

М. Думанський, Науково-дослідний фінансовий інститут при Міністерстві фінансів України

ВИКОРИСТАННЯ КОНЦЕПЦІЇ ЦІНИ КАПІТАЛУ У ВИЗНАЧЕННІ УМОВ ЕМІСІЇ БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ

Автор визначає основні проблемні моменти обігу боргових цінних паперів в Україні, проводить порівняльний аналіз задач первинного і вторинного ринків цінних паперів, визначає коло інтересів емітента та інвестора, проводить аналіз нормативної бази з питань державного регулювання ринку боргових цінних паперів, обґрунтовує застосування концепції ціни капіталу у визначенні умов емісії боргових зобов'язань, що дозволяє забезпечити певний рівень ліквідності боргових цінних паперів, знизити ризики непогашення емітентом своїх зобов'язань, покращити інвестиційну привабливість емітента.

Ключові слова: цінні папери, ринок цінних паперів, ціна капіталу, емісія боргових зобов'язань.

Розвиток економіки постійно вимагає мобілізації, розподілу, і перерозподілу фінансових ресурсів. Такий перерозподіл здійснюється на ринку фінансових ресурсів, який об'єднує три головні складові: кредитний ринок, валютний ринок та ринок цінних паперів. У свою чергу, ринок цінних паперів охоплює частину кредитного ринку (зокрема, ринок позикових боргових інструментів, або ринок боргових зобов'язань) і повністю ринок інструментів власності. Іншими словами, ринок цінних паперів інтегрує операції щодо випуску та обігу боргових інструментів, інструментів власності, а також інших похідних. Сам ринок цінних паперів прийнято розмежовувати на первинний і вторинний ринки.

Первинний ринок – це ринок перших і повторних емісій цінних паперів, на якому здійснюється їх початкове розміщення серед інвесторів. На цій стадії емітент передає іншим особам майнові права на свою власність або засвідчує право отримання процентів за борговими цінними паперами, одержуючи натомість грошові кошти у вигляді інвестицій. Згодом ці цінні папери переходять від одного власника до іншого – відбувається наступна їхня купівля-продаж. Іншими словами, цінні папери надходять в обіг, де під впливом кон'юнктури ринку встановлюється певна ліквідність цінних паперів – можливість реалізувати їх у найкоротший строк при незначних варіаціях курсів та невисоких витратах на реалізацію.

Отже, із найважливіших завдань первинного ринку для емітента є реалізація певної кількості цінних паперів з метою залучення інвестицій, а для інвестора – інвестування грошових коштів в цінні папери. На цьому етапі виникає певний конфлікт інтересів емітента та інвестора. Для емітента в першу чергу необхідно залучити якомога більше дешевих фінансових ресурсів шляхом випуску цінних паперів (боргових, пайових), а для інвестора важливо звести до мінімуму ризики інвестування та забезпечити відповідний рівень прибутковості. В ідеалі, при певних умовах збігу інтересів емітента та інвестора відбувається первинне розміщення цінних паперів, забезпечується обіг на вторинному ринку. Проте на

практиці (принаймі, на українському фондовому ринку) така ситуація відбувається не завжди, оскільки сам по собі цінний папір, незважаючи на свою назву “цінний папір”, не може забезпечити повної гарантії інвесторам щодо своєчасного погашення боргових зобов'язань та сплати відсотків за ними. Цінні папери засвідчують право володіння або відносини позики, визначають взаємовідносини між особою, яка їх випустила, та їх власником.

