриманням потрібної суми коштів);

— розбивання потреби у фінансуванні проектів на етапи (періоди) та здійснення серійного розміщення облігацій і залучення потрібних підприємству коштів поетапно.

На рис. 1 наведено виділені нами переваги й недоліки кожної з моделей емісійної стратегії підприємства.

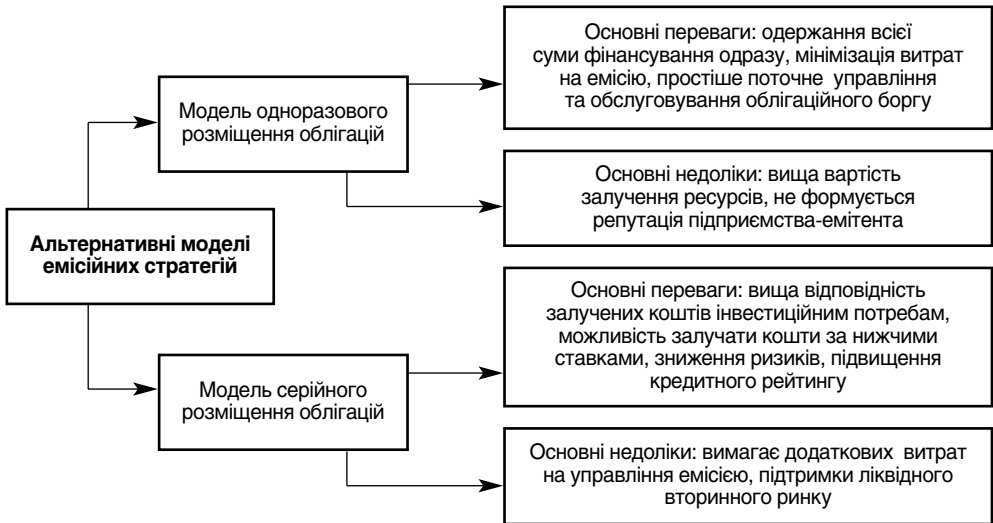


Рис. 1. Переваги й недоліки альтернативних моделей емісійних стратегій підприємств

Простішою є *модель одноразової емісії корпоративних облігацій* одразу на всю суму, що потрібна підприємству для фінансування його інвестиційних проектів. Використання даної емісійної моделі надає такі переваги. По-перше, дає змогу залучити всю потрібну підприємству суму коштів одразу, що знижує ризики недоотримання в майбутньому джерел для фінансування інвестиційних проектів через невдалі майбутні розміщення. По-друге, оскільки емісія відбувається одноразово на велику суму, витрати підприємства-емітента по емісії в розрахунок на

одиницю залучених коштів зменшуються, що в даному випадку веде до зниження ціни залучення капіталу. По-третє, за даної емісійної моделі поточне управління й обслуговування облігаційного боргу простіше, а отже й витрати підприємства на цей процес менші.

Проаналізувавши теоретичні концепції та практику управління емісіями корпоративних облігацій в Україні, рекомендуємо застосовувати цю емісійну модель у таких випадках:

- 1) коли проект не потребує значних обсягів інвестицій, а тому не передбачається емісія облігацій на значну суму (для обсягів емісії до 5 млн грн);
- 2) для емісії облігацій під короткострокові інвестиційні проекти (терміном до 3-х років);
- 3) коли потреба в зовнішньому фінансуванні проектів існує переважно на ранніх етапах їх реалізації (в перших півроку реалізації проекту).

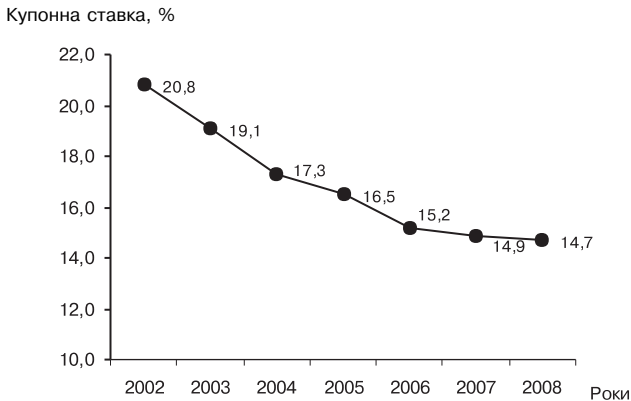
Складнішою альтернативною моделлю емісії корпоративних облігацій є їх *серійне розміщення*. По-перше, за цієї емісійної моделі надходження коштів від емісії точніше відповідає (передусім у часі) інвестиційним потребам підприємства. За рахунок ефекту зміни вартості грошей у часі це дає змогу знизити загальну вартість зовнішнього фінансування інвестицій для підприємства.

