

УДК 336.012.23

**Болдуєва О.В.**

## **ЗНАЧЕННЯ ТА ПОРЯДОК РОЗРОБКИ ЕМІСІЙНОЇ ПОЛІТИКИ ПІДПРИЄМСТВА**

Обґрунтовано значення емісійної політики підприємства у залученні інвестицій. Визначено вимоги до змісту концепції емісії підприємства. Запропоновано стратегію виходу українського підприємства на фондовий ринок з метою залучення довгострокового фінансування за рахунок емісії цінних паперів, а також порядок розробки дивідендної політики підприємства.

**Ключові слова:** емісійна політика, дивідендна політика, інвестиції, підприємства, акції, облігації, концепція.

The significance of emission of the business in attracting investment was based. The requirements for the content of the concept of enterprise issue were defined. The strategy for the Ukrainian enterprises on the stock market to raise long-term financing by the issuance of securities, and order of development of dividend policy of the enterprise were proposed.

**Keywords:** Emission and dividend policies, investments, businesses, stocks, bonds, concept.

Сьогодні найважливішою проблемою структурної розбудови української промисловості є формування інвестиційного потенціалу для розширення і модернізації виробничих потужностей підприємств.

З розвитком ринкових відносин з'явилося безліч нових способів для фінансування інвестиційних проєктів, наприклад, емісія цінних паперів, і теоретично розширилися можливості із залучення коштів. Водночас українські підприємства втратили колишні джерела фінансування, так, наприклад, державна підтримка підприємств в даний час зведена до мінімуму. Однак багато джерел, що широко використовуються компаніями в країнах з розвинутою ринковою економікою [1], продовжують залишатися недоступними для вітчизняних підприємств внаслідок високої вартості залучення даних джерел, або наявності інвестиційних обмежень. У зв'язку з цим, підприємства стикаються з необхідністю пошуку прийняттого джерела фінансування.

На сьогоднішній день, підприємства стоять перед гострою необхідністю модернізації, розширення та розвитку, перед необхідністю випускати якісну і конкурентоспроможну продукцію. У зв'язку з цим наукову проблему становить своєчасне грамотне використання емісії цінних паперів у практичній діяльності підприємства. Вирішенню зазначеної проблематики присвячено багато наукових праць вітчизняних вчених. Серед останніх публікацій слід відзначити статті таких науковців: Н. О. Горовець, М. Г. Горовець, О. Є. Кузьмін, О. Г. Мельник, І. О. Лютий, Т. В. Нічосова, О. С. Пархоменко, Т. В. Перехрест та ін. Усі вони сходяться на думці, що емісія є ефективним інструментом вирішення фінансових та управлінських завдань. Тому підприємствам дуже важливо зараз не упустити момент і вчасно зайняти свою нішу на ринку цінних паперів, зарекомендувати себе в очах інвесторів як надійного емітента та напрацювати позитивну кредитну історію з тим, щоб у подальшому отримати надійне джерело фінансування.

Завданням статті є – здійснити розробку методичних рекомендацій щодо розробки емісійної політики підприємства як дієвого засобу залучення інвестицій.

Перш ніж приступити до підготовки документів з емісії цінних паперів, емітенту необхідно визначити цілі та обсяг, а також обмеження емісії, які категорії та типи цінних паперів випускати, на кого або на що орієнтувати емісію (на дрібних або великих інвесторів, на зміна структури статутного капіталу, зміни балансу сил в управлінні товариством тощо), як провести розміщення випуску.

Відповіді на ці питання повинні міститися в концепції емісії, яка визначає основні принципи та орієнтири довгострокової емісійної політики акціонерного товариства. І хоча за

чинним законодавством підготовка концепції емісії не є обов'язковою умовою реєстрації випуску цінних паперів, досвід роботи засвідчує, що розробка концепції є запорукою успішного розміщення випуску.

Концепція емісії може розроблятися як для однієї конкретної емісії, так і для цілого комплексу послідовно проведених емісій.

Зміст концепції емісії визначається багатьма факторами: юридичним статусом і соціальним значенням емітента, цілями його емісійної політики, обмеженнями на випуск і розміщення цінних паперів, рівнем ліквідності вже випущених цінних паперів, прогнозом економічного розвитку емітента тощо [2]. Разом з тим, можна виділити кілька загальних вимог, яким повинна відповідати концепція.