Тому для впорядкування взаємодії та захисту прав та інтересів учасників фондового ринку в країнах впроваджується державно-правове регулювання та інституційно-правове регулювання фондового ринку, за рахунок чого встановлюються певні правила, критерії і стандарти стосовно відносин за цінними паперами, а також відповідні обмеження щодо їх емісії. З метою забезпечення єдиної державної політики з питань обігу цінних паперів в Україні створений і функціонує спеціальний державний орган – Комісія з цінних паперів та фондового ринку (далі Комісія). Комісія, відповідно до Положення про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку, затвердженого Указом Президента України від 14 лютого 1997 року № 142/97, є державним органом, підпорядкованим Президенту України і підзвітним Верховній Раді України. Комісія відповідно до покладених на неї завдань виконує такі найбільш важливі функції:

- встановлює вимоги щодо випуску (емісії) цінних паперів та їх похідних, інформації про випуск та розміщення цінних паперів, а також встановлює порядок реєстрації випуску цінних паперів;
- встановлює вимоги і стандарти щодо обов'язкового розкриття інформації емітентами або особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, забезпечує створення інформаційної бази даних про ринок цінних паперів відповідно до чинного законодавства.

Для з'ясування певних обмежень щодо емісії боргових цінних паперів, встановлених державними органами проведемо аналіз норм чинного законодавства з цього питання (табл. 1, 2).

Таблиця 1

Обмеження щодо випуску боргових цінних паперів

Вид цінних паперів	Обмеження	Назва закону України
Облігації	1. Акціонерні товариства можуть випускати облігації на суму не більше 25 % від розміру статутного фонду і лише після повної оплати усіх випущених акцій. 2. Випуск облігацій підприємств для формування і поповнення статутного фонду емітентів, а також для покриття збитків, пов'язаних з їх господарською діяльністю, не допускається. 3. Підприємства придбають облігації усіх видів за рахунок коштів, що надходять у їх розпорядження після сплати податків та процентів за банківський кредит	“Про цінні папери та фондову біржу”
Ощадні сертифікати	Підприємства купують облігації усіх видів за рахунок коштів, що надходять у їх розпорядження після сплати податків та процентів за банківський кредит	“Про цінні папери та фондову біржу”
Векселі	1. Простий вексель містить такі реквізити: найменування “вексель”; просту і нічим не обумовлену обіцянку сплатити визначену суму; зазначення строку платежу; зазначення місця, в якому повинен здійснюватись платіж; найменування того, кому або за наказом кого платіж повинен бути здійснений; дату і місце складання векселя; підпис того, хто видає документ (векселедавця). 2. Органи виконавчої влади, органи місцевого самоврядування, а також установи та організації, які фінансуються за рахунок Державного бюджету, бюджету Автономної Республіки Крим чи місцевих бюджетів, зобов'язуються та набувають права за переказними і простими векселями лише у випадках і в порядку, визначених Кабінетом Міністрів України. 3. Видавати переказні і прості векселі можна лише для оформлення грошового боргу за фактично поставлені товари, виконані роботи, надані послуги. 4. На момент видачі переказного векселя особа, зазначена у векселі як трасат, або векселедавець простого векселя, повинна мати перед трасантом та/або особою, якій чи за наказом якої повинен бути здійснений платіж, зобов'язання, сума якого має бути не меншою, ніж сума платежу за векселем	“Про цінні папери та фондову біржу” “Про обіг векселів в Україні” “Про обіг векселів в Україні” “Про обіг векселів в Україні”

Таблиця 2

Вимоги щодо реєстрації випуску (емісії) боргових цінних паперів

Вид цінних паперів	Обмеження	Назва нормативного акта
Облігації	Емітент зобов'язаний подати органу, що реєструє випуск цінних паперів або інформацію про випуск цінних паперів, баланс та довідку про фінансовий стан, підтверджені аудитором (аудиторською фірмою)	Положення ДКЦПФР “Про порядок реєстрації випуску акцій відкритих акціонерних товариств і облігацій підприємств”
Ощадні сертифікати	Емітент зобов'язаний подати органу, що реєструє випуск цінних паперів або інформацію про випуск цінних паперів, баланс та довідку про фінансовий стан, підтверджені аудитором (аудиторською фірмою)	Положення ДКЦПФР “Про порядок реєстрації випуску акцій відкритих акціонерних товариств і облігацій підприємств”
Векселі	----	----