По-друге, серійна емісія облігацій дає змогу підприємствам залучати кошти за наступними серіями під нижчі проценти. Зазначимо, що за умови одноразового розміщення облігаційні позики залучаються на триваліший термін, а тому доводиться платити інвесторові вищу купонну ставку за його додаткові ризики. А при серійному розміщенні облігації зазвичай емітуються на коротший термін, отож і купонна ставка за ними є меншою.

По-третє, залучення коштів за рахунок серійного розміщення облігацій дає змогу знизити ризики коливань купонних ставок за облігаціями в середньо- й довгостроковому періодах, які значною мірою притаманні облігаціям одноразових розміщень. У даному випадку сутність впливу ризиків коливань купонних ставок на ринку облігацій полягає в тому, що підприємство, залучаючи кошти в поточному періоді на триваліший термін за вищою ставкою, зазнає втрат, адже в наступному періоді воно мало б можливість залучити ці самі кошти під нижчий процент. Такий характер ризиків зумовлений поступовим зниженням купонних ставок на ринку корпоративних облігацій в Україні (рис. 2).

Як видно з рисунка, середня купонна ставка за облігаціями для підприємств знизилася з 20,8 % у 2002 році до 14,7 % річних у 2008-му³. На підставі динаміки купонної ставки за корпоративними облігаціями можна зробити висновки, що для підприємств досить ризиковано залучати кошти через разове розміщення довгострокових облігацій, адже вони залучаються на тривалий термін під фіксовану купонну ставку, тоді як протягом тривалого періоду ставка за цими цінними

³ <http://www.kinto.com.ua>.



Джерело: дані інвестиційної компанії КІНТО. — <http://www.kinto.com.ua>.

Рис. 2. Динаміка середньорічних купонних ставок за корпоративними облігаціями у 2002—2008 роках

паперами може значно зменшитись, унаслідок чого в майбутньому підприємство буде виплачувати за ними проценти за ставкою, вищою від ринкової ставки за облігаціями в майбутньому.

Наприклад, залучаючи у 2003 році кошти шляхом разової емісії трирічних облігацій за ставкою 19,1 %, підприємство виплачувало би проценти за ними у 2004—2008 роках також за ставкою 19,1 %, тоді як на цей момент, відповідно до виявлених тенденцій, купонна ставка за облігаціями вже була нижчою — на рівні 15—17 % річних, тобто для підприємства було б вигідніше емітувати 3 серії річних облігацій.

По-четверте, застосування моделі серійної емісії корпоративних облігацій сприятиме підвищенню рейтингу емітента, зростанню надійності його боргових цінних паперів (за рахунок підтверджених своєчасних виплат за попередніми емісіями), а в майбутньому дасть змогу залучати кошти під нижчу ставку за рахунок зростання надійності облігацій.

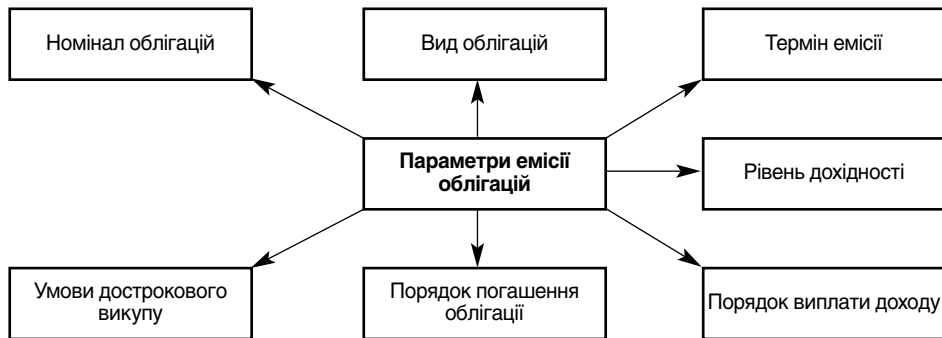
У цілому модель серійних емісій облігацій більш приваблива й перспективна для емітентів, проте для її застосування потрібні відповідні передумови, а саме:

- досить крупний інвестиційний проект, інвестиційна частина якого розтягнута в часі;
- інвестиційний проект терміном понад 3 роки;
- створення у структурі підприємства відділу, працівники якого здійснюватимуть поточне управління емісіями.