По-перше, її розробка повинна бути ув'язана із загальною стратегією розвитку емітента, а представлені в ній цілі та умови проведення емісійної політики, аналіз варіантів емісії повинні виходити з цілей і завдань розвитку емітента на прогнозовану перспективу.

По-друге, концепція повинна враховувати стан ринку цінних паперів, формулювати тенденції зміни структури акціонерного капіталу емітента і пропонувати рекомендації з проведення відповідної емісійної політики у залежності від конкретної ситуації.

Концепція має містити по можливості докладний опис і порівняльний аналіз декількох варіантів емісії, які можуть різнитися за такими ознаками, як послідовність емісії, обсяг, види і категорії (типи) випущених цінних паперів, стратегії розміщення емісії.

По-третє, в концепції повинна бути дана характеристика її основних параметрів, які вибираються виходячи із стратегії проведення емісії, враховуючи ситуацію, що склалася на ринку цінних паперів.

Заключна частина концепції повинна містити рекомендації з поточної роботи з вже випущеними цінними паперами та за вибором одного-двох найбільш кращих варіантів емісії, а також план дій на найближчу перспективу, зокрема, кроки, які необхідно вжити для здійснення емісії, в тому числі і рекомендації щодо зміни статуту акціонерного товариства.

При значній потребі емітента в інвестиційних ресурсах доцільно проведення не однієї емісії, а їх послідовності. Така емісійна політика виправдана тим, що дає можливість розтягнути тривалість розміщення випущених цінних паперів на кілька років, врахувати при підготовці та здійсненні кожної наступної емісії досвід розміщення попередніх, використовувати різні способи розміщення і випускати цінні папери різних видів і категорій.

Дати універсальні рекомендації з питання вибору виду випущених цінних паперів неможливо. Рішення про випуск цінних паперів певного виду, залежить насамперед від того, з якою метою здійснюється емісія. Потрібно провести розрахунок можливих витрат емітента (у тому числі й на виплату дивідендів за акціями або відсотків за облігаціями) по кожному варіанту емісії.

Так, зокрема, якщо основною метою емісії є зміна структури акціонерного капіталу, зокрема збільшення пакету акцій у певного акціонера, доцільний випуск звичайних акцій.

Якщо ж основною метою емісії є мобілізація ресурсів на інвестиції, але при цьому бажано не змінювати баланс голосів акціонерів, перевага може бути віддано привілейованими акціями.

Що стосується зіставлення варіантів емісії за способами розміщення, то потрібно не лише порівняти ці способи (розподіл акцій, закрите розміщення, відкрита підписка, конвертація), а й проаналізувати групи потенційних інвесторів, зокрема визначати пріоритети орієнтації інвесторів, громадян або юридичних осіб. Вибір тієї або іншої групи інвесторів вимагає розробки певних, застосовних тільки для даної групи, заходів стимулювання придбання акцій.

Загалом, емісійна політика підприємства повинна стати однією з найважливіших

складових частин загальної політики формування фінансових ресурсів і забезпечувати залучення коштів із зовнішніх джерел найбільш ефективним чином. Для цього необхідна якісна аналітична робота з дослідження ринку цінних паперів і позицій акцій підприємства на цьому ринку, чітка постановка цілей емісії і зіставлення запланованого позитивного результату від розміщення додаткових випусків цінних паперів з витратами на нього.

Враховуючи ситуацію, що склалася на українському фондовому ринку і відсутність досвіду роботи з цінними паперами у промислових підприємств «другого ешелону» видається доцільною така стратегія виходу українського підприємства на фондовий ринок з метою залучення довгострокового фінансування за рахунок емісії цінних паперів.

Стратегія полягає в тому, що процес виходу підприємства зі своїми цінними паперами на фондовий ринок відбувається послідовно, у кілька етапів протягом 2-5 років.

За параметрами емісії (обсягом емісії, терміном, ліквідністю, прибутковістю, надійністю) для кожного етапу підбирається оптимальний вид цінного паперу.

