

УДК 336.761

Буй Т. Г.

КОНФЛІКТИ ЕКОНОМІЧНИХ ІНТЕРЕСІВ У ПРОЦЕСІ ВИПУСКУ ТА ОБІГУ КОРПОРАТИВНИХ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Статтю присвячено розгляду схеми конфліктів економічних інтересів між основними учасниками процесу фінансування корпорацій за допомогою випуску боргових цінних паперів, їхніх економічних передумов та наслідків, а також шляхи вирішення конфліктів інтересів за умов ринкової економіки.

Постановка проблеми в загальному вигляді

У процесі фінансування корпорацій шляхом випуску корпоративних боргових цінних паперів відбувається економічна взаємодія чотирьох ос-

новних учасників, інтереси яких мають характер взаємного доповнення або протистояння: емітент, андеррайтер, інвестор та держава як регулюючий суб'єкт. Від результату цієї взаємодії значною мірою залежить обсяг залучених фінансових

ресурсів, ефективність їх використання та загальний стан фінансового ринку країни.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Ринок корпоративних облігацій та боргове фінансування розвитку корпорацій нині є тематикою, що активно досліджується широким колом вітчизняних та зарубіжних науковців і спеціалістів, таких як О. Шевченко, С. Мошенський, О. Охріменко, О. Мозговий, С. Кирилов, В. Шафран, Ф. Фабоззі, Р. Брейлі та інші. Велику кількість останніх досліджень присвячено структурним особливостям ринку корпоративних боргових цінних паперів та його динаміці протягом останніх років, проблемам законодавчого та економічного характеру, що перешкоджають ефективному процесу боргового фінансування корпорацій, а також питанням організації вторинного ринку боргових цінних паперів. Деякою мірою сучасна наукова література також описує зв'язки між суб'єктами економічних відносин з приводу випуску корпоративних боргових цінних паперів, проте не згадує про існування конфліктів економічних інтересів.

Наукова новизна статті полягає у розкритті сутності й економічних передумов існування конфліктів інтересів між суб'єктами, що беруть участь у процесі боргового фінансування корпорацій.

Виклад основного матеріалу

Характер економічної взаємодії емітентів, андеррайтерів (комерційних банків), інвесторів та держави як учасників процесу випуску та обігу корпоративних боргових цінних паперів визначається їхніми цілями, завданнями та інтєресами.

Емітентом корпоративних боргових цінних паперів є корпорація, мета якої - залучити кошти для поповнення оборотного капіталу (короткострокові цінні папери) або фінансування довгострокового інвестиційного проекту, наприклад програми модернізації підприємства (довгострокові цінні папери). Інтерес емітента полягає у залученні якнайбільшої суми на якомога більший строк під найменший відсоток.

Андеррайтер - фінансова установа, що забезпечує розміщення боргових цінних паперів емітента. Як правило функції андеррайтера виконує менеджер випуску - банк або інвестиційна компанія, що водночас виступає фінансовим та юридичним консультантом, організатором випуску, платіжним агентом.

Відповідальність андеррайтера полягає в продажі цінних паперів інвесторам. Андеррайтинг

може передбачати гарантоване повне розміщення, гарантоване часткове розміщення або розміщення «на кращих умовах». Інтерес андеррайтера при розміщенні цінних паперів полягає в отриманні комісійних платежів, сума яких у разі гарантованого розміщення позики буде більшою (1-5 % від обсягу гарантованого розміщення), або певного відсотка від вартості облігацій (наприклад, емітент продає облігації андеррайтеру з прибутковістю 15 % за ринкової прибутковості 12 %).

Інвестор - юридична або фізична особа, яка купує боргові цінні папери з метою диверсифікації інвестиційного портфеля та отримання фіксованого прибутку. Корпоративні боргові цінні папери - привабливий об'єкт інвестування перш за все для інституційних інвесторів, які акумулюють грошові кошти на довгостроковій основі. Основний обсяг інвестицій у корпоративні боргові цінні папери в Україні здійснюється банківськими структурами, на які припадає близько 90 % ринку. Решту забезпечують організації колективного інвестування та незалежні інвестори. Для активних гравців фондового ринку та інвестиційних компаній корпоративні боргові цінні папери малоцікаві через низьку ліквідність вторинного ринку [2].