Отже, можна зробити висновок, що на сьогодні Комісія проводить реєстрацію випуску боргових цінних паперів, окрім векселів, лише за формальною ознакою – наявністю відомостей та анкет, зазначених в Положенні “Про порядок реєстрації випуску...”. Єдиними реальними економічними обмеженнями на сьогодні є обмеження, встановлені Законом України “Про цінні папери та фондову біржу” в частині випуску облігацій акціонерних товариств на суму не більше 25 % від розміру статутного фонду та обмеження щодо придбання облігацій (сертифікатів) за рахунок коштів, що надходять у їх розпорядження після сплати податків та процентів за банківський кредит. Графічно цю модель функціонування ринку боргових зобов'язань можна представити наступним чином (рис. 1):

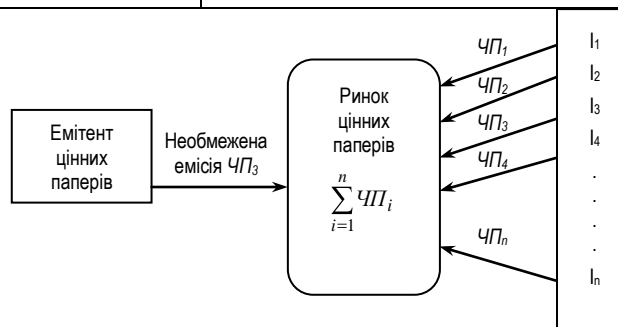


Рис. 1. Модель функціонування фондового ринку, яка обмежує інвесторів показником чистого прибутку (ЧП)

Така модель здатна випускати на ринок необмежену кількість боргових цінних паперів, незважаючи на фінансовий стан емітентів та їх здатність виконати зобов'язання. Таким чином, на

сьогодні інвестори (потенційні) залишаються незахищеними від фінансової неблагоннадійності емітента. Крім того, необмежена емісія цінних паперів призводить до падіння ліквідності такого цінного папера на вторинному ринку, про що свідчить безліч статистичних даних про стан українського організованого фондового ринку.

На нашу думку, умови емісії боргових цінних паперів повинні знаходитися в прямій залежності від фінансового стану емітента, його місця на ринку товарів і послуг, а також від ціни підприємства як суб'єкта на ринку капіталу. Пояснити це твердження можна наступним чином. Будь-яке підприємство потребує залучення ресурсів для фінансування своєї діяльності. Залучення цих ресурсів пов'язане для підприємства з відповідними витратами (дивіденди, проценти тощо). Загальна сума, яку підприємство повинно сплатити за використання відповідного обсягу ресурсів, виражене у відсотках до цього обсягу, називається ціною капіталу. Ціна капіталу кількісно виражається у сформованих на підприємстві відносних річних витратах по обслуговуванню своєї заборгованості перед власниками та інвесторами. В ідеалі передбачається, що поточні активи фінансуються за рахунок короткострокових, а довгострокові – за рахунок довгострокових джерел. Якщо підприємство бере

участь в інвестиційному проекті, доходність якого менша ніж ціна капіталу, ціна капіталу цього підприємства по закінченні проекту зменшиться. Концепція ціни капіталу застосовується не тільки для розрахунку відсотків, які потрібно сплатити власникам фінансових ресурсів, а також для визначення норми рентабельності інвестиційного капіталу, яка повинна забезпечити підприємству необхідну ринкову вартість.

Отже, при залученні будь-яких фінансових ресурсів шляхом випуску боргових цінних паперів відбуваються відповідні зміни структури зобов'язань, що в свою чергу призводить до зміни показника ціни капіталу (CC). Цей показник відображає сформований на підприємстві мінімум надходжень на вкладений у його діяльність капітал (його рентабельність) і розраховується за формулою середньої арифметичної, зваженої за таким алгоритмом:

$$CC = \sum_i K_i \cdot D_i, \quad (1)$$

де K_i – ціна i -го джерела засобів;

D_i – питома вага джерела засобів у загальній їхній сумі.

Ціна кожного із джерел засобів розраховується самостійно за формулами, зазначеними у табл. 3.

