

УДК 336.763:336.275.2 (575.2) (04)

ПРОБЛЕМЫ ЭМИССИИ ЦЕННЫХ БУМАГ ПРЕДПРИЯТИЯМИ В ЦЕЛЯХ МОБИЛИЗАЦИИ ЗАЕМНЫХ СРЕДСТВ

Н.С. Эсеналиева – преподаватель

In matter disclose problems of stock emission by enterprises of Kyrgyzstan with the purpose for mobilization of borrowed funds and possible methods of solutions. Also consider issues related to the risks of bond emission and ways of reducing those risks.

При недостаточности собственного капитала компания может прибегнуть к привлечению капитала из внешних источников за счет эмиссии облигаций. Но необходимо иметь в виду, что это будет возможно лишь в том случае, если проспект эмиссии предполагает уровень доходности более высокий, чем по существующему капиталу. Восполнение же недостатка акционерного капитала с помощью заемных средств может сопровождаться трудновыполнимыми условиями погашения задолженности. Но ведь при осуществлении эмиссии облигаций предприятие создает условия для более эффективного использования собственного капитала.

Если ставить выбор между акциями и облигациями, выпускаемыми предприятием, то для желающих приобрести ценные бумаги, облигации по многим параметрам являются более привлекательными для инвестирования. Проценты по облигациям выплачиваются из балансовой прибыли, т.е. до выплаты налогов. В результате данных выплат облагаемая налогом прибыль уменьшается, что побуждает корпорацию иметь больше облигаций, чем акций [1]. Рассмотрим ситуацию, почему на многих предприятиях Кыргызстана возникают проблемы с выпуском облигационного займа.

Экономические формы стимулирования процесса мобилизации капитала в форме акционерного капитала могли бы включать на-

логовые льготы; льготные кредиты; предоставление государственных гарантий на сумму инвестированных средств; стимулирование процесса очистки балансов предприятий с помощью механизма принудительной трансформации их долгов в дополнительные акции, передаваемые кредиторам (секьюритизация долгов) и пр.

Отдельной проблемой является развитие рынка коммерческих ценных бумаг в Кыргызстане, обусловленное потребностью акционерных обществ в пополнении своих оборотных средств посредством выпуска краткосрочных облигаций и создании тем самым реальной альтернативы рынку акций. Выпускать подобные финансовые инструменты могли бы только наиболее стабильные и крупные открытые акционерные общества, акции которых прошли процедуру листинга на фондовой бирже.

Коммерческие ценные бумаги могли бы выпускаться в форме облигаций, не предоставляющих их владельцам (держателям) иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости и фиксированного процента от номинальной стоимости в срок не позднее девяти месяцев с даты их размещения. При этом должна проводиться упрощенная процедура эмиссии таких краткосрочных облигаций без государственной регистрации выпуска облигаций, регистрации проспекта эмиссии и отчета об итогах выпуска облигаций. Размещение

и обращение коммерческих ценных бумаг должно ограничиваться проведением торгов на фондовой бирже, которая допустила их к торговле и на которую ложатся функции контроля раскрытия соответствующей информации, а также ответственность за законность допуска данных бумаг к торгам [2].

Для мобилизации своих финансовых ресурсов предприятия могли бы воспользоваться облигационным займом. Но по ним предприятие должно выплачивать фиксированные процентные платежи. Кроме того, значительная сложность практического использования этого источника привлечения инвестиций состоит в трудности размещения подобных облигаций в периоды экономических кризисов. К этому еще добавляется финансовое состояние компании.

Выбор облигационного займа в качестве альтернативного источника привлечения предприятием заемных средств может быть продиктован в первую очередь низкой стоимостью этого вида заемного капитала и условиями быстрого размещения предполагаемой эмиссии облигаций на фондовом рынке. Эти условия тесно связаны с состоянием конъюнктуры фондового рынка и уровнем инвестиционной привлекательности намечаемых к эмиссии облигаций.

Таким образом, принципиальное решение об эмиссии облигаций может быть принято лишь на основе всестороннего предварительного анализа конъюнктуры фондового рынка и оценки инвестиционной привлекательности эмитируемых облигаций.

Анализ конъюнктуры фондового рынка, проводимый в этих целях, включает изучение состояния спроса и предложения по долговым ценным бумагам разных видов. Изучается характер обращения облигаций других предприятий, условия их эмиссий и ряда других показателей.