Досвід розвинутих країн світу показує, що саме домогосподарства є головними постачальниками фінансових ресурсів на ринок корпоративних боргових цінних паперів, а система пенсійних фондів та інститутів спільного інвестування - основний механізм залучення цих коштів (рис. 1).

Після придбання цінних паперів на первинному ринку інвестори мають можливість їх перепродажу до настання терміну погашення. Таким чином виникає вторинний ринок, на якому з'являються нові учасники - маркет-мейкери, які виставляють двосторонні котирування на купівлю-продаж цінних паперів і здійснюють операції за ними, стежачи за збереженням певного спреду (різниці між цінами попиту і пропозиції) за котируванням. Функції маркет-мейкерів, як правило, виконують банки, що обслуговують емітента, або андеррайтери випуску.

Держава відіграє особливу роль у відносинах з приводу випуску та обігу боргових цінних паперів корпораціями, регулюючи їх за допомогою таких інструментів, як прийняття законодавчих та інших нормативних актів, ліцензування й контроль за діяльністю учасників фондового ринку, випуск державних боргових цінних паперів тощо. Інтереси держави можуть як збігатися, так і протистояти інтересам корпорацій

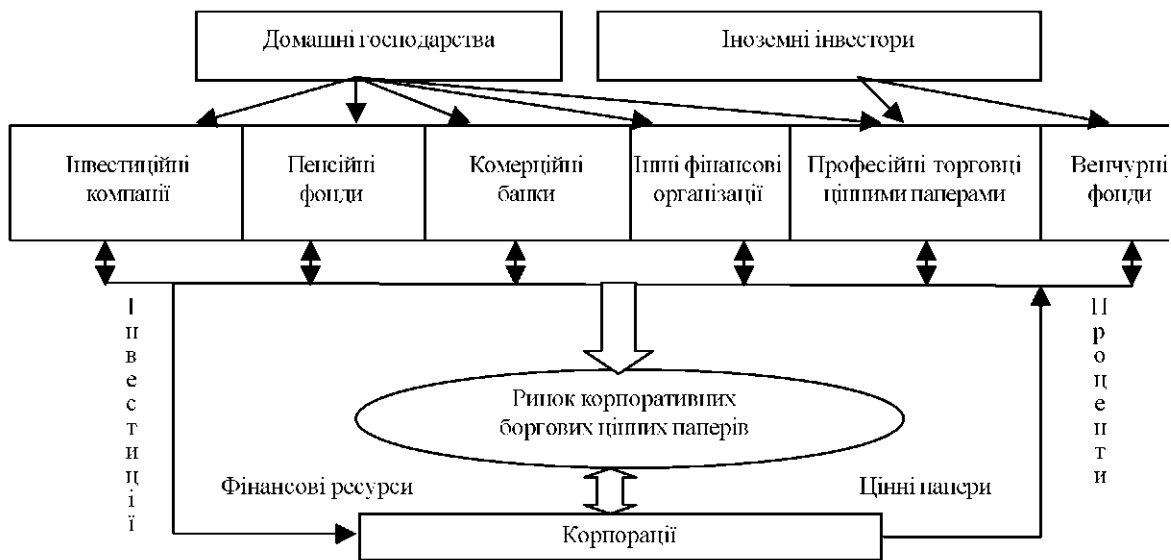


Рис. 1. Механізм перерозподілу коштів через корпоративні боргові цінні папери [1]

з приводу випуску боргових цінних паперів, оскільки цей інститут представляє інтереси суспільства, а не окремих фізичних або юридичних осіб.

Необхідність державного регулювання ринку боргових цінних паперів обумовлюється тим, що на ринку корпоративних боргових цінних паперів реалізуються загальнонаціональні інтереси держави: підтримання процесу розширеного відтворення суспільного виробництва, зміцнення економічного суверенітету держави та піднесення її міжнародного авторитету, забезпечення збалансованої інвестиційної політики, встановлення соціальної стабільності в суспільстві, формування ефективної структури власності та методів управління в галузях, що мають загальнодержавне значення, зважаючи на інтереси суспільства. З метою забезпечення стабільності та правового впорядкування ринку, регламентації взаємовідносин між усіма його учасниками держава запроваджує відповідну систему регулювання.

