

ОЦІНКА НЕОБХІДНОСТІ ВИКОРИСТАННЯ ГАРАНТІЇ АНДЕРАЙТЕРА СТОСОВНО РОЗМІЩЕННЯ ВИПУСКУ ОБЛІГАЦІЙ У ПОВНОМУ ОБСЯЗІ

АЗАРЕНКОВА Г. М.

доктор економічних наук

ІВАНОВА М. В.

Харків

За для фінансування інвестиційних проектів підприємства вимушені вилучати власні фінансові ресурси із процесу забезпечення поточної діяльності, що доволі часто ускладнює виробничі процеси. Останнє змушує їх звертатись до тих чи інших зовнішніх джерел фінансування.

Протягом останніх років (окрім кризових 2009 – 2010 років) спостерігалось зростання обсягів емісій облігацій за для фінансування інвестиційних проектів підприємств (рис. 1), оскільки у випадку випуску облігацій:

1. Рівень відсоткових ставок є нижчим за відсоткові ставки за позиками фінансово-кредитних установ;
2. Відсоткова ставка за є стабільною (окрім випадків встановлення плаваючого проценту);
3. Не змінюється склад учасників підприємства, а отже відсутня загроза втручання нових учасників в управлінні підприємством;
4. Сплачені проценти за облігаціями включаються в валові витрати підприємства, залучені кошти не підлягають оподаткуванню;
5. Випуск облігацій не потребує обов'язкового оформлення застави.

До здійснення облігаційного випуску як правило прибігають наступні підприємства [3 – 5]:

1. Підприємства із великими масштабами діяльності, що спричинене необхідністю реалізувати великі інвестиційні проекти.

2. Підприємства, що постійно використовують облігації як інструмент залучення фінансових ресурсів.

3. Підприємства, які працюють на динамічно зростаючих ринках, що обумовлює не тільки поточну, але й майбутню потребу в облігаційних позичках для фінансування проектів подальшого розвитку;

4. Підприємства, що використовують міжнародні ринки капіталів для залучення фінансових ресурсів.

Такий склад учасників пояснюється високим рівнем накладних витрат, які супроводжують випуск облігацій, серед яких можна виділити як фіксовані так і змінні, але найвищу питому вагу витрат, що супроводжують випуск облігацій складає сплата послуг андерайтера.

Вартість послуг андерайтерів коливається залежно від того, чи надає останній гарантію розміщення облігацій. Вартість послуг із первинного розміщення облігацій наведено в табл. 1 [7 – 12].

Гарантія розміщення облігацій полягає в тому, що андерайтер, у випадку нерозміщення суми випуску в повному обсязі, здійснює викуп нерозміщеної суми облігацій за власні кошти. Вартість послуг андерайтерів також залежить від його репутації на фондовому ринку, ресурсної бази, зв'язків тощо.

Таблиця 1

Вартість послуг із андерайтингу на ринку корпоративних облігацій

Найменування підприємства	Послуги андерайтингу без гарантії розміщення	Послуги андерайтингу із гарантією розміщення
ТОВ «ТАСК-Брокер»	0, 1% від обсягу емісії (не менше 30 – 60 тис. грн залежно від виду облігацій, що розміщуються)	від 0, 5 – 1% від обсягу емісії
АТ «Укресімбанк»	1% від номінальної вартості цінних паперів	н/д
АТ «Банк Богуслав»	за домовленістю, але не менше 1000, 00 грн	н/д
АТ «Банк Глобус»	за домовленістю, але не менше 5000, 00 грн	н/д
АТ «Сбербанк Росії»	у межах від 0, 5% до 1, 5% від суми фактично розміщених облігацій	н/д
ТОВ «БМ Банк»	1. до 10 000 000 грн – 1, 0% від номіналу розміщених цінних паперів 2. 10 000 000 – 25 000 000 грн – 0, 8% від номіналу розміщених цінних паперів 3. 25 000 000 – 50 000 000 грн – 0, 7% від номіналу розміщених цінних паперів 4. більше 50 000 000 грн – 0, 5% від номіналу розміщених цінних паперів	н/д
АБ «Укргазбанк»	0, 01% — 10% від номінальної вартості розміщених облігацій або від суми, на яку розміщено облігації без гарантії розміщення, в т. ч. у комплексі з послугами: фінансового консультанта, та/ або з організації реєстрації випуску корпоративних облігацій та проспекту емісії корпоративних облігацій, та/ або платіжного агента за корпоративними облігаціями, та/ або з підтримки ліквідності облігацій (послуги маркет-мейкера)	0, 01 — 10% від номінальної вартості розміщених облігацій або від суми, на яку розміщено облігації + 0, 01 — 10% від номінальної вартості облігацій, щодо яких надано гарантію розміщення
АБ «Укрсоцбанк»	1% від обсягу емісії	н/д
ПАТ «Банк Столиця»	2% від сумарної поточної ринкової вартості облігацій	н/д
ПАТ «БАНК ФОРУМ»	Не менше 0, 7% від номінальної вартості розміщених облігацій (без ПДВ)	н/д

