**Нічосова Т. В.,**
*аспірантка Київського національного університету імені Тараса Шевченка,*
*головний економіст відділу з питань координації інвестиційної роботи Головного управління економіки та інвестицій Київської міської державної адміністрації*

# ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ЕМІСІЙНОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА НА РИНКУ ОБЛІГАЦІЙ

Ринок облігацій є важливим елементом системи фондового ринку. Забезпечуючи залучення коштів інвесторів через систему облігаційних позик, ринок облігацій України формує інвестиційну базу фондового ринку і таким чином забезпечує його розвиток на перспективу. Проведений аналіз стану розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні свідчить, що цей сегмент фондового ринку перебуває в стадії початкового формування масового ринку облігацій, його обсяги поки що набагато менші за обсяги ринків корпоративних облігацій розвинених країн, а тому він не повною мірою виконує функції забезпечення підприємств реального сектора економіки інвестиційними ресурсами. Однак останніми роками спостерігається поступова активізація ринку корпоративних облігацій, в Україні з'являються компанії – емітенти, які не лише 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. Зокрема, серед нових компаній реального сектора економіки, що останнім часом здійснювали серійні розміщення облігаційних позичок, слід наголосити на таких, як ВАТ "Концерн Галнафтогаз" (серії облігацій A–F), ЗАТ "Укршампіньйон" (серії облігацій D), ЗАТ "Фуршет" (серії облігацій A–C), ТОВ "АЛЛО" (серії облігацій A–C), ТОВ "Амстор" (серії облігацій A–F), ТОВ ВО "Житломаркет-Інвест" (серії облігацій A–J) та ін. У зв'язку з цим актуальними стають питання розробки організаційно-економічних механізмів комплексного управління емісіями корпоративних облігацій українських компаній, які дадуть змогу чітко формалізувати ключові етапи в управлінні емісією облігацій; визначити параметри та фактори, які впливають на процес емісії облігацій на кожному з його етапів; розробити відповідні зміни в організаційних структурах компаній, що забезпечать ефективне управління емісією облігацій на підприємстві; встановити основні етапи ухвалення емісійних рішень, сформулювати критерії прийняття ефективних пропозицій та чітко визначити відповідальних фахівців на кожному з етапів управління емісією корпоративних облігацій.

Проблематиці управління емісійною діяльністю підприємств на ринку корпоративних облігацій присвячено досить багато праць зарубіжних та вітчизняних авторів, серед яких Р. Уїлсон, М. Алексєєв, А. Г. Загородній, Я. Міркін, О. Г. Мендрул, О. М. Мозговий, О. Охріменко, В. Шапран та ін.

Систематизація та критичне опрацювання представлених в економічній літературі публікацій на тему управління емісією корпоративних облігацій дали можливість висвітлити такі питання, як процедура та основні етапи процесу емісії облігацій, ключові параметри та види емісій, в деяких публікаціях розглядаються види емісійної політики компаній. Проте, на нашу думку, недослідженим залишається саме управлінський аспект процесу емісій, процедура моделювання параметрів емісії, орієнтири, які застосовуються при виборі цих параметрів, та критерії ухвалення рішення про вибір оптимальних параметрів емісії облігацій.

Відповідно до виявлених малодосліджених аспектів процесу управління емісією корпоративних облігацій сформульовано мету дослідження, яка передбачає виконання такого завдання, як формалізація процедури процесу ухвалення рішення про вибір моделі та параметрів емісії корпоративних облігацій.

Аналіз практики фінансування інвестиційних проектів українськими підприємствами з використанням різних фінансових схем доводить, що вони значно диференціюються залежно від масштабів діяльності підприємства. Так, підприємства малого та середнього бізнесу взагалі не здійснюють емісію облігацій для фінансування власних інвестиційних проектів, використовуючи для цього банківські кредити та власні джерела фінансування. Цей факт обумовлений тим, що економічний ефект від емісії облігації можливий лише у випадку, якщо випуск цінних паперів здійснюється на значну суму, що можуть собі дозволити лише великі компанії, які реалізують масштабні інвестиційні проекти. Отже, на сьогодні ринок корпоративних облігацій сформовано переважно за рахунок емісій на великі суми під реалізацію масштабних інвестиційних проектів, відповідно головними суб'єктами ринку корпоративних облігацій є найпотужніші українські компанії.