Усі перелічені суб'єкти відносин з приводу випуску та обігу корпоративних боргових цінних паперів - корпорації, комерційні банки, інвестори та держава - у своїх діях керуються інтересами, що можуть бути однонаправленими або різнонаправленими. Через різні інтереси, коли цілі учасників відносин суперечать одна одній, виникають конфлікти інтересів (рис. 2).

I. Перша група конфліктів інтересів виникає у відносинах між емітентом та інвестором: емітент бажає залучити якомога більше коштів на довгостроковій основі під малий відсоток, а інвестор, ризикуючи власними коштами, навпаки, бажає отримати якомога більший прибуток за невеликий відрізок часу. За умов ринкової еко-

номіки цей конфлікт оперативно вирішується за допомогою механізму попиту і пропозиції - кошти будуть залучені саме на такий строк і за такий відсоток, який буде однаково ефективний для емітента та інвестора, за інших умов транзакція не відбудеться.

Ризики інвестора частково покриваються такими діями з боку емітента, як випуск конвертованих облігацій або облігацій з правом дострокового викупу, а також постійною можливістю перепродажу облігацій на вторинному ринку. Ринковий механізм при цьому передбачає регулювання цін боргових цінних паперів. Ціна боргового цінного паперу з фіксованою дохідністю рухається у напрямку, протилежному ринковій відсотковій ставці. Якщо ставка відсотка на фінансовому ринку зростає, ціна боргового інструменту за інших рівних умов знижується, збільшуючи таким чином поточну дохідність (відношення річних виплат за цінним папером та його ціни) і прирівнюючи до нових боргових цінних паперів, випущених на ринку, і навпаки. Таким чином, ціна боргового цінного паперу може бути вищою або нижчою за початкові інвестиції у цей цінний папір, якщо він продається до настання терміну погашення.

З боку емітента в цьому конфлікті існує ризик неефективного балансу між платністю залученої облігаційної позики та дохідністю інвестицій, здійснених за допомогою цієї позики. Менеджери корпорації, використовуючи сучасні методи оцінки інвестицій, мають досить чітко розрахувати прибутковість проектів, під які здійснюється випуск боргових цінних паперів, щоб вона не виявилася меншою від відсоткової ставки за борговими цінними паперами.