На першому етапі, мета полягає у підготовці ринку до появи нового емітента або нової емісії. Для цього проводиться емісія облігацій з фіксованим купоном і терміном обігу від півроку до року. Пояснюється це тим, що підприємство, яке вперше виходить на фондовий ринок може заслужити довіру і привернути увагу до своїх цінних паперів лише запропонувавши високу надійність і гарантовану прибутковість. Цим критеріям задовольняють саме короткострокові облігації.

Далі проводиться емісія одного-двох випусків цих же облігацій з поступовим збільшенням терміну їх обігу. Зі збільшенням терміну обігу знижується вартість залучених ресурсів за рахунок зниження витрат на організацію емісії. Термін обігу можна збільшувати, тому що інвестори поступово звикають до облігацій цього підприємства, вже є інформація на ринку про результати погашення попередніх випусків і, відповідно, у підприємства позичальника складається певна репутація.

На другому етапі, коли цінні папери емітента вже стали популярними на ринку, метою є отримання доступу до фінансових ресурсів за середньоринковими умовами. Проводиться емісія облігацій з плаваючим купоном з терміном обігу 2-3 роки.

На третьому етапі, метою є залучення необхідного обсягу фінансових ресурсів з оптимальною ефективністю. Цим кроком є перехід до емісії акцій. За 2-3 роки роботи на фондовому ринку цінні папери емітента здобули певний рейтинг і заслужили певну репутацію. Відповідно ринок вже буде готовий до того, щоб прийняти більш ризиковий інструмент.

Починати емісію акцій доцільно з емісії привілейованих акцій, оскільки по-перше вони привабливі для інвесторів тим, що гарантують певний рівень прибутковості, а по-друге дають підприємству гарантії збереження контрольного пакета. Заключним етапом буде емісія звичайних акцій. Це найбільш перспективний спосіб залучення коштів для підприємства, оскільки залучення фінансів відбувається за рахунок випуску безстрокових цінних паперів без гарантій їх викупу і без гарантій виплати доходу за ними. Але щоб прийти до цього, необхідно пройти усі вищезазначені етапи, послідовно привчаючи ринок й інвесторів до своїх цінних паперів, поступово напрацьовуючи кредитну історію і позитивну репутацію позичальника.

Відзначимо, що при переході до емісії акцій, особливо при переході до емісії звичайних акцій, велике значення буде мати дивідендна політика. Тому приділимо увагу питанням планування та проведення дивідендної політики підприємства.

Дивідендна політика – це політика фірми, пов'язана з поділом її прибутків на частини, що розподіляється і капіталізується [3].

Виходячи з визначення, можна назвати основні показники, що характеризують дивідендну політику, а саме: прибуток, що є у розпорядженні акціонерів на одну просту акцію;

коефіцієнт (норма) капіталізації чистого прибутку; коефіцієнт виплати дивідендів; питома вага дивідендів у чистому прибутку; дивіденди на акцію – відношення маси дивідендів до кількості акцій в обігу.

Дивідендна політика є однією з найважливіших складових частин загальної фінансової стратегії акціонерного товариства. Процес розробки дивідендної політики може включати кілька етапів:

1. Оцінювання факторів, що впливають на розміри, терміни і саму доцільність виплати дивідендів.
2. Вироблення типу дивідендної політики з урахуванням даних факторів і відповідно до загальної фінансової стратегії АТ.
3. Оцінювання ефективності дивідендної політики та її корекцію за результатами оцінювання.

На практиці виділяються такі три основні типи дивідендної політики: консервативну, помірну (компромісну), агресивну [4].

1. Консервативна політика передбачає, що виплата дивідендів відбувається в пропорціях, які дають можливість задовольняти потреби виробничого розвитку й більш високими темпами нарощувати вартість чистих активів, а, отже, і ринкову вартість акцій. Проведення консервативної політики можливе у двох варіантах:

а) нарахування дивідендів за залишковим принципом. У цьому випадку нарахування дивідендів відбувається тільки після того, як за рахунок прибутку сформований обсяг власних коштів, достатній для розвитку компанії в майбутньому періоді. Позитивом такої політики є забезпечення високих темпів розвитку акціонерного товариства та підвищення ним платоспроможності. Проте нестабільність розміру дивідендних виплат, який залежить не тільки від розмірів прибутку, але і від планів розвитку компанії, може відлякати деяких інвесторів. Така політика виплати дивідендів оптимальна на ранніх стадіях життєвого циклу компанії.

