

ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ОБЛІГАЦІЙНИХ ПОЗИК ЯК ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ УКРАЇНСЬКИХ ПІДПРИЄМСТВ: ТРАНСАКЦІЙНИЙ АНАЛІЗ

Анотація

В статті представлений аналіз привабливості облігацій як інструменту залучення фінансових ресурсів українськими підприємствами на основі визначення структури трансакційних витрат даного джерела та їх рейтингової оцінки на прикладі одного з великих підприємств м. Одеси ВАТ "Одескабель". На основі цього виявлені позитивні властивості облігаційного займу для забезпечення фінансового росту та визначені заходи щодо його розвитку в практиці вітчизняних підприємств.

Ключові слова: структура капіталу, зовнішні джерела фінансування, облігація, облігаційна позика, трансакційні витрати, фактори- сигнали, рейтингова оцінка.

І. Вступ. Однією з основних проблем забезпечення підвищення ефективності діяльності сучасного підприємства в умовах трансформаційної економіки є формування системи гнучкого та ефективного використання ринкових механізмів, інструментів. Особливе значення це має при виборі оптимальної структури фінансування, яка потребує визначення такого співвідношення власних і запозичених джерел, яке б враховувало необхідність підтримання достатнього рівня економічної безпеки підприємства, з одного боку, та фінансової рентабельності, з іншого. Як свідчить досвід розвинених країн, саме питання оптимізації структури капіталу є одним з головних при розробці загальної стратегії функціонування та розвитку підприємства в умовах ринкової економіки, яка спрямована, перш за все, на максимізацію добробуту власників.

Згідно постулатів домінуючих фінансових теорій, використання зовнішніх джерел фінансових ресурсів є досить привабливим. Це пов'язано з тим, що фінансовий леверідж демонструє факт зростання рентабельності загального капіталу підприємства при викорис-

танні запозичених джерел фінансових ресурсів. Але, як свідчать реалії українських підприємств, власний капітал уявляється більш доступним та менш ризиковим, що в умовах відсутності розвинутої фінансової системи, має більш важливе значення ніж його вартість, і тому не зовсім відповідає існуючим науковим підходам обґрунтування фінансових рішень. Однак в останній час намітилися деякі позитивні зміни в пріоритетах фінансового росту українських компаній. Такі тенденції, звичайно, сприяють розширенню джерел фінансування, і, в першу чергу, за рахунок зовнішніх, серед яких можна відзначити різні форми кредитування, залучення коштів на фінансових ринках, використання ризикових капіталів тощо.

В світовій практиці значна концентрація власності, як демонструють дослідження в 65 країнах світу [1], сприяє формуванню боргової економіки. Так в 75% країн розмір внутрішніх боргових зобов'язань перевищує обсяги капіталізації ринку акцій на 45-50%. В більшості країн світу банки домінують на фінансових ринках як постачальники фінансових ресурсів шляхом кредитування та участі у власності. Характерно це і для економіки України, де, по оцінкам експертів, значна доля акціонерних капіталів сконцентровані в контрольних або великих пакетах акцій [2]. При цьому, банківський сектор поки не в змозі забезпечити в повному обсязі потреби економіки у зовнішньому фінансуванні, особливо в довгостроковому, що обумовлює важливість і значимість облігацій як інструменту фінансування розвитку вітчизняної економіки, потреби в інвестуванні реального сектору якої експертами оцінені в 100-150 млрд. доларів [3].

Сьогодні у Україні почали складатися привабливі умови щодо активізації емісії облігацій як одного з джерел формування фінансових ресурсів підприємств. Починаючи з 2001 року за даними Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку в Україні спостерігається збільшення обсягів випусків облігацій підприємств (2001 рік — 0,7 млрд. грн., 2002 рік — 4,27 млрд. грн.). У 2003 році зареєстровано 169 випусків облігацій на суму 4,24 млрд. грн., за п'ять місяців поточного року по даним Державної Комісії — 55 випусків облігацій на суму 789,856 млн. грн. Це значно менше того ж періоду минулого року. Пов'язано це з тим, що протягом травня 2003 року було зареєстровано досить значні за обсягом випуски облігацій, а саме: випуск ВАТ "Укртелеком", випуск Державного територіально — галузевого об'єднання "Південно- Західна залізниця" та три випуски Концерну "Галнафтогаз" на суму 1,23 млрд. грн.