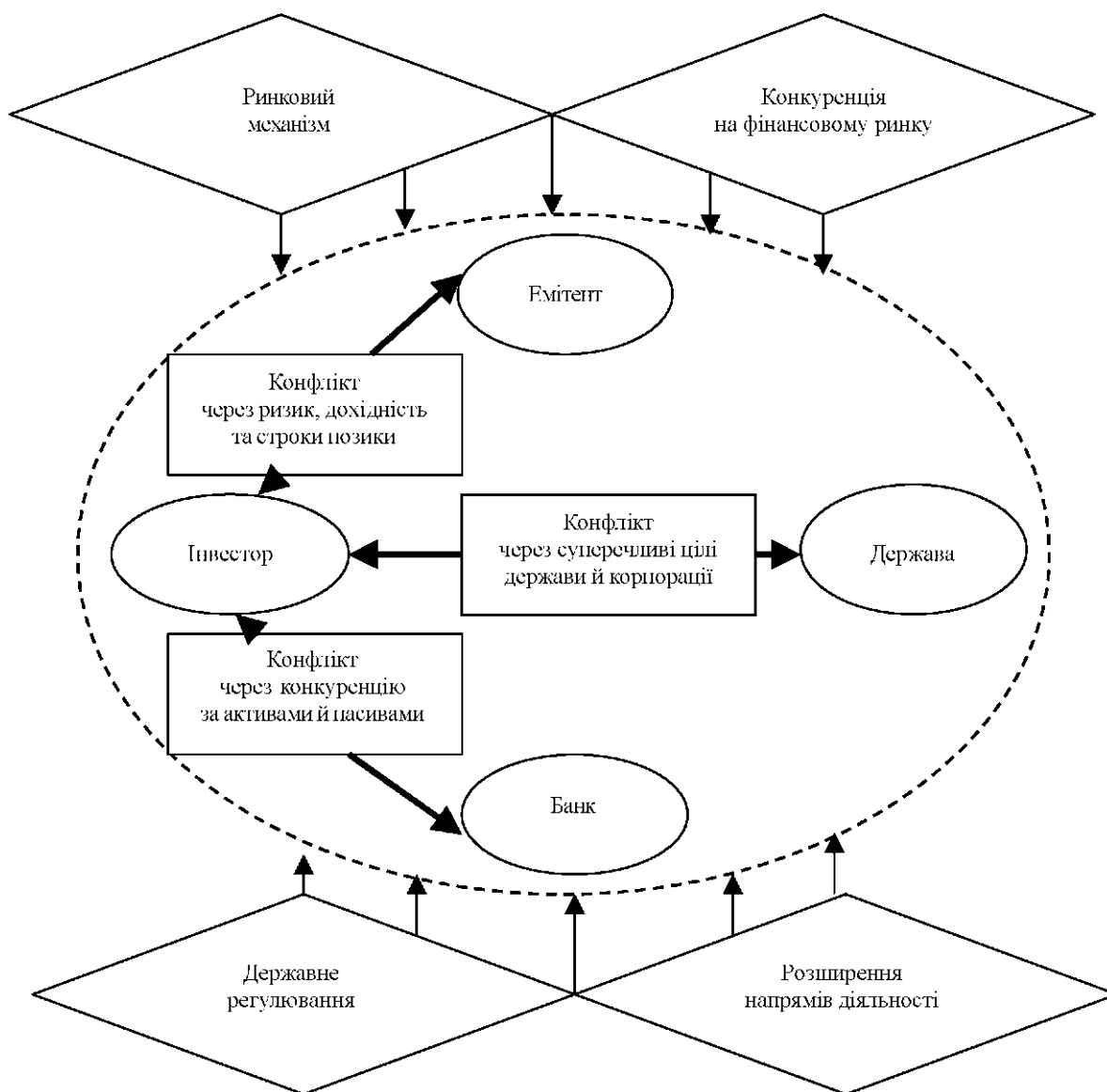


Рис. 2. Конфлікти інтересів у відносинах через випуск та обіг корпоративних боргових цінних паперів

Отже, конфлікт інтересів емітента й інвестора вирішується за допомогою ринкових механізмів: нижня межа відсоткової ставки за борговими цінними паперами визначається розміром ризику, якого зазнає інвестор при вкладенні коштів у певний інструмент, а верхня межа еквівалентна обсягу прибутку, отриманому емітентом від інвестування залучених коштів.

II. Друга група конфліктів інтересів полягає у суперечності інтересів комерційних банків та корпорацій нефінансового сектору через випуск боргових цінних паперів. Комерційні банки зацікавлені у наданні підприємствам кредитів за ринковою відсотковою ставкою, але з точки зору менеджменту корпорацій у більшості випадків вигідніше випустити боргові цінні папери через причини, розглянуті у попередніх пунктах. На

перший погляд, за умови випуску корпораціями власних боргових цінних паперів банк зазнає альтернативних витрат як за активами (втрачаючи потенційних позичальників), так і за пасивами (оскільки кошти, вкладені інвесторами в придбання цінних паперів, - потенційні ресурси банківських депозитів). Отже, ринок корпоративних боргових цінних паперів виступає конкурентом банківського сектору щодо забезпечення підприємств запозиченими коштами та залучення тимчасово вільних грошей як депозитів.

Проте цей конфлікт також має шляхи вирішення: по-перше, на ринку боргових цінних паперів у банків з'являються нові напрями посередницької діяльності; по-друге, банки самі є активними емітентами боргових цінних паперів; по-третє, в умовах стабільного розвитку сучасної банків-

ської системи України саме комерційні банки найактивніші інвестори в корпоративні боргові цінні папери.