Результатом проведения такого анализа является выявление диапазона стоимости привлечения облигационного займа. Определяется уровень чувствительности реагирования фондового рынка на появление новой эмиссии облигаций предприятия и оценивается потенциал поглощения рынком этой эмиссии.

Оценка инвестиционной привлекательности своих облигаций проводится с позиции

возможных условий их эмиссии и возможного их кредитного рейтинга на фондовом рынке. В процессе оценки необходимо определить минимальные параметры условий эмиссии облигаций предприятия, обеспечивающие высокий уровень их инвестиционной привлекательности в сравнении с обращающимися на фондовом рынке долговыми ценными бумагами других эмитентов.

Одной из специфик эмиссии облигации является то, что выпуск облигаций доступен только крупным компаниям.

Промышленные облигации – это долговые обязательства, при помощи которых крупные и известные предприятия могут привлекать долгосрочный заемный капитал на инвестиции и конверсию задолженности. Надежность этих бумаг зависит, в первую очередь, от репутации, экономического положения и степени доходности дебитора [3]. Очень часто облигации обеспечиваются при помощи негативной оговорки. Согласно долговому праву, негативная оговорка – это обязательство эмитента не получать иных ссуд под недвижимость, не предоставлять ни одному другому кредитору более благоприятных гарантий и сохранять определенные балансовые пропорции. Проценты по промышленным облигациям, как правило, несколько выше процентов по государственным займам и банковским долговым обязательствам, так как промышленные долговые обязательства связаны с более высоким риском.

Выпуск облигаций на промышленных предприятиях в данный момент недоступен еще и потому, что предприятия имеют неудовлетворительный баланс. Структура баланса непропорциональная, и привлекательность предполагаемого выпуска облигаций ставит под сомнение их реализацию на рынке ценных бумаг. При современном финансовом положении многие компании не смогли бы обеспечить выплату процентных платежей по облигациям.

К облигационному займу предприятие прибегает, как правило, в целях финансирования своего стратегического развития при ограниченном доступе к другим альтернативным источникам привлечения долгосрочного заемного капитала. Предприятия могли бы воспользоваться выпуском облигаций в целях реального инвестирования на модернизацию, реконструкцию и обновление основных произ-

водственных фондов. Это могло бы обеспечить быстрый возврат вложенного капитала за счет прироста чистого денежного потока.

Потенциал размещения облигационного займа и его стоимость существенно зависят от кредитного рейтинга предприятия. Кредитный рейтинг компании определяет реальный уровень ее кредитоспособности с позиции возможного кредитного риска для инвесторов. Уровень кредитного рейтинга предприятия (а следовательно, и эмитируемой им облигации) формирует на фондовом рынке соответствующий размер “кредитного спреда”, то есть разницу в уровне доходности и ценах котировки между эмитируемой и так называемой “базисной облигацией”. В качестве базисной принимается обычно государственная облигация, эмитированная на аналогичный период. Если у предприятия высокий уровень кредитоспособности и надежная репутация как заемщика, это позволит свести к минимуму кредитный спред, который эмитент дополнительно платит за размещение облигационного займа. К сожалению, низкая кредитоспособность предприятий (а следовательно, и низкий кредитный рейтинг его облигаций) определяет необходимость увеличения размера кредитного спреда для обеспечения реализации облигационного займа. Только в этом случае будет обеспечена инвестиционная привлекательность облигации для инвестора, поскольку доход инвестора формируется как совокупность доходности базисной облигации и кредитного спреда.

При определении объема эмиссии облигаций следует исходить из рассчитанной общей потребности предприятия в заемном капитале и возможностей его формирования из альтернативных источников. В процессе определения этого объема необходимо иметь в виду, что в соответствии с законодательными нормами выпуск облигаций обществом допускается на сумму, не превышающую размер собственного капитала.

Формирование условий эмиссии является наиболее сложным и ответственным этапом. Эти условия определяют уровень удовлетворения целей привлечения заемных средств, степень инвестиционной привлекательности (а следовательно, и реализуемости) облигаций предприятия на фондовом рынке, стоимость облигационного займа и т.д.

При эмиссии облигаций определяются: номинал облигации и ее вид; период обращения, на который выпускается облигация; ставки процента по облигациям, определяющие среднегодовой уровень доходности; порядок выплаты процентного дохода; порядок погашения облигации. Могут оговариваться условия досрочного выкупа облигации, а также другие специальные условия эмиссии облигации.