* старший викладач кафедри теоретичної економіки, Одеський національний університет ім. І. І. Мечникова.

[4]. Такі тенденції обумовлені розвитком корпоративних відносин, формуванням сталого розподілення власності, закономірностями економічного розвитку і особливостями інвестиційних ризиків в умовах ринкової економіки, що в сукупності і сприяє розвитку боргових інструментів. Також, розвитку емісії облігацій в умовах вітчизняної економіки сприяє поки недостатній для задоволення зростаючих потреб фінансування економіки рівень капіталізації банківської системи, нерозвиненість лізингових відносин, факторингу, форфейтингу, комерційного кредиту тощо. Тому, українські підприємства через випуск облігацій мають можливість та повинні у найближчий час залучити великі обсяги інвестиційних ресурсів. Як демонструє закордонний досвід, облігаційна маса корпорацій складає, як правило, від 10-15% до 60-65% загальних обсягів емісій корпоративних цінних паперів[1], що також свідчить про важливу роль облігацій як альтернативного джерела інвестицій.

Основою успішності реалізації емісії облігацій виступають такі рішення, які б могли забезпечити максимальні вигоди підприємства-емітента від залучення додаткових фінансових ресурсів. У зв'язку з цим, розглядаючи фінансові можливості облігацій, варто враховувати суперечливий характер інтересів емітента й інвесторів. Тому при організації облігаційних позик, у процесі управління цінними паперами важливо вміти знайти “золоту середину”, забезпечити баланс цих інтересів на основі комплексного аналізу переваг і недоліків даного фінансового інструменту для кожного з економічних агентів. І саме оцінка цих взаємовідносин здійснюється за допомогою визначення трансакційних витрат, які і виникають як витрати взаємодії, взаємовідносин між економічними агентами. Вперше трансакційні витрати були визначені Рональдом Коузом, а в подальшому стали предметом економічних досліджень багатьох відомих економістів К. Ерроу, Дж. Стіглера, О. Вільямсона, М. Дженсона, В. Меклінга, П. Мілгрорма, Дж. Робертса та інших. На важливість ролі трансакційних витрат інвесторів в розвитку фінансових ринків вказують в своїх дослідженнях такі відомі економісти: Д. Даймонд, М. Дженсон, Е. Фама, А. Шлейфер, Р. Вішна Р. И. Капелюшников, Я. М. Міркін, А. Д. Радигін, Є. М. Ентов, В. А. Мау, М. А. Єскіндаров, Т. В. Семенова, О. Шеремет, С. В. Лосєв та такі організації як Світовий банк, Організація з економічного співробітництва і розвитку, Європейський банк реконструкції та розвитку, Міжнародна організація комісій з цінних паперів. Актуальність проблеми обумов-

лена необхідністю виявлення і вирішення проблем, що стримують використання облігацій як інструменту залучення фінансових ресурсів, а саме проблем, пов'язаних з конфліктами інтересів емісії та обігу облігацій, що веде до виникнення трансакційних витрат.

II. Постановка завдання. Метою даної статті є виявлення та оцінка трансакційних витрат облігаційної позики, що виникають як наслідок конфліктів інтересів учасників в процесі емісії, обігу облігацій, а також, пошук заходів їх мінімізації, що буде сприяти підвищенню інвестиційної привабливості облігацій, а, значить, активізації їх використання в українській практиці. Основою дослідження, представленого в даній статті, є саме трансакційний аналіз, тому, що він дозволяє об'єктивно виявити переваги використання облігацій як інструменту залучення фінансових ресурсів, проблеми їх розповсюдження в практиці вітчизняних підприємств та визначити основні напрямки оптимізації розвитку корпоративних облігацій в економіці України.

