Проблеми розвитку і вдосконалення фінансової системи

УДК. 336.763.3:334.722.8(477)

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯМ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА ЧЕРЕЗ РИНОК ОБЛІГАЦІЙ

Н.М. Давиденко,
кандидат економічних наук

Національний аграрний університет

У статті розглянуто етапи управління залученням окремих видів боргового фінансування та можливість залучення позикового капіталу через ринок облігацій; визначено його переваги. Досліджено зростання сектору облігацій підприємств за аналізований період (2002-2006 рр.) проте через відсутність усталених і ефективних методів управління фінансовим забезпеченням та механізмів його адаптації до зміни зовнішніх і внутрішніх умов ринок облігації перебуває лише на стадії становлення.

Ключові слова: *фінансові зобов'язання, фондовий ринок, емітент, позикові кошти, залучений капітал, облігації, корпоративні облігації.*

Постановка проблеми. Процеси трансформації організаційно-виробничих відносин, приватизація майна і землі спричинили появу нових форм господарювання, покликаних забезпечити ефективне використання виробничого потенціалу, вирішувати соціальні та економічні завдання з дотриманням принципів свободи діяльності. Переорієнтація державної фінансово-кредитної політики, скорочення рівня державної підтримки товаровиробників, зміни в системі матеріально-технічного та фінансового забезпечення виробництва поставили перед новоутвореними підприємствами завдання перебудови основ функціонування й управління складовими господарського механізму. За таких умов головним завданням корпоративного підприємства є організація ефективних систем управління основними напрямами своєї діяльності. Системи мають враховувати мінливість зовнішніх умов, мати високий рівень адаптованості, забезпечувати ефективне вирішення виробничо-фінансових завдань, поставлених керівництвом і власниками. Важливою умовою ефективності управління є використання науково обґрунтованих розробок та методик, його інноваційна спрямованість.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми організації ефективних систем управління фінансовим забезпеченням, розвитку його форм і методів постійно досліджували вітчизняні та зарубіжні науковці, зокрема: І.Бланк, Р.Брейлі, Ю.Воробйов, С.Майєрс, С.Лагутін, В.Мишкін, Дж.Фінерті, Ф.Фабоці та інші.

Основою фінансової діяльності підприємства є організація фінансового забезпечення. Фінансові ресурси, що використовують підприємства, можуть формуватись за рахунок власного і залученого, в тому числі позиченого капіталу. В умовах дефіциту фінансових ресурсів та відсутності усталених і ефективних механізмів його зменшення домінантою серед джерел фінансування стає залучений капітал.

Тому **метою статті** є дослідження та аналіз ринку облігацій як джерела фінансового забезпечення підприємств через залучений капітал.

Виклад основного матеріалу. У системі управління різними аспектами діяльності підприємства найбільш складною і важливою ланкою є управління фінансовою діяльністю, яке серед інших об'єктів вклю-

© Н.М. Давиденко, 2008

чає організацію залучення фінансових ресурсів, що є фінансовими зобов'язаннями.

Фінансові зобов'язання є формою вираження процесу фінансування в результаті якого відбувається використання для авансування діяльності власних ресурсів (амортизація, прибуток, резервний та інші фонди, створені за рахунок відрахувань з доходів), а також та залучених або позичених (кредити, позики, випуски боргових цінних паперів, орендування активів, отримання авансів, державне фінансування).

Порівняння цих двох видів капіталу демонструє їх різну природу. Перші є результатом господарювання – прийняття всієї сукупності зобов'язань на попередніх етапах, інші – результатом формування капіталу для отримання позитивних результатів господарювання; основною умовою при цьому є прийняття зобов'язань щодо надання певних прав на активи підприємства, повернення або надання іншої грошової компенсації, наприклад, у вигляді дивідендів. Фінансові зобов'язання пов'язані із залученням капіталу.

На думку І.Бланка, політика залучення позикових ресурсів являє собою складову загальної фінансової стратегії підприємства, що слід проводити за такими принципами:

- врахування цілей та особливостей організації діяльності підприємства і перспектив його розвитку;

- забезпечення відповідності між рівнем залучення фінансових ресурсів і рівнем формування активів;

- забезпечення оптимального співвідношення між різними джерелами формування капіталу з позиції його ефективного використання – розробка оптимальної структури капіталу;

- організації ефективного використання одержаних ресурсів – фінансування проектів, які забезпечують віддачу не нижчу, ніж витрати залучення [1].

Управління залученням окремих видів боргового фінансування має включати кілька етапів (табл.1).

