

## Розділ I. ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 336.648

**О. Ф. Bimm,**  
аспірант без відриву від виробництва  
кафедри банківських інвестицій,  
ДВНЗ «Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана»

### МОЖЛИВОСТІ ЗАЛУЧЕННЯ ПОЗИЧКОВОГО КАПІТАЛУ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

*Исследуются варианты финансирования инвестиционных проектов с помощью привлеченного капитала для частных фирм и публичных акционерных обществ. Рассматриваются такие возможности привлечения капитала, как банковский кредит, кредитная линия, эмиссия всевозможных видов облигаций. Также приводятся причины, по которым та или иная фирма выбирает соответствующий способ мобилизации денежных ресурсов.*

*Various investment projects financing options are being investigated for a private or a public limited company. Such choices for raising debt capital as bank loan, line of credit, and various bond issues are being examined. Particular reasons considered by firms for choosing a way of raising financial resources are being given.*

**Ключові слова:** банківський кредит, випуск облігацій, відзивні облігації, облігаціями із фіксованою ставкою, облігації із плаваючою ставкою, забезпечена облігація, Єврооблігації.

Проблема фінансування інвестиційних проектів є завжди актуальною, проте з часом змінюються інструменти, за допомогою яких здійснюється таке фінансування. З набуттям чинності нового Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» знову цікаво повернутися до даної теми [1]. У цій статті розглядатимуться можливості фінансування за допомогою позичкового капіталу для приватних фірм та акціонерних товариств.

Альтернативою використання акціонерного капіталу, що є зайливою вимогою, є позика грошей. Борг створює фіксоване зобов'язання виконувати платежі грошових потоків і забезпечує позикодавця пріоритетною вимогою, якщо фірма опиниться в скрутному фінансовому становищі.

© О. Ф. Вітт, 2008

Історично склалося, що головним джерелом позичкових грошей для всіх приватних фірм і багатьох акціонерних товариств (у цій статті мається на увазі публічних, відкритих) був банк, що нараховує таку процентну ставку, яка залежить від очікуваного ризику позичальника. Банківський кредит забезпечує позичальника кількома перевагами. По-перше, він може використовуватись для позичання відносно невеликої кількості грошей; у порівнянні, випуск облігацій переважає за рахунок ефекту масштабу, де більші випуски облігацій мають нижчі витрати. По-друге, якщо компанія ані добре відома, ані простежується широким колом аналітиків, фірма може передати власну інформацію банку, що кредитує, який у свою чергу допоможе як в оцінці кредиту, так і процентної ставки. При цьому, фірма не стурбована за те, що інформація може потрапити до конкурентів. Це складніше зробити при випуску корпоративних облігацій, коли інформація, яку надає компанія, буде широко розповсюджена. В останнє, для того, щоб випустити облігації, фірмам, зазвичай, необхідно робити подання на отримання рейтингу. Для багатьох фірм, особливо для менших фірм, мати справу із рейтинговим агентством може бути набагато складнішим, ніж мати справу зі звичайним банком.

Крім того, будучи джерелом як довгострокової, так і короткострокової позики для фірм, банки часто пропонують гнучкий варіант для задоволення неочікуваних чи сезонних фінансових потреб. Цією можливістю є кредитна лінія, якою користується фірма в тому разі, якщо їй необхідне фінансування. У більшості випадків кредитна лінія визначає суму, яку може позичити фірма, і пов'язує процентну ставку за використання позики до ринкової ставки, такої, як облікова ставка чи ставка казначейських облігацій. Перевагою наявності кредитної лінії є те, що вона надає компанії доступ до фінансування без необхідності сплачувати проценти у випадку, якщо кредитна лінія не використовується. Таким чином, це зручний тип фінансування для фірм зі змінними потребами в оборотних коштах. Хоча в багатьох випадках фірма має підтримувати компенсаційний баланс коштів, по якому або взагалі не сплачуються проценти, або виплачуються відсотки, нижчі за ринкові. Наприклад, компанії, що бажає від банку кредитну лінію в \$20 млн, може знадобитися підтримувати компенсаційний баланс у \$2 млн, який не заробляє процентного доходу. Ціна альтернативної можливості підтримки такого компенсаційного балансу має бути порівняна із вищими процентними витратами, що понесе фірма, якщо візьме звичайний кредит для покриття потреб оборотного капіталу.