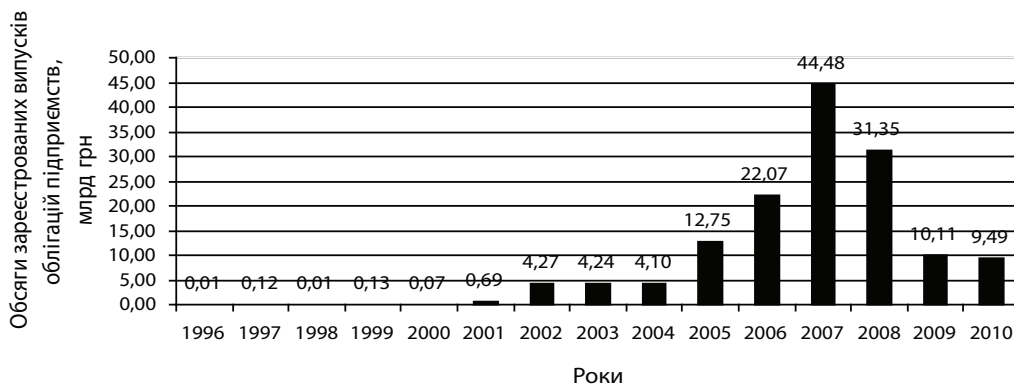


Рис. 1. Обсяги емісії облігацій підприємств у 1996 – 2010 рр. [14]

Як бачимо, не всі з перелічених вітчизняних андеррайтерів надають послуги із гарантійного розміщення, оскільки останнє супроводжується із ризиками для таких компаній, а вартість послуг іноді сягає 10% від суми випуску. Так, в США створюються навіть відповідні синдикати – об'єднання андеррайтерів, які здійснюють викуп облігацій у випадку неможливості виконання умов гарантії одним із членів групи, при цьому гарантування розміщення випуску є також достатньо високо затратним, особливо у випадку незначних сум випуску облігацій [14].

Таблиця 2

Вартість комісійних винагород андеррайтерів в США залежно від обсягів емісій

Розмір емісії, млн дол.	Винагорода за гарантування	Інші витрати	Усього витрат
До 1,0	10	4	14
1,0 – 1,9	8	3	11
2,0 – 4,9	4	2,2	6,2
5,0 – 9,9	2,4	0,8	3,2
10,0 – 19,9	1,2	0,7	1,9
20,0 – 49,9	1	0,4	1,4
50,0 і більше	0,9	0,2	1,1

У випадку використання послуг андеррайтера в частині гарантії розміщення всієї суми випуску вартість таких фінансових ресурсів може перевищити вартість банківських позичок, що вплине на вибір джерела фінансування на користь останніх.

Використовуючи гарантію розміщення всієї суми випуску, емітент перш за все страхує ризик нерозміщення емісії облігацій в повному обсязі; отже важливим моментом є саме визначення ступеня такого ризику та, відповідно до нього, прийняття рішення стосовно необхідності використання таких послуг андеррайтера.

На рівень ризику нерозміщення обсягу емісії облігацій впливають наступні фактори [3]:

- 1) інвестиційна привабливість облігацій;
- 2) наявність на ринку платоспроможного попиту і взагалі кон'юнктура ринку.

За для комплексного аналізу інвестиційної привабливості облігацій пропонуємо розрахунок інтегральної її оцінки на основі методик, що використовують вітчизняні фінансово-кредитні установи на сучасному етапі [14]:

1. Належність емітента до інвестиційно-привабливої галузі. Інвестиційну привабливість галузі, до якої належить емітент, пропонуємо оцінити за до-

помогою коефіцієнта від 0 до 1, як частки виданих кредитів підприємствам вказаної галузі серед загального обсягу всіх наданих позичок суб'єктам господарювання протягом останніх кількох років інтегрально з аналогічним коефіцієнтом частки отриманого прибутку галуззю серед загальної його суми. Перший коефіцієнт характеризує зацікавленість інвесторів до певної галузі економіки, а другий рівень її платоспроможності.

2. Інтегральна оцінка фінансового стану, що характеризує інвестиційну привабливість підприємства на основі методу рейтингових оцінок [5].

Рейтингова оцінка інвестиційної привабливості підприємства розраховується наступним чином [Литвин Б. М., Стельмах М. В. Фінансовий аналіз: Навч. посіб. – К.: «Хай_Тек Прес», 2008. – 336 с., с. 296]:

– вихідні дані представляються у вигляді матриці (a_{ij}) , де по горизонталі записані номери показників $(i = 1, 2, 3, \dots, n)$, а по вертикалі — номери підприємств $(j = 1, 2, 3, \dots, m)$.

– для кожного підприємства визначається значення його рейтингової оцінки за формулою:

$$R = \sqrt{a_{1j}^2 + a_{2j}^2 + \dots + a_{nj}^2}$$

– підприємства упорядковуються (ранжуються) в порядку зростання отриманих значень рейтингової оцінки. Найвищий рейтинг має підприємство з максимальним значенням R . Для використання даного алгоритму на практиці не передбачено обмежень щодо кількості порівнювальних показників та підприємств.