За даними Асоціації українських банків та інших організацій професійних учасників, національному ринку капіталів не вистачає довгострокових ресурсів, що спричинює суперечності між короткостроковими можливостями банків та довгостроковими потребами реального сектору. Такий стан справ пояснюється тим, що більша частина депозитів українських банків відкривається на термін до одного року, тоді як реалізація проектів з модернізації промисловості потребує довгострокових вкладень. У зв'язку з цим ринок боргових цінних паперів може стати для банківської системи тією ресурсною базою, яка забезпечить її довгостроковими пасивами (від двох до п'яти років).

Українські банки беруть активну участь у розвитку ринку корпоративних боргових цінних паперів, а також здійснюють операції на ринку корпоративних облігацій від свого імені, серед яких однією з найперспективніших є послуги андеррайтингу, які банки надають підприємствам - емітентам облігацій. Крім андеррайтингу, комерційним банкам доцільно активізувати здійснення таких операцій з корпоративними борговими цінними паперами, як брокерська та дилерська діяльність, заставні операції, діяльність з управління цінними паперами, трастові та консультаційні послуги.

III. До третьої групи конфліктів інтересів належать конфлікти між корпоративним сектором та державою, що має два основні виміри: 1) випуск державних боргових зобов'язань, що становлять конкуренцію борговим цінним паперам корпорацій; 2) регламентація процедур випуску та обігу цінних паперів, що не завжди діє в інтересах корпорацій, зокрема присвоєння обов'язкової рейтингової оцінки емітентам боргових цінних паперів, вимоги до оприлюднення фінансової звітності та сплати статутного капіталу і встановлення інших нормативів для потенційних емітентів.

Очевидно, що перший конфлікт вирішується за допомогою того самого ринкового механізму: фактично державні облігації не є повноцін-

ним конкурентом для корпоративних облігацій, оскільки ставки дохідності та рівень ризику за ними значно відрізняються. Кожен з цих видів боргових цінних паперів має свого цільового інвестора - інвестори, схильні до ризику і які прагнуть отримати високий дохід, вкладають кошти в корпоративні інструменти, тоді як більш помірковані віддають перевагу державним цінним паперам.

Другий конфлікт ситуативний і негативно впливає на розвиток ринку корпоративних боргових інструментів лише з одного боку. Більш глибокий розгляд механізму державного регулювання випуску та обігу боргових цінних паперів показує, що за допомогою цих дій держава створює передумови для подальшої активізації фондового ринку та поліпшення рівня фінансової дисципліни його учасників. Зокрема система розкриття фінансової інформації та обов'язкове рейтингування емітентів створюють ефективний механізм захисту інвесторів, що сприяє підвищенню їхньої зацікавленості у вкладенні коштів і збільшенню потенціалу емітентів; операції купівлі-продажу державних цінних паперів мають на меті регулювання маси грошей в обігу, що сприяє стабілізації стану економіки в цілому і фондового ринку зокрема.

Висновки

Отже, більшість конфліктів інтересів, що виникають між корпораціями, банками, інвесторами та державою через випуск та обіг корпоративних боргових цінних паперів, є ситуативними і такими, що легко піддаються вирішенню за допомогою ринкового механізму та державного регулювання. Зокрема протистояння банківського кредитування та залучення облігаційних позик, широко висвітлене у літературі, не перешкоджає ефективному розвитку як банківської системи, так і фондового ринку як взаємопов'язаних складових фінансової системи. Це пояснюється тим, що емісія боргових цінних паперів створює передумови для активізації банківських операцій з цінними паперами, підвищення ліквідності вторинного ринку цінних паперів, пожвавлення ринку пайового капіталу та збільшення прозорості всього фінансового ринку України.

1. *Lamdin Douglas J.* Corporate bond yield spreads in recent decades: an examination of trends, changes, and stock market

linkages // *Business Economics*. - 2005. - № 1. - P. 12-28.
2. www.cbonds.info - інформаційно-аналітичний бюлетень.

T. Bui

**CONFLICTS OF ECONOMIC INTERESTS IN THE PROCESS
OF CORPORATE DEBT SECURITIES ISSUE AND TURNOVER**

The article is devoted to the consideration of the scheme that describes economic interest conflicts between the main participants of the corporate financing via debt securities, their economic reasons, consequences and methods of resolving those conflicts under market economy conditions.