Тобто, з метою удосконалення процесу управління залученням капіталу слід враховувати всі основні елементи системи управління процесом: аналіз, планування, прогнозування, практичну організацію реалізації прийнятих фінансових рішень, контроль за їх виконанням та координацію згідно зі змінами умов при спробі забезпечити найефективніше використання залучених коштів, фінансову платоспроможність.

.

Таблиця 1

Основні етапи управління окремими видами залученого капіталу

Зміст етапу	**Фінансовий лізинг**	**Товарний кредит**	**Внутрішня кредиторська заборгованість**
Визначення цілей залучення ресурсів	+	+	+
Оцінка власної кредитоспроможності	-	-	-
Аналіз внутрішньої кредиторської заборгованості в минулі періоди	-	-	+
Визначення середнього періоду використання товарного кредиту	-	+	-
Визначення об'єкта залучення та його складу (складу внутрішньої кредиторської заборгованості)	+	-	+
Вибір виду і принципів залучення	+	+	-
Аналіз умов залучення у розрізі видів	-	+	-
Оптимізація умов залучення, вирівнювання їх під час укладання кредитних, лізингових договорів	+	+	-
Встановлення періодичності виплат по окремих видах кредиторської заборгованості	-	-	+
Прогноз приросту внутрішньої кредиторської заборгованості в цілому по підприємству та по окремих її видах	-	-	+
Оцінка умов ефективності використання залучених ресурсів та його забезпечення	+	+	+
Організація контролю за ходом здійснення обслуговування прийнятих зобов'язань, забезпечення своєчасності розрахунків	+	+	+

Розвиток методів фінансового забезпечення діяльності вітчизняних підприємств супроводжується зростанням випусків корпоративних облігацій. Підвищення інтересу підприємств до облігацій пов'язане з зарубіжною практикою успішного використання даного фінансового інструменту для залучення капіталу та рядом переваг, пов'язаних з його застосуванням при вирішенні основних фінансових завдань. Серед даних переваг:

- можливості ефективного регулювання структури капіталу;
- необов'язковість застави чи іншого додаткового забезпечення;
- за умов стабільного фінансового стану та наявності перспективних проектів можливість отримати більш значні фінансові ресурси в порівнянні з іншими методами;
- збереження контролю над управлінням підприємством;
- середні та довгі строки користування коштами;
- можливість емітента управляти вартістю залученого капіталу, що дозволяє знижувати вартість фінансування в порівнянні з іншими методами.

Додатковими чинниками зростання є розвиток вітчизняного фондового ринку, зокрема, облігаційного сегменту, та підвищення потреби підприємств у фінансових ресурсах з необхідністю диверсифікації їх джерел.

Загальний розвиток сектору облігацій підприємств відзначається збільшенням кількості емітентів та інвесторів, зростанням числа і обсягів випусків, строків запозичень, підвищенням частки ринкових емісій, зростанням капіталізації, розширенням галузевої спеціалізації емітентів та інвесторів.

Обсяги зареєстрованих емісій облігацій наведено в таблиці 2, проте цих даних не завжди достатньо для аналізу ринку. Випускати облігації зовсім не означає, що вони будуть продані. Обсяги зареєстрованих випусків облігацій підприємств у 2002 р. становив 4,3 млрд.грн., за 2006 р. даний показник склав 2207 млрд.грн.

Таблиця 2

Обсяги зареєстрованих випусків облігацій підприємств

Показники	2002	2003	2004	2005	2006
Зареєстровано випусків на суму, млн.грн.	4274,62	4241,86	4106,59	12748,28	22000,07
Фінансові організації	112,53	336,16	329,93	2606,63	5079,00
Підприємства	4162,09	3905,71	3776,66	10141,65	16991,80
Сільське господарство	17,0	25,0	26,6	105,0	24,6
Частка випусків облігацій у випуску цінних паперів, %	25,01	17,95	11,8	20,57	26,25

Джерело: www.ssmc.gov.ua

На відміну від зарубіжного досвіду використання облігацій, вітчизняні емітенти не мають достатніх знань, потрібних для успішної організації і реалізації облігаційного проекту. Брак знань пов'язаний як з коротким терміном існування вітчизняного ринку корпоративних облігацій, відсутністю у підприємств досвіду емісійної діяльності, так і з недостатнім рівнем методологічного забезпечення управління випуском облігацій.

На сьогоднішній день андерайтери мають проблему розміщення цінних паперів своїх клієнтів.