На наш погляд, реальна потреба в механізмі управління емісією облігацій існує у достатньо обмеженого кола підприємств, при цьому критеріями відбору є такі:

1. Масштаби діяльності підприємства. Необхідність в облігаційних позичках та управління ними існує у середніх та великих компаніях, які мають можливість реалізовувати великі інвестиційні проекти.
2. Компанії, що планують використовувати емісію облігацій як інструмент залучення ресурсів на постійній основі. Також цілком очевидно, що у компанії, яка збирається здійснити одноразову емісію облігацій для фінансування окремого проекту, потреби в розробці механізму управління цим процесом немає.
3. Компанії, що характеризуються надійним фінансовим становищем в частині ліквідності, платоспроможності та фінансової стійкості та можуть одержати позитивний кредитний рейтинг.
4. Компанії, які працюють на динамічно зростаючих ринках, що обумовлює не тільки поточну, але й майбутню потребу в облігаційних позичках для фінансування проектів подальшого розвитку.

У структурі системи управління емісіями корпоративних облігацій варто виокремити три ключові етапи:

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

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

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

1.3. 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 тому й емітованих ним облігацій формує на фондовому ринку відповідний розмір кредитного спреду, тобто різницю в рівні прибутковості і цінах котирування між емітованою і так званою базисною облігацією (за базисну береться зазвичай державна облігація, емітована на аналогічний період). Високий рівень кредитоспроможності підприємства і 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 (відповідно й низький кредитний рейтинг його облігацій) визначає необхідність збільшення розміру кредитного спреду для

забезпечення реалізації облігаційної позики. Лише у цьому разі забезпечуватиметься інвестиційна привабливість облігації для інвестора, дохід якого формується як сукупність прибутковості базисної облігації і кредитного спреду.

2. Етап стратегічного управління емісією корпоративних облігацій характеризується формуванням емісійної стратегії підприємства на ринку корпоративних облігацій, при цьому слід вирішити такі питання.

2.1. Чітко визначити цілі емісії облігацій для підприємства. Метою облігаційної позики є, як правило, фінансування стратегічного розвитку при обмеженому доступі до інших альтернативних джерел залучення довгострокового позикового капіталу. Головними цілями можуть бути: регіональна диверсифікованість операційної діяльності підприємства, що забезпечує збільшення обсягу реалізації продукції; реальне інвестування (модернізація, реконструкція й т.п.), яке забезпечує швидке повернення вкладеного капіталу за рахунок приросту чистого грошового потоку; інші стратегічні цілі, що потребують швидкої акумуляції позикового капіталу, залучення якого з інших джерел ускладнене. Зазначимо, що на етапі встановлення 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 і можливостей його формування з альтернативних джерел.

2.2. 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. При цьому доцільно розглянути такі альтернативи:

- здійснення разового розміщення облігацій на потрібну підприємству суму для фінансування конкретного інвестиційного проекту (випуск облігацій однією серією з одноразовим отриманням потрібної суми коштів);
- розподіл фінансування проектів на етапи (періоди) та здійснення кількаразового розміщення облігацій й залучення потрібних підприємству коштів поетапно.

На рис. 1 представлено переваги кожної із моделей емісійної стратегії підприємства.

Простішою є модель одноразової емісії корпоративних облігацій одразу на суму, потрібну підприємству для фінансування його інвестиційних проектів. Така емісійна модель має певні переваги, а саме:

– по-перше, вказана модель дає змогу залучити необхідну підприємству суму коштів одразу, знижуючи ризики недоотримання у майбутньому джерел для фінансування інвестиційних проектів через невдалі подальші розміщення;