3. Наступним кроком після вибору моделі емісійної стратегії є вибір і оптимізація основних параметрів облігаційного випуску (умов емісії). Формування умов емісії є найбільш складним і відповідальним етапом управління облігаційною позицією. Ці умови визначають рівень задоволення цілей залучення позикових коштів

через облігаційне фінансування, ступінь інвестиційної привабливості (а відповідно, й можливості емісії) облігацій підприємства на фондовому ринку, вартість залучення облігаційної позики та ін. Основні параметри облігаційної позики наведені на рис. 3.

Слід зазначити: чи не ключовим етапом у процесі управління емісією облігацій є моделювання й оптимізація параметрів емісії, що в кінцевому підсумку впливає на ефективне застосування даного інструмента у практиці фінансового забезпечення інвестиційної діяльності підприємства.



Джерело: Уилсон Ричард С., Фабоцци, Фрэнк Дж. Корпоративные облигации: Структура и анализ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 445 с.

Рис. 3. Основні параметри облігаційної позики

У табл. 2 подано основні параметри, які моделюються у ході емісії облігацій, та головні фактори, що впливають на ці параметри.

Таблиця 2. Основні параметри емісії облігацій та фактори, що на них впливають

Параметри емісії	Фактори, що на них впливають
Обсяг випуску облігацій	Вартість проекту, під який залучаються кошти, можливості ринку поглинути весь випуск облігацій
Форма випуску облігацій	Бажання емітентів, категорія інвесторів
Характер дохідності для інвесторів	Характер грошових потоків проекту, очікування інвесторів, ділова практика на ринку, законодавчі обмеження
Прибутковість облігацій	Ставки на кредитному й депозитному ринках, термін емісії облігацій, надійність емітентів, прибутковість за подібними емісіями інших компаній
Умови погашення облігацій	Характер інвестиційного проекту, очікування емітентів, ділова практика на ринку
Термін емісії облігацій	Тривалість інвестиційного проекту, ділова практика на ринку

Третім і заключним етапом управління емісією корпоративних облігацій є *поточне управління їх емісією*, що передбачає такі основні кроки:

— визначення ефективних форм андеррайтингу (якщо до розміщення емісії облігації залучаються андеррайтери, підприємство повинне визначити їх склад, погодити з ними ціни первинного продажу облігацій і розміри їхньої комісійної винагороди, сформувати графік надходження коштів облігаційної позики);

— формування фонду погашення облігацій. Потрібно визначити розмір постійних відрахувань, які підприємство має здійснювати для формування викупного фонду до моменту їх погашення. У цьому випадку використовується формула розрахунку платежів у вигляді анuitету, тому що такі відрахування здійснюються у фіксованій сумі через рівні проміжки часу протягом терміну дії облігацій. Відрахування до фонду погашення можуть здійснюватися як у грошовій формі, так і викупленими на фондовому ринку облігаціями;

— обслуговування облігаційної позики та контроль його виконання. Організацію поточного погашення зобов'язань за облігаційними позиками та контроль його виконання має бути покладено на працівників відповідного структурного підрозділу підприємства, що забезпечуватиме комплексне виконання всього спектра завдань, пов'язаних із управлінням емісією корпоративних облігацій.

Як засвідчили результати дослідження, розробка емісійної політики підприємства є складним, багатоетапним процесом, під час якого потрібно визначити основні параметри емісії корпоративних облігацій із урахуванням значної кількості внутрішніх і зовнішніх факторів, умов, обмежень та взаємозв'язків між факторами. Для вирішення перелічених питань нами запропоновано концептуальну модель механізму управління емісією корпоративних облігацій, передбачувані результати від впровадження якої полягають у чіткому формулюванні емісійної стратегії компанії із визначенням ключових цілей роботи з корпоративними облігаціями; відповідній організаційній адаптації до роботи з емісією корпоративних облігацій; оптимізації параметрів емісії та впровадженні ефективного моніторингу й контролінгу емісійного процесу, що в кінцевому підсумку сприятиме залученню потрібного компаніям капіталу за об'єктивною та обґрунтованою ціною.