На нашу думку використання такого методу оцінки, як рейтингування є більш простішим і враховує всі можливі порівнювані оцінки, що можуть змінюватись залежно від потреб ринку.

В розрахунок рейтингової оцінки також можуть додаватись вагові коефіцієнти у випадку необхідності зважування показника.

3. Інтегральний показник ефективності проекту, який включає: коефіцієнт прогнозованої рентабельності проекту, співвідношення отриманого доходу до обсягу випущених облігацій.

4. Конкурентоспроможність відсоткової ставки за випуском, що планується, серед процентних ставок облігацій інших підприємств, що знаходяться в обігу.

Оцінка платоспроможного попиту кон'юнктури ринку здійснюється як за допомогою експертних оцінок відомих інформаційних агентств, так і за власни-

ми підрахунками менеджерів підприємств. Останнє, на нашу думку, необхідно здійснювати за допомогою оцінки співвідношення обсягу розміщених облігацій інших підприємств до заявленої суми їх випуску згідно звітів підприємств про результати розміщення облігацій та співвідношення виконаних договорів із купівлі та продажу облігацій торговцями цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку.

Шляхом множення розглянутих коефіцієнтів отримуємо інтегральний показник інвестиційної привабливості облігацій кожного підприємства. Результати отриманих даних можна звести до табл., чим вище його значення, тим нижчим є ризик нерозміщення випуску облігацій в повному обсязі.

Висновки та перспективи подальших досліджень. За допомогою аналізу рівня накладних витрат емітентів облігацій, а саме найвагомішої їх статті – комісійної винагороди андерайтера за надання послуги із гарантії розміщення всієї суми випуску, авторами запропонована оцінка необхідності використання такої послуги на основі методик, що використовують найвідоміші фінансово-кредитні установи в прийнятті рішення стосовно інвестування власних коштів в облігації підприємств. Перспективами подальших досліджень є використання критерію ризику Байеса при визначенні оптимального рішення стосовно використання послуг андерайтера в частині гарантійного розміщення облігацій. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. **Батяева Т. А.** Рынок ценных бумаг: Учебное пособие / Т. А. Батяева, И. И. Столяров. – М.: Инфра-М, 2006. – 304 с.
2. **Литвин Б. М.** Фінансовий аналіз: Навч. посіб. / Б. М. Литвин, М. В. Стельмах. – К.: «Хай_Тек Прес», 2008. – 336 с.
3. **Лютий І. О.** Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: Монографія / [Лютий І. О., Гриценко Т. В., Любка О. В., Мошенський С. З., Білик О. П., Рак Р. В., Буй Т. Г., Нічосова Т. В., Прімерова О. К.]. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.
4. **Мороз А. М.** Банківські операції: Підручник. / А. М. Мороз, М. І. Савлук, М. Ф. Пуховкіна. – 2-ге вид., випр. і доп. – К.: КНЕУ, 2002. – 430 с.
5. **Миркин Я. М.** Ценные бумаги и фондовый рынок / Я. М. Миркин. – М.: Перспектива, 1995. – 329 с.
6. **Пилипенко О. І.** Аналіз інвестиційної привабливості підприємства: огляд методик. Міжнародний збірник наукових праць / О. І. Пилипенко. – Випуск 1 (13). – С. 324 – 330, С. 325 – 326.
7. Вартість послуг андерайтерів в Україні [Електронний ресурс]: за даними АТ «ТАСК-Брокер». – Режим доступу: <http://task.com.ua/?id=115&language=ua/>.
8. Вартість послуг андерайтерів в Україні [Електронний ресурс]: за даними АТ «Укресімбанк». – Режим доступу: <http://www.eximb.com/ukr/corporate/securities/bondes/>.
9. Вартість послуг андерайтерів в Україні [Електронний ресурс]: за даними АТ «Банк Богуслав». – Режим доступу: <http://www.bankboguslav.com.ua/tariffs/funds.pdf>.
10. Вартість послуг андерайтерів в Україні [Електронний ресурс]: за даними АТ «Банк Глобус». – Режим доступу: <http://www.globusbank.com.ua/content/view/63/66/lang,ru/>.
11. Вартість послуг андерайтерів в Україні [Електронний ресурс]: за даними АТ «БМБ Банк». – Режим доступу: http://www.bmbank.com.ua/ru/to_corporate_clients/tariffs/paper/.
12. Вартість послуг андерайтерів в Україні [Електронний ресурс]: за даними АТ «Сбербанк Росії». – Режим доступу: <http://www.sbrf.com.ua/tariffs.html>; http://www.unicredit.com.ua/cb_issuer/.
13. Вознаграждение инвестиционных банков, принятое в США [Електронний ресурс]: за даними ЗАО «РЦБ». – Режим доступу: <http://www.old.rcb.ru/Archive/articles.asp?id=1864>.
14. Звіти ДКЦПФР за 2004 – 2010 роки Річний звіт 2009 [Електронний ресурс]: за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/activities/annual>.
15. Методика оцінки облігацій підприємств [Електронний ресурс]: за даними АТ «Приватбанк». – Режим доступу: http://privatbank.ua/html/4_6_3_3_2_1u.html.