На основе условий эмиссии проводится оценка стоимости облигационного займа. В эту оценку включаются такие элементы расчета, как среднегодовая ставка процента, ставка налога на прибыль, уровень эмиссионных затрат по отношению к объему эмиссии и другие. По результатам оценки стоимости облигационного займа определяется сравнительная эффективность привлечения заемного капитала из этого источника в сопоставлении с другими альтернативными источниками его привлечения.

Если к размещению эмиссии облигации привлекаются андеррайтеры, предприятию необходимо определить их состав, согласовать с ними цены первоначальной продажи облигации и размеры их комиссионного вознаграждения, сформировать график поступления средств облигационного займа.

Завершающим этапом является определение размера постоянных отчислений, которые предприятие должно осуществлять для формирования выкупного фонда к моменту погашения облигаций.

Отчисления в фонд погашения могут осуществляться как в денежной форме, так и выкупленными на фондовом рынке облигациями.

В настоящее время многие предприятия испытывают затруднения с долгосрочным финансированием. Большинство инвестиционных проектов реального инвестирования носят долгосрочный характер и необходимо время, чтобы вложения по проектам начали приносить прибыль. Краткосрочный же взгляд на инвестирование в финансовом секторе ограничивает развитие.

Рынок ссудного капитала может быть оценен путем включения премии за риск в ставку дисконта. При этом премия должна быть достаточной для того, чтобы кредиторы не видели различий между рискованной операцией и займом, который, как предполагает-

ся, не связан с риском (государственные ценные бумаги, если не учитывать инфляцию).

Рынок ссудного капитала устанавливает такую цену капитала для рискованных займов, чтобы они давали в среднем такой же доход, который мог бы быть получен от “безопасного” вложения денег. Успешные рискованные предприятия будут приносить доход больше этой ставки, а получившийся в результате излишек может быть использован для компенсации потерь в процентах и основных суммах долга от неудачных предприятий.

Таким образом, при условии правильного определения размера премии за риск для каждого рискованного предприятия поставщик заемного капитала может заработать среднюю ставку процента для займов, не связанных с риском, то есть, имеет место расхождение между “обещанным” и тем средним доходом, который ожидают получить кредиторы. Стоимость ссудного капитала, выведенная выше, является фактически “обещанным” доходом, необходимым этому рынку ссудного капитала.

Кредиторы хотят получить в среднем ожидаемую ставку процента, она и является стоимостью капитала, которую фирма должна заплатить. Однако эту ставку не следует использовать в качестве стоимости долга, поскольку необходимо будет заплатить “обещанную” ставку процента по долгу при условии, что фирма останется функционирующим предприятием и не обанкротится в случае неудачи какого-то конкретного проекта. В долгосрочном плане можно ожидать, что “обещанные” ставки будут стремиться к ожидаемым ставкам.

В выпуске облигационного займа сегодня не заинтересованы собственники предприятия, потому что облигации должны обеспечиваться активами предприятия. Выпуск облигаций связывается также с большим риском незнания законов, процедуры выпуска и обращения облигаций на рынке ценных бумаг Кыргызстана.

При выпуске облигационного займа риски увеличатся как у держателей облигаций, так и у эмитента ценных бумаг. Риск невыполнения заемщиком своих обязательств (кредитный риск), который предприятие и без этого имеет, увеличится в несколько раз. Это накладывает на эмитента тяжелое бремя. Выпуск такого облигационного займа будет неэффективен.

Как известно, инвесторы принимают решения об инвестировании, ориентируясь в основном на два параметра – доходность и риск.

В случаях, когда фактически игнорируется риск, по крайней мере при формальном анализе проекта, результаты анализа имеют форму однозначных оценок, а риск учитывается интуитивно. Сущность однозначного подхода состоит в том, что не предпринимается реальных попыток количественной оценки, связанной с проектом неопределенности каким-то формальным способом (например, с помощью расчета разброса результатов).

Метод окупаемости учитывает неопределенность путем концентрации на краткосрочных результатах проекта и, следовательно, ликвидности фирмы.