III. Результати. Перш за все, важливо відзначити, що облігація є цінним папером, яка засвідчує відносини позики між її власником чи кредитором, інвестором і особою, що випустила її чи позичальником — емітентом. Основною перевагою даного фінансового інструменту є те, що він є найбільш діючим і ефективним, дозволяє, не перерозподіляючи власність, акумулювати кошти інвесторів і забезпечувати підприємству доступ на ринок капіталів без погрози подальшого втручання інвесторів (власників облігацій) в управління його поточною фінансово-господарською діяльністю. Разом з тим, емісія облігацій дає можливість емітенту маневрування при визначенні обсягу емісії, процентної ставки, терміну, умов обігу та погашення і т. д. Значною перевагою над іншими джерелами є можливість акумулювання коштів приватних інвесторів, залучення фінансових ресурсів юридичних осіб на досить тривалий термін (триваліше терміну кредитів, наданих комерційними банками) і на більш вигідних умовах з врахуванням реальної економічної ситуації і стану фінансового ринку. Крім того, вибір даного інструменту забезпечує оптимальне співставлення рівня прибутковості для інвесторів, з одного боку, і рівня витрат підприємства — емітента на підготовку й обслуговування облігаційної позики, з іншого, а, також, оптимізацію взаєморозрахунків, структури дебіторської і кредиторської заборгованості підприємства-емітента.

У той же час облігація — дуже тверде боргове зобов'язання: здій-

снюючи емісію облігацій, емітент несе визначені ризики, і завжди існує ймовірність того, що облігаційний займ не буде успішним, тобто сам факт емісії облігацій ще не гарантує їхнього розміщення на розроблених емітентом умовах. Так, випуск облігацій як джерела довгострокового фінансування характеризується, в порівнянні з іншими можливостями залучення капіталу, невисоким рівнем гнучкості щодо розміру підприємства, ризику вільного обігу на фінансовому ринку, потребує високий рівень необхідної інформації до емісії та в процесі обігу облігації. При цьому значним недоліком та обмеженням даного джерела є необхідність врахування специфіки галузі, рівня розвитку необхідного законодавства особливо, в трансформаційних умовах.

Трансакційні витрати виникають як наслідок конфлікту інтересів учасників угоди та проявляються в зниженні ефективності економічної діяльності, перерозподілу економічного ефекту між економічними агентами. При здійсненні трансакційного аналізу емісії облігацій необхідно враховувати і оцінювати інтереси таких економічних агентів як кредиторів — власників облігацій, емітентів (мілких та крупних акціонерів), менеджерів підприємства. Конфлікти, які можуть виникати між цими економічними агентами перш за все будуть мати такі спрямування: менеджер — власник облігації, акціонер-позичальник — власник облігації-кредитор.

Найбільш суттєвим джерелом трансакційних витрат між менеджером та власником облігації є витрати специфікації та захисту прав власності, які в даному випадку полягають у витратах часу та ресурсів, необхідних для відновлення порушених прав (витрати по використанню механізму банкрутства та застави), а також втрати від поганої специфікації і ненадійного захисту. Максимальні втрати власника облігації можуть бути представлені як втрата вкладених коштів та процентів, які він повинен був отримати з даного цінного паперу. Менеджер в даному випадку виступає представником підприємства і безпосередньо здійснює оформлення угод та контрактів та приймає значну кількість рішень щодо кредитування підприємства, визначає конкретні умови договору. Рівень трансакційних витрат при цьому залежить від того, на скільки швидко та в повному обсязі зможе повернути свої борги кредитор.

Конфлікт між власником облігації та акціонером підприємства виникає у зв'язку з тим, що існують зовсім різні права та ризики для цих економічних агентів. Акціонер має право управління підприєм-