Таблиця 3

Назва джерела	Порядок розрахунку
Позики банків	$K_{bc} = p \cdot (1-H)$, де H – ставка податку на прибуток
Облігації власної емісії (боргові цінні папери)	$K_{ob} = (C_n \cdot p + (C_n - C_p) / k) / (C_n + C_p) / 2 \cdot (1 - H)$, де K_{ob} – ціна облігаційної позики як джерела засобів підприємства; p – ставка відсотка, часток одиниць (i); C_n – розмір позики (номінальна вартість); C_p – ціна реалізації позики; k – термін позики, років; H – ставка податку на прибуток, часток одиниць (i)
Дивіденди	$K_{na} = D / C_{na}$, де D – розмір фіксованого дивіденду, грошових одиниць; C_{na} – поточна (ринкова) ціна привілейованих акцій

Оскільки показник CC визначає норму рентабельності інвестиційного капіталу, то порівнявши цей показник із показником рентабельності сукупного капіталу, який розраховується як відношення чистого прибутку (НП) до середнього балансу-нетто (П) з урахуванням ціни нового джерела ($C_{кр}$), можна записати рівняння визначення рентабельності капіталу в залежності від $C_{кр}$ (додаткова емісія боргових цінних паперів).

$$НП / П = \sum K_i \cdot D_i + C_{кр}. \quad (2)$$

Це рівняння, з урахуванням структури джерел засобів (див. табл. 3), можна переписати в наступному вигляді:

$$\frac{НП}{П} = \frac{P_{жк} \cdot K_{жк}}{П} + \frac{P_{зд} \cdot K_{зд}}{П} + \frac{P_{oa} \cdot K_{oa}}{П} + \frac{P_{na} \cdot K_{na}}{П} + \frac{P_{ок} \cdot K_{ок}}{П} + \frac{P_{нп} \cdot K_{нп}}{П} + \frac{P_{кр} \cdot r_{кр}}{П} \quad (3)$$

де $P_{жк}$ – облікова ціна позикового короткострокового капіталу;

$P_{зд}$ – облікова ціна позикового довгострокового капіталу;

P_{oa} – облікова ціна звичайних акцій;

P_{na} – облікова ціна привілейованих акцій;

$P_{ок}$ – облікова ціна додаткового капіталу;

$P_{нп}$ – облікова ціна нерозподіленого прибутку;

$P_{кр}$ – облікова ціна нового кредиту (боргових зобов'язань);

$r_{кр}$ – граничне значення кредитної ставки за новими кредитами або боргових цінних паперів, що випускаються.

Після проведення відповідних перетворень рівняння 3 одержимо формулу визначення граничної кредитної ставки ($r_{кр}$) в залежності від суми нової емісії для відповідного емітента:

$$r_{кр} = (НП - \sum_i P_i \cdot D_i) / П_{кр} \quad (4)$$

Отримана залежність дозволяє встановити максимально припустимий рівень ставки залучення нових ресурсів при проведенні емісії боргових цінних паперів для визначеного обсягу.

Приклад: Підприємство потребує додаткового фінансування на суму 1000 тис. грн., має розмір чистого прибутку 1800 тис. грн. і наступну структуру джерел засобів (табл. 4).

Таблиця 4

Джерела засобів	Облікова ціна, тис. грн.	%	Ст. 2' ст. 3/100, тис. грн.
Позикові:			
- короткострокові	2548	35,0	891,8
- довгострокові	315	35,0	110,3
Звичайні акції	216	5,8	12,5
Привілейовані акції	24	15	3,6
Додатковий капітал	10237	5,8	593,7
Нерозподілений прибуток	2265	5,8	131,4
Сума:	15605		1743

$$r_{кр} = (1800 - 1743) / 1000 \cdot 100 = 5,7\%$$

Тобто для підприємства з існуючою структурою джерел і рівнем рентабельності, процентна ставка для нового запозичення (кредити, емісія боргових цінних паперів тощо) на суму 1 млн. грн. не повинна перевищувати 5,7%, в протилежному випадку виникає ризик несвочасного (або не в повному обсязі) виконання зобов'язань.