Период окупаемости может быть полезной приблизительной мерой риска в ситуации, когда неопределенной может быть только продолжительность существования проекта. Шансы того, что данная инвестиция принесет прибыль (или, по крайней мере, не приведет к убыткам), тем выше, чем короче период окупаемости, поэтому все, кто принимает решение, должны взвешивать шансы того, что время существования проекта будет достаточно продолжительным после периода окупаемости, для того чтобы инвестиция была привлекательной.

Таким образом, руководитель должен быть способен принять сложное решение при недостаточной информации. Он может сэкономить много времени и денег, используя окупаемость в качестве эмпирического правила при принятии решения. Однако этому правилу могут быть противопоставлены выгоды от отвергнутых проектов, которые были бы приняты, если бы принимающий решение обладал всей доступной информацией.

Справедливость требования сокращения срока окупаемости для предприятия, которое снижает риск, зависит от того, как используются фонды, получаемые от проекта. Фирма находится в безопасности только очень короткий период, если она немедленно реинвестирует деньги в аналогичные проекты. Объем рискованного капитала зависит от распределения во времени инвестиционных возможностей, возникающих перед фирмой. Капитал компании будет находиться в полной безопас-

ности в конце периода окупаемости при условии, что все ее инвестиционные возможности будут относиться к одному и тому же типу, станут доступными и завершатся в определенные плановые сроки. Только часть этого капитала будет находиться в безопасности в каждый конкретный момент времени, если инвестиционные возможности будут возникать в различные моменты времени. Временная безопасность, достигаемая с помощью коротких сроков окупаемости, может быть приобретена с помощью высокой цены, если с помощью этого метода не удастся отобрать наиболее выгодные проекты, которые могли бы быть рекомендованы при использовании более сложных методов учета неопределенности.

Если делать акцент на ликвидность, то это позволит фирме сохранить гибкость и, следовательно, с большей легкостью использовать неожиданные возможности. Такой аргумент имеет значение для фирм, находящихся в условиях ограничения средств на инвестиции. Даже в этих условиях гибкость предполагает, что часть всего капитала фирмы должна находиться в ликвидной форме. Нет никаких очевидных причин, по которым все проекты фирмы должны удовлетворять какому-то произвольному критерию окупаемости.

Корректировки, вносимые в период окупаемости для учета риска, проблематичны. Продолжительность этого периода устанавливается интуитивно, не имеет теоретического обоснования и может вызвать отказ от целесообразных проектов.

Используя метод периода окупаемости для учета неопределенности, необходимо знать характеристики риска, связанного с проектами. Чистые доходы, используемые при расчете окупаемости, обычно являются однозначными оценками и рассматриваются как определенные, вплоть до произвольно установленного срока окупаемости, после которого они считаются либо несуществующими, либо количественно неопределенными. Такое положение является маловероятным, поскольку потоки, поступающие во время периода окупаемости, также могут быть рискованными.

Оценка поступлений после периода окупаемости должна входить в процесс принятия решения, так как руководство должно принимать проект только тогда, когда оно уверено в том, что проект будет приносить доходы и после возвращения вложенного в него капитала.

Существует также метод установления временного горизонта инвестиционных решений, связанный с периодом окупаемости. Возможные поступления после этого времени игнорируются на том основании, что они слишком неопределенны, для того чтобы учитываться. Поступления до этого горизонта обычно рассматриваются как определенные, а чистая дисконтированная стоимость рассчитывается обычным способом. Этому методу свойственно большинство недостатков метода периода окупаемости, и он использует аналогичные допущения в отношении риска. Как и метод периода окупаемости, он стимулирует использование краткосрочных высокодоходных проектов в ущерб более рентабельным, но долгосрочным проектам.

Факт того, что предприятие не может выпустить облигационный займ, выявляет проблему неэффективности работы предприятия. Необходимо искать способы повышения привлекательности имеющихся ценных бумаг общества, для того чтобы предприятие могло эффективно управлять собственными финансовыми средствами.

Литература

1. Бектенова Д.Ч. Финансы, денежное обращение и кредит: Учеб. пособие. – Бишкек: КРСУ, 2003. – 250 с.
2. Абдынасыров У.Т. Стратегия и перспективы развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике. – Бишкек: Академия, 2005. – 468 с.
3. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2000.
4. Валдайцев С.В., Воробьев П.П. и др. Инвестиции: Учебник // Под ред. В.В. Ковалева, В.В. Иванова, В.А. Лялина. – М.: ТК Велби; Изд-во Проспект, 2004. – 440 с.