б) підтримка стабільного співвідношення дивідендних виплат і прибутку, що залишається у розпорядженні підприємства, на основі встановлення довготривалого нормативу на частки споживання і капіталізації прибутку. Це дає можливість в деякій мірі підвищити передбачуваність розмірів виплат дивідендів, але труднощі з прогнозом прибутку при цьому зберігаються, що важливо для деяких інвесторів, однак при необхідності нарощування капіталу ускладнює зростання компанії. Ця політика найбільш ефективна при стабільній ситуації на фінансовому ринку і при постійних (або постійно зростаючих) доходах компанії.

2. Помірна (компромісна) політика нарахування дивідендів – це політика, відповідно до якої компанія намагається дотримати баланс інтересів акціонерів, які потребують виплати дивідендів і потреб підприємства в нарощуванні капіталу. Цей тип дивідендної політики також може здійснюватися у двох варіантах:

а) виплата постійних сум дивідендів. Істотно полегшує прогноз вартості акцій компанії і доходів для інвесторів, однак за відсутності прибутку може завдати шкоди емітенту, а при зростанні прибутку – викликати невдоволення акціонерів.

б) виплата стабільних сум дивідендів з надбавкою за певних умов. Дає можливість, з одного боку, в якійсь мірі гарантувати акціонерам заздалегідь відомий мінімальний рівень доходу, з іншого, заохочувати власників у разі успішної роботи компанії або відсутності необхідності розширення операцій. При стабільному фінансовому стані підприємства в українських умовах цей вид дивідендної політики був би найбільш прийнятним.

3. Агресивна політика нарахування дивідендів – передбачає нарахування максимально можливого розміру дивідендів. В українських умовах така політика найбільш актуальна для компаній, акціонерами яких є велика кількість фізичних осіб, при намірі розмістити нову

емісію для цієї категорії інвесторів. Слід врахувати, що різке зниження розмірів дивідендів може несприятливо відбитися на вартості акцій, «сигналізуючи» про погіршення її показників.

Дивідендна політика багато в чому залежить від стратегічних цілей компанії. Відповідно, перший варіант – якщо підприємство перебуває на стадії зростання і в планах подальше розширення і розвиток виробництва, то розумно проводити помірну дивідендну політику, щоб основну частину прибутку реінвестувати у виробництво. Дивідендні виплати повинні бути прив'язані до прибутку. Основним доходом за акціями має стати зростання їх курсової вартості, що відбувається разом з розвитком підприємства.

Другий варіант – якщо метою є підвищення капіталізації компанії, то потрібно проводити агресивну політику. Постійно нарощувати розмір дивідендних виплат для підвищення ліквідності і, отже, зростання курсової вартості акцій.

Існує пряма залежність дивідендної політики від структури акціонерного капіталу компанії. У цьому випадку, перший варіант – якщо велика кількість акцій зосереджено в руках одного або кількох великих акціонерів, то розмова про будь-яку дивідендну політику не актуальна, оскільки прибуток буде або реінвестовано в розвиток бізнесу, або розподілятися між акціонерами в певній пропорції за бажанням найбільших акціонерів.

Другий варіант – якщо в структурі акціонерного капіталу переважають міноритарні акціонери, повинні проводитися наступні заходи:

- здійснення повної інформаційної відкритості підприємства;
- необхідно встановити максимально тісний зв'язок з кожним акціонером, щоб кожен з них відчував себе причетним до діяльності компанії. Це допоможе уникнути недружнього скуповування акцій міноритарних акціонерів конкуруючими структурами;
- необхідно поступово і цілеспрямовано збільшувати дивідендні виплати в якості матеріального засвідчення розвитку компанії. Це сприяє формуванню статусу акцій компанії як джерела доходу і можливості вкладення коштів, і на цих же акціонерів можна буде повністю розраховувати при розміщенні додаткової емісії;
- в цьому випадку може бути застосовано практику виплати дивідендів акціями, з метою збереження прибутку компанії і збільшенню її капіталізації;
- одним з прийомів збільшення привабливості акцій може служити викуп акціонерним товариством власних акцій. Такий крок дає моментальний сигнал ринку, що акції недооцінені, що компанія знаходиться на підйомі і природно починає зростати курс акцій та їх ліквідність.