Для публічних акціонерних товариств альтернативою банківському кредиту є випуск облігацій. Для деяких фірм випуск корпоративних облігацій має кілька переваг над банківським кредитом. По-перше, облігації, зазвичай, мають для компанії привабливіші фінансові умови ніж аналогічний банківський кредит, у більшій мірі через те, що ризик поділяє більша кількість інвесторів фінансового ринку. По-друге, випуск облігацій може надати емітенту можливість додати спеціальних умов, що не можуть бути додані до банківського кредиту. Наприклад, облігації можуть бути конвертованими у прості акції, чи мати інші додані можливості. Надалі буде розглядатися різноманітність вибору, що буде мати компанія, коли вона вирішує емітувати облігації.

Корпоративна позика на фінансових ринках може бути або короткостроковою, або довгостроковою. Корпоративні боргові цінні папери зі строком погашення менше 6 місяців класифікуються як комерційний папір і загалом продаються із дисконтом від номінальної вартості, подібно до казначейського зобов'язання. Взагалі, відсоткові ставки по комерційному паперу нижче у порівнянні з аналогічним банківським кредитом, але його використання обмежено до кількох фірм, через те, що має значні фіксовані витрати з точки зору емісії, що стає економічним лише у разі залучення фірмою значних сум для короткострокового фінансування.

Більшість корпоративних облігацій випускаються із строком погашення від 5 до 15 років. Хоча в останні роки такі компанії, як Disney та Boeing випустили облігації зі строком погашення від 50 до 100 років.

На додачу до вирішення з приводу строку погашення облігації, фірми можуть ефективно змінювати ці строки, перетворюючи облігації на відзивні, із правом перепродажу емітенту, із можливістю поновлення. Із відзивними облігаціями фірма-позичальник отримує право погасити облігацію у будь який час до настання її строку погашення. Фірма використає це право погашення у разі, якщо ринкові відсоткові ставки зменшаться після позики. Таким чином, компанія, що випустила облігацію із 12 % купонною ставкою, коли були високі ринкові процентні ставки, відкличе облігацію, у разі, якщо процентні ставки впадуть до 10 %.

Унаслідок добре висвітлених у пресі збитків власників облігацій під час викупів компаній за допомогою кредитів у кінці 80-х рр., деякі корпоративні облігації були випущені із правом перепродажу емітенту. Щодо таких облігацій, то їх покупцям дозволено повернути облігації компанії та отримати номінальну ва-

ртість у разі настання якоїсь події, такої як викуп компанії за допомогою кредитів. Коли облігація є відзивною, із правом повернення або має обидві властивості одночасно, ефективний строк погашення облігації буде значно коротший ніж встановлений строк, тому що існує можливість, що облігацію буде погашено раніше.

В якості варіанту таких особливостей деякі облігації мають право поновлення, коли покупець облігації зберігає право продовжити строк погашення облігації. Щодо таких облігацій, то строк їх погашення може бути більшим, ніж встановлено самою облігацією.

Коли фірма випускає облігацію, процентні виплати по цій облігації приймають форму купонних платежів, зазвичай, кожні 6 місяців. Загалом, купонна ставка визначається під час випуску, базуючись на поточних ринкових процентних ставках та залишається фіксованою на період дійсності облігації. Наприклад, компанія Boeing випустила 50-річну облігацію в 1993 р. із купонною ставкою в 7,875 % і погодилась виплачувати цю суму як купон доки не наступить строк погашення облігації в 2043 р., або доки Boeing не відкличе облігації. Такі облігації називаються облігаціями із фіксованою ставкою [2].