ством та прийняття рішення, його можливі втрати обмежуються сумою вкладу в підприємство, а доход є необмеженим. Власник облігації не має права на прийняття рішень щодо фінансово — господарської діяльності підприємства, і має обмежені вимоги щодо доходу, які встановлюються, як правило, за своєчасно, але втрати, як і у випадку з менеджерами, визначаються сумою вкладу при купівлі даного цінного паперу та доходу — процента. Крім того, у випадку коли підприємство не має прибутку, виплата процентів та покриття боргового зобов'язання забезпечується за рахунок резервного боргу. Відносини між кредиторами — власниками облігацій та акціонерами позичальниками можуть відбуватися на основі розподілу економічного ефекту від одного економічного агента до іншого. В економічній літературі визначають два основних типи перерозподілу. Перший тип пов'язаний з реалізацією ризикових проектів, тобто проектами з високим ступенем ризику отримання збитків, та недостатнім інвестуванням. В цьому випадку вигоди кредиторів переходять до акціонерів — позичальником. Так, наприклад, акціонери зацікавлені в залученні додаткового фінансування і у випадку, коли реалізація проекту має невисокий рівень чистого приведенного ефекту, призводить до втрати доходу кредиторами при недостатньому рівні прибутку. Крім того, при високому рівні заборгованості прибуток, отриманий підприємством, направляється саме на його скорочення, що має позитивний вплив на подальшу діяльність суб'єкту господарювання. Не потрібно, також, забувати, що, якщо прибуток, отриманий від реалізації залучених коштів в більшій частині перерозподіляється в бік кредиторів, акціонери, як правило, відхиляють даний проект. Другий тип пов'язаний з рішеннями, що призводять до зниження фінансового леверіджу. В цьому випадку ефект перерозподіляється від акціонерів до кредиторів. Це пов'язано з тим, що умови кредитної угоди звичайно фіксовані і не можуть змінюватися, а зниження фінансового леверіджу може призвести до зниження ринкової вартості акцій. Основним типом трансакційних витрат, що виникають в результаті взаємовідносин кредиторів — власників облігацій та позичальників — акціонерів — це витрати опортуністичної поведінки, хоча не можна не звертати уваги і на інші типи, наприклад, витрати пошуку інформації кредиторами щодо кредитоздатності позичальника та успішності інвестиційних рішень, а, також, витрати специфікації та захисту прав власності.

Таким чином, в основі виникнення трансакційних витрат креди-

торів — власників облігацій знаходиться необхідність витрат на захист своїх прав та інтересів у випадку погіршення фінансової ситуації на підприємстві — позичальнику, а, також різниця в правах на грошові потоки в порівнянні з іншими економічними агентами. При цьому трансакційні витрати вимірюються можливими витратами від неповернення суми боргу та процентів по даному цінному папері. Також, на рівень трансакційних витрат впливає рівень розкриття інформації та моніторинг кредитних установ, що представляється досить важливим саме для українських підприємств. Щодо останнього, то великий рівень кредиторської заборгованості, неплатоспроможності вітчизняних підприємств свідчить про незадовільний рівень моніторингу.

Сучасна економічна теорія і практика пропонує оцінювати трансакційні витрати на основі рейтингового методу, який для трансформаційних умов вітчизняної економіки є найбільш привабливим, раціональним. Відомі економісти, наприклад російський економіст С. В. Лосев, пропонує здійснювати рейтингову оцінку факторів-сигналів, як свідків наявності даних витрат на рівні макро- та мікросеред. Факторами-сигналами рейтингу конфлікту інтересів між кредиторами — власниками облігацій і менеджерами виступають факти, що характеризують які захищають права і інтереси кредиторів та ефективність використання цього законодавства. Визначення рівня конфлікту між кредиторами — власниками облігацій та акціонерами представляється досить складним внаслідок особливостей природи даного типу відносин. Найбільш простим способом визначення рівня трансакційних витрат є оцінка зміни фінансового левіриджу. Для цього необхідно визначити долю акцій та облігацій в структурі капіталу підприємства через розрахунок залежності між випуском акцій або облігацій та ринкової вартості цінних паперів підприємства, що знаходяться в обігу. Однак, в умовах української економіки такі розрахунки практично неможливі, що значно обмежує оцінку трансакційних витрат і оптимізацію відносин між економічними агентами-учасниками емісії облігацій.