Використання зазначеного принципу емісії боргових цінних паперів дозволяє встановити іншу модель функціонування ринку боргових зобов'язань (рис. 2).

паперів від рівня чистого прибутку емітента є стимулюючим чинником у підвищенні його прибуткової діяльності. Емітент із кращими фінансовими показниками господарської діяльності за всіх інших рівних умов здатний запропонувати на ринку ресурсів більш вигідні умови (більший рівень процентної ставки) за новими запозиченнями, і тому матиме більші гарантії залучення потрібної йому суми інвестицій.

Більшість проблем ринку цінних паперів потребують втручання держави, зокрема має бути вирішене питання обігу незабезпечених боргових зобов'язань, питання прозорості ціноутворення на цьому ринку, запровадження нових принципів державного регулювання та контролю за випуском і обігом цінних паперів на території України, сприяння адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів. З цього приводу слід зазначити, що більшість країн з ринковою економікою мають збалансований ринок цінних паперів: кожен цінний папір котирується в одному місці і ціна на нього є єдиною по всій території, як і курс національної грошової одиниці. Для України на сьогодні це ще навіть не мета, а лише орієнтир.

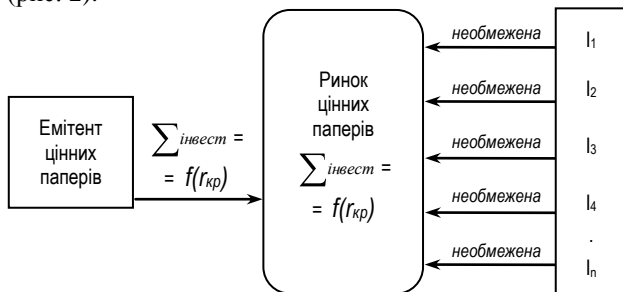


Рис. 2. Модель функціонування фондового ринку, яка обмежує можливість емітентів випускати цінні папери

Впровадження такої моделі ринку боргових зобов'язань, на мою думку, призведе до зменшення обсягів незабезпечених боргових зобов'язань, забезпечення відповідного рівня ліквідності цінних паперів в обігу, їх інвестиційної привабливості, оскільки:

- обмежуються обсяги емісії цінних паперів залежно від фінансового стану емітента;
- встановлюються реальні відсотки за борговими цінними паперами (менші ніж значення $r_{кр}$), і, як наслідок, зберігається власний капітал емітента;
- створюється конкурентне середовище серед інвесторів за рахунок обмеження кількості цінних паперів в обігу.

Крім того, встановлена законом залежність процентної ставки і розміру емісії боргових цінних

Список літератури

1. Положення ДКЦПФР “Про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх випуск” від 12 лютого 1998 року, № 36.
2. Указ Президента України “Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку” від 14 лютого 1997 року, № 142/97.
3. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30 жовтня 1996 року, № 448/96-ВР
4. Закон України “Про господарські товариства” від 19 вересня 1991 року, № 1576-ХІІ.
5. Ковалев В.В. Финансовый анализ. – 2-е изд, перераб. и доп. – М.: Финанси и статистика, 1998. – 518 с.

Summary

In this article the author defines the basic problem moments of a turnover of debt securities in Ukraine, carries out the comparative analysis of problems of primary and secondary securities markets, defines a circle of interests of the issuer and the investor, carries out the analysis of normative base on questions of state regulation of the debt securities market, proves application of the concept of the price of the capital in definition of conditions of issue of promissory notes that allows to provide the certain level of liquidity of debt securities, to lower risks not repayments of the obligations by the issuer, to improve investment appeal of the issuer.

Думанський, М. А. Використання концепції ціни капіталу у визначенні умов емісії боргових зобов'язань [Текст] / М. А. Думанський // Вісник Української академії банківської справи. - 2003. - №2.- С. 31–35.