З'явилися дві основні різновидності облігації із фіксованим доходом. В одному варіанті, фірми можуть встановлювати купонні ставки значно нижче ринкових процентних ставок. У випуску компанії Boeing, наприклад, купонна ставка могла бути встановлена на рівні 4 %, значно нижче за рівень ставок, які інвестори вважають доцільними, зважаючи на рівень ставки казначейської облігації та ризик дефолту компанії Boeing у той час. Таким чином, інвестори оцінили б облігацію значно нижче її номінальної вартості. Такі облігації називаються облігаціями первинного випуску з глибоким дисконтом, а облігації із нульовим купоном являють собою підрозділ таких облігацій.

Другий різновид облігацій із фіксованим доходом з'явився у відповідь на вищу інфляцію та більшу мінливість процентних ставок 1970-х років. Як фірми, так і інвестори стали неохоче фіксувати купонну ставку на довгий час. Інвестори були занепокоєні, що підвищення в ринкових відсоткових ставках залишать їх із купонними платежами, що є занадто малими, в той час як фірми були занепокоєні тим, що вони будуть вимушені платити високі купонні ставки, якщо процентні ставки би впали. Послідовно, купонні ставки на деякі довгострокові облігації були пов'язані із ринковими процентними ставками в кожному періоді; такими є

облігації з плаваючою ставкою. З такими облігаціями сплачуваний процент може бути різним час від часу, залежно від ринкової відсоткової ставки, з якою проіндексована облігація. Найбільш широко використовують такі індикативні ставки, як Лондонська ставка міжбанківської позики (LIBOR), ставка казначейського векселя та ставка кращого клієнту банку (базисна ставка).

В останні роки ми бачили деякі різновидності облігацій із плаваючою ставкою. Однією характерною властивістю, притаманною багатьом облігаціям із плаваючою ставкою, є існування максимумів та мінімумів на плаваючі ставки. Максимуми запобігають руху процентних ставок понад визначений максимальний рівень, а мінімуми запобігають тому, щоб ставки не падали нижче за мінімальну ставку. Максимуми працюють на користь емітента, обмежуючи зростання процентних ставок, а мінімуми працюють на користь покупця облігації, забезпечуючи те, що ставки не впадуть нижче цих нижніх границь. Друга різновидність — облігація із зростаючою чи спадаючою плаваючою ставкою, коли спред від індексованої процентної ставки зростає чи спадає протягом часу замість того, щоб залишатися незмінним на період дійсності облігації.

Хоча позикодавці мають першочергову вимогу, ніж акціонерні інвестори, на активи фірми у разі банкрутства чи ліквідації, не всі позикодавці мають рівноправні вимоги. В багатьох фірмах облігації із найнижчою вимогою на грошові потоки та активи називають незабезпеченими облігаціями, які підкріплюються не визначеними активами фірми, а її репутацією та рентабельністю. Якщо у наступному фірма випустить забезпечену позику, то відсотки по незабезпеченим облігаціям будуть сплачуватись першочергово. Позикодавці вважають такі папери більш ризикованими та вимагають вищі відсоткові ставки.

Забезпечена облігація займає вищу сходинку пріоритетності, тому що визначені активи йдуть у заставу як забезпечення. Фірма не може замінити або продати ці активи без згоди власників забезпечених облігацій, що знижує здатність фірми з легкістю приймати інвестиційні рішення або рішення щодо поділу фірми. Такі облігації вважаються менш ризикованими та дають можливість фірмам сплачувати менші відсотки. Особливим випадком забезпеченої облігації є іпотечна облігація, що забезпечена нерухомістю. Іншим випадком є облігація забезпечена ліквідними цінними паперами. Визначені облігації є запозиченням підкріпленим активами. В останні роки активи для забезпечення цінних паперів розширилися тільки від основних засобів, таких як будівлі, до

включення таких активів, як дебіторська заборгованість. Наприклад, у 2006 р. фірми випустили облігацій на \$339,9 млрд проти дебіторської заборгованості по кредитним карткам та на \$202,4 млрд проти заборгованості по кредитах на автомобілі [3].