Сукупний рейтинг трансакційних витрат кредиторів-власників облігацій визначається на основі факторів-сигналів захисту прав та інтересів кредиторів в законодавстві та ефективності правовикористання останнього. При цьому по першому фактору-сигналу оцінюються такі критерії законодавства: можливість автоматичного блокування активів при прийнятті рішення щодо реорганізації підпри-

ємства; визначення законодавством місця кредиторів в черзі претендентів на активи підприємства; існування обмежень дій підприємства при реорганізації; збереження керівництва при процедурі банкрутства або призначення спеціального керуючого. Рейтингова оцінка ефективності правовикористання законодавства базується на показниках політичних ризиків, які використовуються при визначенні рейтингу інвестиційної привабливості — Міжнародного керівництва по композитним ризикам країн (Composite International Country Risk Guide, ICRG) компанією PRS Group. До них відносяться: оцінка законності і порядку в країні; корупція; якість державного управління або бюрократії. Враховуючі всі вищепереліковані критерії, розрахунок рейтингу трансакційних витрат кредиторів-власників облігацій в Україні склав 52,12. Діапазон даного рейтингу складається від 0 до 100, при цьому, чим менше показник, тим вище рівень трансакційних витрат. Даний рейтинг є постійним для всіх українських підприємств. Якщо порівняти отримане значення рейтингу з аналогічним для Росії, то він складає 35,58, що демонструє більш привабливі умови для фінансування фірм за рахунок емісії облігацій в Україні, ніж в Росії. В той же час, рейтинги трансакційних витрат емісії акцій, вказують на більшу привабливість цього джерела для російських фірм, ніж для українських. Це можна пояснити різним рівнем розвитку та структурою фінансової системи, фондового ринку, банківського сектору. Загальне значення трансакційних витрат інвесторів, наприклад, для ВАТ “Одескабель” при діапазоні від 0 до 200 дорівнює 110,3[5]. При цьому, бальне значення рівня розкриття інформації складає 15,5, що в 3 рази менше ніж рівень Великобританії, Германії, США.

Отримані результати щодо високого рівня трансакційних витрат інвесторів підтверджуються дослідженнями таких економістів як І. С. Коропецького, С. І. Архієреєва, Т. В. Семенової. [6,7,8]

Важливим для оцінки трансакційних витрат інвесторів має визначення особливостей фінансової системи, що є характерною для даної держави. Що стосується України, то на теперішній час існують усі ознаки наявності характеристик німецької або континентальної (європейської) моделі фінансової системи, для якої властиво високий рівень концентрації власності економічними агентами, значний рівень банківського кредитування, незначний обсяг операцій, низька ліквідність фондового ринку, невикористання ринку цінних паперів для залучення додаткових фінансових ресурсів. Також,

останнім часом спостерігається зростання зацікавленості фінансових інтересів до країн з трансформаційною економікою з боку іноземних інституційних інвесторів, що пояснюється нестабільністю американського, європейського та азіатських фінансових ринків, і, таким чином, додатково формує сприятливі умови для динамічного розвитку ринку корпоративних облігацій в цих країнах, в тому числі, і в Україні. Так, наприклад, Індекс EMBI+, що розраховується банком JPMorgan, для України склав 293 базових пункти (б. п.), тобто доходність українських валютних інструментів лише на 2,93% перевищує доходність державних облігацій й США. Це характеризує зростання довіри до них з боку іноземних інвесторів та зростання їх ліквідності.

Привабливість облігацій як джерела фінансування також підтверджується використанням цього фінансового інструменту і в практиці банківського сектору, наприклад, АКБ “Хрещатик”, “Райффайзенбанк Україна”, АКБ “Укрсоцбанк”, АКБ “Донгорбанк”, ВАТ “Кредитпромбанк”, АКБ “Надра”, ВА-БАНК, АБ “Південний”. Це допомагає банківським установам, з одного боку, залучити додаткові кошти, а, з іншого, вирішити проблему короткостроковості депозитів, що в свою чергу обмежує довгострокове кредитування економіки.