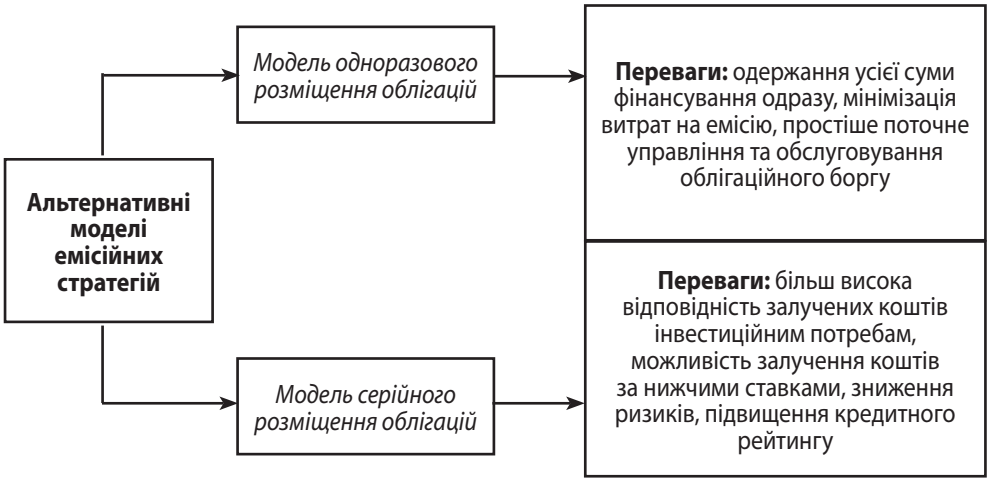


Рис. 1. **Переваги альтернативних моделей емісійних стратегій підприємств**

– по-друге, оскільки емісія здійснюється одноразово на велику суму, підприємство-емітент знижує витрати по емісії в розрахунку на одиницю залучених коштів, тобто в такому разі це зумовлює зниження ціни залучення капіталу;
– по-третє, перевагами емісійної моделі можна вважати простіше поточне управління обслуговування облігаційного боргу та відповідно менші витрати підприємства на цей процес.

Аналіз теоретичних концепцій та практичного управління емісіями корпоративних облігацій в Україні дає змогу рекомендувати застосування цієї емісійної моделі у таких випадках:
– якщо проект не потребує значних обсягів інвестицій, а тому не передбачається емісія облігацій на значну суму (для обсягів емісії до 5 млн грн);
– для емісії облігацій під короткострокові інвестиційні проекти терміном до трьох років;
– модель варто використовувати у тих випадках, коли потреба у зовнішньому фінансуванні проектів існує переважно на ранніх етапах їх реалізації (у перші півроку).

Складнішою альтернативною моделлю емісії корпоративних облігацій є їх серійне розміщення. Перевагами такої моделі вважають:
• більшу відповідність (передусім у часі) надходження коштів від емісії інвестиційним потребам підприємства. За рахунок ефекту зміни вартості грошей у часі це дає змогу знизити загальну вартість зовнішнього фінансування інвестицій для підприємства;
• можливість для підприємств залучати кошти при наступних серійних розміщеннях за нижчими відсотками. У випадку одноразового розміщення облігаційні позички залучаються на триваліший термін, а тому за це доводиться платити вищу купонну ставку інвестору за його додаткові ризики. Водночас при серійному розміщенні облігації за-

звичай емітуються на короткий термін, а тому й купонна ставка за цими облігаціями є нижчою;

- залучення коштів за рахунок серійного розміщення облігацій дає змогу знизити ризики коливань купонних ставок за облігаціями у середньостроковому та довгостроковому періодах, які значною мірою характерні для облігацій одноразових розміщень. У такому разі 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, втрачає фінансово, адже у наступному періоді воно мало б можливість залучити ці ж кошти під нижчий відсоток. Саме такий характер ризиків обумовлений тим, що загалом на ринку корпоративних облігацій в Україні відбувається поступове зниження купонних ставок (рис. 2). Так, за період 2002–2006 рр. середня купонна ставка за облігаціями для підприємств знизилася з 20,8 до 15,2 % річних. Вивчаючи динаміку купонних ставок за корпоративними облігаціями, можна дійти висновку, 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 значного періоду часу ставка за цими цінними паперами може відчутно знизитися, внаслідок чого у подальшому підприємство виплачуватиме по них відсотки за ставкою, вищою за ринкову за облігаціями в майбутньому.

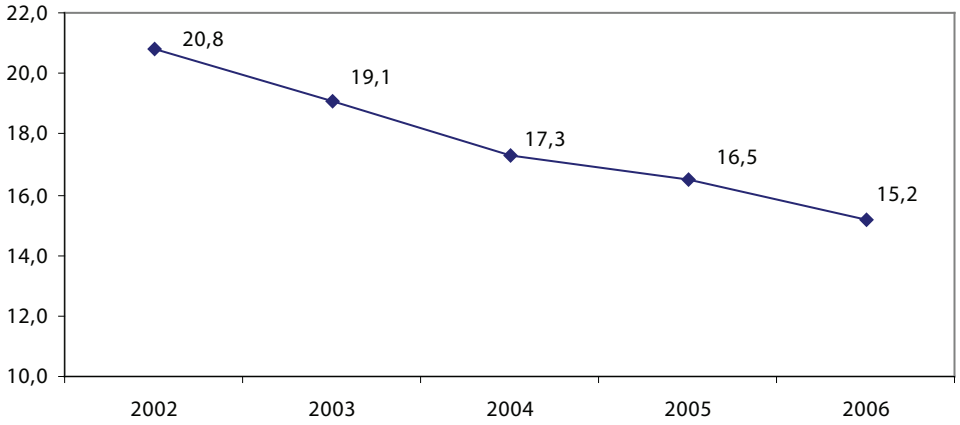


Рис. 2. **Динаміка середньорічних купонних ставок за корпоративними облігаціями (дані інвестиційної компанії КІНТО),** %

Джерело: www.kinto.com.ua.