З метою завищення ліквідності облігацій андерайтери під час випуску заявляють про готовність підтримувати двосторонні котировки на купівлю – продаж паперів. Практично на торги виставляється лише одна облігація, і її ціна зовсім не означає, що інші цінні папери будуть придбані за аналогічною ціною у випадку, якщо інвестору буде потрібний великий пакет. Тому різниця між доходністю при розміщенні облігацій і при укладенні договору на вторинному ринку є настільки великою, що неможливо говорити про ліквідність ринку.

Проте дані табл. 2 свідчать про зростання обсягів емісії облігацій, причини цього зростання – можливість оптимізації фінансових потоків та зниження оподаткування. Перша із них – бажання підприємств корпоративного типу перерозподілити між

окремими підприємствами грошові потоки. Найпростіший спосіб задовольнити фінансові потреби підприємства, що входить до складу корпорації, – видати кредит. Відповідно до законодавства кредитувати підприємства можуть лише банківські установи. Одночасно забороняється компанії надавати іншій кошти в борг, тоді як облігації може купити будь-яке підприємство. Відповідно, випуск облігацій – це можливість, не використовуючи банки, профінансувати через довгострокові зобов'язання свою дочірню компанію. Необхідності в подальшому погашати облігації в даному випадку уже немає. Дефолт ніяк не відобразиться ні на самому ринку, ні на іміджі підприємства, оскільки гроші все рівно залишаться в корпорації.

Цей висновок підтверджується великою кількістю зареєстрованих емісій корпоративних облігацій різних дочірніх компаній.

Іншим, не менш популярним заходом розміщення облігацій, є оптимізація оподаткування. Наприклад, до складу однієї групи входять два підприємства. Перше з них прибуткове, а друге – збиткове. Для того, щоб знизити розмір сплачуваних податків, перше підприємство випускає облігації, а друге їх придбаває. Як правило, доходність таких облігацій є вищою від ринкової. Розрахунок базується на тому, що, сплачуючи відсотки по цінних паперах, підприємство збільшує суму своїх валових витрат. Відповідно, знижується величина оподатковуваного прибутку [4].

Таким чином, випуск облігацій пов'язаний з додатковими перевагами застосування цього інструмента та рядом додаткових труднощів, які викликаються складністю оцінки доцільності й передумов випуску, необхідністю організації інформаційної підтримки, відкритості емітента і раціоналізації його господарсько-фінансових процесів. У зв'язку з цим базовим принципом розвитку управління випуском має стати принцип розмежування емісійних дій на заходи першої і другої пріоритетності. До складу першої групи, крім уже згаданих заходів, мають увійти фінансові дії та організаційні заходи щодо проектування параметрів випуску облігацій, аналізу ринку, вибору андерайтера та лідменеджера, підсумкового аналізу результатів проведення емісії. Надання цим заходам статусу основного пріоритету пов'язане з їх впливом на успішність запозичення коштів та їх вартість, формування кредитної репутації, а також з відволіканням фінансових ресурсів і витрат часу спеціалістів. До другої групи увійдуть заходи, які носять формалізований характер і витікають з нормативних умов реєстрації та скасування випуску, вони мають нескладний характер і не вимагають значних витрат часу та коштів.

Висновки. Особливості організації фінансової діяльності корпоративних підприємств дозволяють стверджувати про відсутність достатньо ефективних систем управління фінансовим забезпеченням та механізмів його адаптації до зміни зовнішніх і внутрішніх умов. Основним її недоліком є відсутність належного фінансового моніторингу, орієнтованого на пошук ефективних способів залучення ресурсів, управління їх вартістю.

Ефективність випуску облігацій залежить від збалансованості умов – термін, обсяг, ставка і її вид, забезпечення тощо. Дані умови по-різному впливають на результати розміщення облігацій, при цьому основним показником стає їхня вартість, що є похідною від умов випуску, насамперед доходності, номінальної ставки та фінансового стану емітента.

ВИКОРИСТАНА ЛІТЕРАТУРА

1. *Бланк І.А.* Управління капіталом. – К.: Ніко, 2002. – 348с.
2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансив: Пер с анг. – М.: Олимп – бизнес, 1997. – 1120 с.
3. Воробйов Ю.Н. Капітал підприємницьких структур в системі фінансового менеджменту. – Сімферополь: Таврія, 2000. – 324 с.
4. Фабоци Ф., Уилсон Р. Корпоративные облигации, структура и анализ: Пер с анг. – М.: Альбина – Бизнес Букс, 2005. – 445 с.
5. http://www.ssmc.gov.ua