IV. Висновки. Таким чином, з огляду на обмеженість фінансових ресурсів, необхідних для підтримання розвитку вітчизняної економіки, облігації можуть стати одним із привабливих джерел фінансового росту фірми. Їх привабливість полягає в тому, що на відміну від інших інструментів, вони дозволяють залучати кошти на більш довгий термін, що є особливо актуальним, коли доля довгострокового зовнішнього фінансування складає трохи більше 4% в загальній структурі капіталу. Вибір даного інструменту для підприємства дає можливість залучення потрібної суми коштів, на необхідний строк, при самостійно визначених умовах сплати процентів та застави. Крім того, для корпоративних облігацій характерна більша сталість у порівнянні з іншими цінними паперами: курс облігацій, як правило, не знижується при погіршенні кон'юнктури, майже, стає навіть більш привабливим для інвесторів у порівнянні з акціями і державними цінними паперами. Разом з цим, існують досить високі трансакційні витрати інвесторів, що є однією з основних перешкод розвитку корпоративних облігацій. Крім того, інструменти їх зниження поки не працюють. Високий рівень трансакційних витрат в су-

часних умовах економіки України в даній галузі обумовлений слабкою ефективністю використання законодавства, відсутністю “прозорості” діяльності емітентів, загостренням конфліктності інтересів власників, що властиво перехідній економіці України. Хоча саме облігації є одним з найбільш прозорих та ліквідних фінансових інструментів на даний час, і, як демонструють розрахунки, рівень трансакційних витрат облігацій значно нижче ніж акцій. Разом з цим, наявність характеристик німецької моделі фінансової системи в економіці України з властивим для неї зростанням рівня концентрації власності та ролі банківського кредитування може сформувати механізми зниження трансакційних витрат і без наявності розвинутого ринку цінних паперів з високим рівнем розкриття інформації та захисту прав, інтересів інвесторів при умові розвитку та поглиблення моніторингу кредиторів.

Таким чином, для зниження трансакційних витрат інвесторів — кредиторів — власників корпоративних облігацій необхідно здійснити ряд заходів як з боку держави, так і з боку економічних агентів. По-перше, необхідним є посилення контролю за виконанням законодавства по захисту прав та інтересів кредиторів та продовження процесу вдосконалення його практики. Особливо важливо це з врахування факту, що значна частина власників корпоративних облігацій є, як правило, дрібні інвестори. По-друге, потрібно організувати контроль з боку держави та її регулятивних органів щодо розкриття інформації та забезпечення оперативності цього процесу. При цьому, важливим є розвиток інфраструктури з розкриття інформації; посилення відповідальності за надання інформації, що не відповідає дійсності; розширення лістингу організованого фондового ринку. По-третє, значна роль в зниженні трансакційних витрат інвесторів повинна відводитися розвитку, удосконаленню та впровадженню системи норм та правил корпоративного управління в діяльність українських підприємств. В-четвертих, необхідно розвивати моніторинг кредиторів, який може бути поглиблений через активну співпрацю з банківськими та фінансовими установами на основі довгострокового співробітництва, довіри та відповідальності. Крім цього, перш за все, важливим є усвідомлення економічними агентами необхідності визначення оцінки наявних трансакційних витрат та їх врахування при виборі потенційного джерела фінансування.

Література

1. [http://www. corn. ua](http://www.corn.ua).
2. Естрін С., Розевеар А. Структура корпоративної власності і корпоративне управління в Україні. // Проблеми та перспективи управління в економіці. — 2003. — №1. — С. 23-32.
3. Є. Григоренко Про проблеми корпоративного управління в Україні та їх вирішення / [www. corporation. kiev. ua](http://www.corporation.kiev.ua).
4. [www. ssmc. gov. ua](http://www.ssmc.gov.ua) — офіційний сайт Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку.
5. Розраховано на основі даних офіційного сайту [http://www. istock. com. ua](http://www.istock.com.ua).
6. [http://www. masters. donntu. edu. ua](http://www.masters.donntu.edu.ua). — Офіційний сайт магістратури Донецького національного технічного університету.
7. Архиреев С. И. Трансакционные отношения и типы рыночной трансформации // Коммунальное хозяйство городов. Науч. — техн. сб. Вып. 28. Серия: экон. науки. — К.: "Техника", 2001. — С. 169-173.
8. Семенова Т. В. Проблемы привлечения иностранных инвестиций в Украину: институциональный подход // Менеджер. — 2000. — №4. — С. 20-25.