До недавніх пір фірми випускали облігації у місцевій валюті та частіше лише для місцевих інвесторів. В останні дві декади, три тенденції стимулювали рух у бік від цих обмежень. По-перше, тепер закордонні операції складають значно більшу частину бізнесу для більшості фірм; у результаті, обороти та прибутки компаній знаходяться під впливом зміни валютних курсів. По-друге, міжнародне розповсюдження інформації про справи та фінансове становище підприємств дозволило компаніям випускати цінні папери за кордоном. По-третє, фірми стали більш навчені в сприйнятті та управлінні валютним ризиком та податковими зобов'язаннями через структурування зобов'язань.

Через глобалізацію було запроваджено багато інновацій у структуризації облігацій у закордонній валюті. Наприклад, у двохвалютній облігації деякі грошові потоки (такі, як купонні платежі) будуть в одній валюті, інші (такі, як основний платіж) — в іншій валюті. Треба зазначити, що компанії можуть випустити облігації в місцевій валюті, але запропонувати їх на кількох різних ринках одночасно. Наприклад, General Motors може випустити облігації в доларах та запропонувати їх одночасно в США та Європі. І навпаки, Sony може випустити облігації в японських єнах та запропонувати їх на міжнародних ринках. Такі облігації називаються єврооблігаціями. Якщо вони в доларах, то називаються євродоларовими; якщо в єнах — то євровими облігаціями.

На закінчення, основний платіж по облігаціям зазвичай відбувається, коли настає строк погашення. Однак, фірми використовують різні засоби для сприяння поверненню тіла облігації. Деякі компанії використовують фонди погашення, де акумулюється кожен рік фіксована сума коштів для відшкодування облігації. Хоча фонд погашення створює для фірми грошове зобов'язання, його переваги включають нижчий ризик для інвесторів та нижчі процентні ставки по облігаціях. Деякі фірми мають серійні облігації, коли кожен рік настає строк погашення частини облігацій в обігу, а строк погашення вказано на серійній облігації. Такі облігації використовуються для фінансування проекту, що забезпечить регулярний та прогнозований рівень грошових потоків [4]. В останнє, деякі компанії мають облігації із погашенням у кінці строку дії, коли протягом життя облігації не виконується повернення основної суми.

В умовах становлення українського фондового ринку багаторічний досвід іноземних інвесторів та корпорацій може бути використаний вітчизняними компаніями.

### Література

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006.
2. Aswath Damodaran 'Corporate Finance: Theory and Practice'. Wiley and Sons, 2<sup>nd</sup> edition 2001.
3. <http://www.sifma.org> — Securities Industry and Financial Markets Association.
4. <http://www.investopedia.com> — Financial encyclopedia.

*Стаття надійшла до редакції 15.01.2008 р.*

УДК 336.71

**М. П. Гойванюк,**

асистент кафедри банківської справи,  
ДВНЗ «Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана»

## РЕГУЛЮВАННЯ БАНКІВСЬКОЇ ДІЯЛЬНОСТІ: ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ТА ОСОБЛИВОСТІ ЗДІЙСНЕННЯ В УКРАЇНІ

*В данной статье определено значение процессу регулирования банковской деятельности та особенности функционирования банковских учреждений. Рассмотрена и проанализирована суть и употребление терминов — «регулирование банковской деятельности» и «банковский надзор и контроль». Также рассмотрена современная организационная структура службы банковского надзора Национального банка Украины.*

*This article the important of the process of regulation of banking activity and the particular features of functioning of banking with are defined. The idea and the usage of such terms like «regulation of banking activity» and «banking supervision and control». Also the modern organizations structure of the Banking surveillance Department of NBU is shown.*

**Ключові слова:** *Національний банк України, регулювання банківської діяльності, банківський нагляд, організаційна структура банківського нагляду.*

У наш час неможливо уявити банківську діяльність без державного регулювання та нагляду. Необхідність банківського регулювання визначається особливою роллю банків у економічній системі країни та специфікою їх діяльності як комерційних структур.

Роль банків в економічній системі визначається їх основними функціями і може бути зведена в узагальненому вигляді до наступних положень. По-перше, банки виступають найбільш знач-

© М. П. Гойванюк, 2008