Наприклад, залучаючи в 2003 р. кошти через разову емісію трирічних облігацій за ставкою 19,1 %, підприємство виплачувало б за ним відсотки в 2004–2006 рр. також за ставкою 19,1 %, тоді як на цей час відповідно до виявлених тенденцій купонна ставка за облігаціями була нижчою – на рівні 15–17 % річних, тобто для підприємства було б вигідніше емітувати три серії річних облігацій.

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

У цілому модель серійних емісій облігацій є привабливішою та перспективнішою для емітентів, проте для її застосування потрібні відповідні передумови, а саме:

– досить тривалий у часі масштабний інвестиційний проект;
– забезпечення фінансуванням довгострокових інвестиційних проектів терміном понад три роки;
– створення в структурі підприємства відділу, де здійснюватиметься поточне управління емісіями.

2.3. Наступним кроком після вибору моделі емісійної стратегії є вибір та оптимізація основних параметрів облігаційного випуску (умов емісії). Формування умов емісії є найскладнішим і найвідповідальнішим етапом управління облігаційною позикою. Ці умови визначають рівень задоволення цілей залучення позикових коштів через облігаційне фінансування, ступінь інвестиційної привабливості (відповідно й можливості емісії) облігацій підприємства на фондовому ринку, вартість залучення облігаційної позики тощо. Основні параметри облігаційної позики зображено на рис. 3.

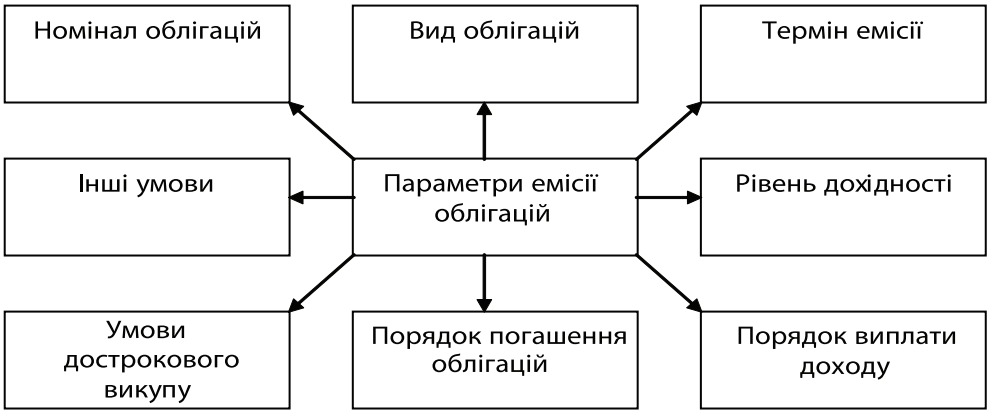


Рис. 3. **Основні параметри облігаційної позички**

Джерело: *Уилсон Р. С., Фабоцци Ф. Дж.* Корпоративные облигации: Структура и анализ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 445 с.

Варто зазначити, що ключовим етапом у процесі управління емісією облігацій є моделювання та оптимізація параметрів емісії, що зрештою позначається на ефективному застосуванні цього інструменту в практиці фінансового забезпечення інвестиційної діяльності підприємства.

У таблиці представлені основні параметри, які моделюються в процесі емісії облігацій, та визначальні фактори, що справляють вплив на ті чи інші показники випуску облігацій.

Таблиця

**Основні параметри емісії облігацій та фактори, що на них впливають**

| Параметри емісії | Фактори, що на них впливають |
|---|---|
| 1. Обсяг випуску облігацій | Вартість проекту, під який залучаються кошти, можливості ринку поглинути увесь випуск облігацій |
| 2. Форма випуску облігацій | Переваги емітентів, категорія інвесторів |
| 3. Характер дохідності для інвесторів | Характер грошових потоків проекту, очікування інвесторів, ділова практика на ринку, законодавчі обмеження |
| 4. Прибутковість облігацій | Ставки на кредитному та депозитному ринках, термін емісії облігацій, надійність емітентів, прибутковість за схожими емісіями інших компаній |
| 5. Умови погашення облігацій | Характер інвестиційного проекту, очікування емітентів, ділова практика на ринку |
| 6. Термін емісії облігацій | Тривалість інвестиційного проекту, ділова практика, що склалася на ринку |