Підводячи підсумки зазначимо, що у силу відсутності реальних джерел довгострокового фінансування на даному етапі економічного розвитку країни, емісія цінних паперів є ефективним способом самофінансування, з метою модернізації, розширення та подальшого перспективного розвитку підприємств промисловості. Емісія є також інструментом підвищення ефективності бізнесу в цілому.

Акції та облігації мають свої переваги і недоліки і при виборі того чи іншого інструмента емісії необхідно виходити з конкретної ситуації і поставлених завдань.

З урахуванням ситуації, що склалася на ринку цінних паперів в економіці країни в цілому, запропонована стратегія виходу підприємства «другого ешелону» на фондовий ринок з метою залучення довгострокового фінансування. Стратегія полягає в тому, що на першому етапі проводиться емісія облігацій з терміном обігу не більше року і фіксованим купоном. Далі проводяться емісії облігацій зі збільшенням терміну обігу і з переходом на плаваючий купон. На другому етапі проводиться емісія привілейованих акцій і заключним етапом є емісія звичайних акцій.

Емісія цінних паперів має бути добре прорахована і мати конкретні цілі і завдання,

для чого повинна бути розроблена грамотна емісійна та дивідендна політика.

Емісія акцій ефективна при великому обсязі емісії і підходить, в основному, великим, широко відомим компаніям з хорошою репутацією і позитивною кредитною історією.

Емісія облігацій в є найбільш універсальним і надійним способом залучення фінансування. Підходить для невеликих, що активно розвиваються підприємств «другого ешелону», які вперше застосовують емісію з метою залучення довгострокового фінансування. Дозволяє провести позику серед максимально широкого кола інвесторів. Відсутня загроза втрати контролю над підприємством.

Розроблені в статті рекомендації і зроблені висновки, можуть бути використані при вирішенні питань залучення інвестицій шляхом емісії цінних паперів на промислових підприємствах «другого ешелону».

Для створення сприятливого інвестиційного клімату в країні необхідно подальше формування інструментів фондового ринку. Саме фондовий ринок повинен стати інструментом, що забезпечує приплив капіталу в реальний сектор. І це потребує всебічної підтримки держави, що і має стати об'єктом подальших наукових досліджень в даній сфері.

### *Література*

1. Земцов Д. Международная практика трансграничного размещения эмиссионных ценных бумаг / Д. Земцов. – // Рынок ценных бумаг. – 2007. – № 21. – С. 66-69.
2. Козырь Ю. Влияние планируемой дополнительной эмиссии акций на оценку текущей стоимости бизнеса / Ю. Козырь. – // Рынок ценных бумаг. – 2007. – № 8. – С. 76-79.
3. Пархоменко О. С. Основні складові дивідендної політики підприємства / О. С. Пархоменко. – // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2008. – № 5. – С. 126-130.
4. Ружанская Л. Особенности дивидентной политики российских компаний и интересы инвесторов / Л. Ружанская, С. Лукьянов. – // Вопросы экономики. – 2010. – № 3. – С. 132-146.
5. Горовець Н. О. Проблеми формування ефективної дивідендної політики вітчизняними акціонерними товариствами / Н. О. Горовець, М. Г. Горовець. – // Економіка. Фінанси. Право. – 2010. – № 3. – С. 3-6.
6. Кузьмін О. Є. Фінансування діяльності корпорацій на засадах внутрішніх відсоткових облігаційних позик / О. Є. Кузьмін, О. Г. Мельник. – // Фінанси України. – 2008. – № 2. – С. 59-67.
7. Лютий І. О. Формування механізму управління емісійною діяльністю підприємства на ринку облігацій / І. О. Лютий, Т. В. Нічосова. – // Фінанси України. – 2008. – № 6. – С. 45-53.
8. Перекрест Т. В. Розробка та реалізація етапів емісійної програми підприємств машинобудування / Т. В. Перекрест. – // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2008. – № 6. – С. 168-174.

*Рекомендовано до друку:*  
д.е.н., проф. Швець В.Я., 05.09.2010

*Надійшло до редакції:*  
27.08.2010