3. Завершальний етап управління емісією корпоративних облігацій – це етап поточного управління, ключовими елементами якого є:

– визначення ефективних форм андерайтингу (якщо до розміщення емісії облігацій залучаються андерайтери, підприємству необхідно визначити їхній склад, погодити з ними ціни первинного продажу облігацій та розміри їхньої комісійної винагороди, сформувати графік надходження коштів облігаційної позики);
– формування фонду погашення облігацій з визначенням розміру постійних відрахувань, які підприємство має здійснювати для створення викупного фонду до моменту їхнього погашення, використовуючи при цьому формулу розрахунку платежів у вигляді ануїтету, оскільки такі відрахування здійснюються у фіксованій сумі через рівні проміжки часу протягом терміну дії облігації. Відрахування до фонду погашення можуть здійснюватися як у грошовій формі, так і викупленими на фондовому ринку облігаціями;
– обслуговування облігаційної позички та контроль за його виконанням. Завершальний етап у системі управління емісією облігацій – це організація поточного погашення зобов'язань за облігаційними позичками та контроль за його виконанням, функції якого мають бути покладені на працівників відповідного структурного підрозділу підприємства, що забезпечуватиме комплексне виконання усього спектра завдань, пов'язаних з управлінням емісією корпоративних облігацій.

За результатами дослідження можна зробити такі висновки щодо побудови ефективного механізму управління емісіями корпоративних облігацій:

1. Сформульовано оціночні критерії, що дають змогу визначитися з групами підприємств-емітентів корпоративних облігацій, які потребують розробки ефективного механізму управління процесом. До цієї категорії належать середні та великі компанії, які мають можливість реалізовувати масштабні інвестиційні проекти; компанії, які планують використовувати емісію облігацій як інструмент залучення ресурсів на постійній основі; компанії, що характеризуються надійним фінансовим становищем у частині ліквідності, платоспроможності та фінансової стійкості, та компанії, які працюють на динамічно зростаючих ринках, що обумовлює не лише поточну, але й перспективну потребу в облігаційних позичках.
2. Сформовано концептуальну модель механізму управління емісією корпоративних облігацій, який складається: з дослідницько-аналітичного етапу (передбачає проведення аналізу кон'юнктури фондового ринку, оцінку інвестиційної привабливості облігацій з позицій можливих умов їхньої емісії та їхнього кредитного рейтингу; оцінку потенціалу розміщення облігаційної позики та її вартості), з етапу стратегічного управління емісією облігацій (чітке визначення цілей емісії облігацій, вибір моделі емісійної стратегії підприємства на ринку корпоративних облігацій та оптимізацію основних параметрів облігаційного випуску – обсягу випуску, форми випуску, характеру дохідності для інвесторів, прибутковості облігацій, умов погашення й терміну емісії) та етапу поточного управління емісією (визначення ефективних форм андерайтингу, формування фонду погашення облігацій, обслуговування облігаційної позички та контроль за його виконанням).

**Література**


1. *Алексеев М. Ю.* Рынок ценных бумаг и его учасники / М. Ю.Алексеев. – М. : Финансы и статистика, 1999. – 310 с.
2. *Загородній А. Г., Вознюк Г. Л.* Цінні папери. Фондовий ринок : Термінологічний словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк. – [2-ге вид., випр. і доп.]. – Л. : Бак, 1999. – 165 с.
3. *Мендрул О. Г., Павленко І. А.* Фондовий ринок : операції з цінними паперами : навч. посіб. [О. Г. Мендрул, І. А. Павленко]; за ред. І. О. Соломарського [2-ге вид., перероб. і доп.]. –К. : Київ. нац. екон. ун-т, 2000. – 156 с.
4. *Миркин Я. М.* Рынок ценных бумаг России : воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я. М. Миркин. – М. : Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.
5. *Мозговий О. М.* Фондовий ринок : навч. посіб. / О. М. Мозговий. – К. : Київ. нац. екон. ун-т, 1999. – 314 с.
6. *Охріменко О. А.* Облігації як елемент інвестиційного процесу на тлі перманентного розвитку економіки України / О. А. Охріменко // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2004. – Вип. 189. – С. 1048–1052.
7. *Уилсон Р. С., Фабоцци Ф. Дж.* Корпоративные облигации: Структура и анализ / Р. С. Уилсон, Ф. Дж. Фабоцци. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 445 с.
8. *Шапран В.* Будущее рынка корпоративных облигаций Украины / В. Шапран // Рынок ценных бумаг (Россия). – 2003. – № 17. – С. 48–51.