

Процентные стратегии управления корпоративным облигационным займом*Interest rate strategies for corporate bond loan management***Бельзецкий Анатолий Иосифович**, кандидат технических наук, директор ООО «БелМежКомИнвест»**Belzetsky Anatoly**, PhD in Technical sciences, Director of LLC «BelMezhKomInvest»**e-mail:** bmki07@mail.ru**Аннотация**

В зависимости от степени учета экономических интересов эмитента, с одной стороны, а также интересов инвесторов и посредников, с другой, предложена классификация процентных стратегий управления корпоративным облигационным займом. Проанализировано влияние стимулирующей, оптимальной, максимизирующей и агрессивной процентных стратегий управления на доходность и эффективность корпоративного облигационного займа с учетом и без учета налоговой льготы на доход по корпоративным облигациям. В качестве методологического инструмента исследования процентных стратегий управления займом используется закон сохранения экономической выгоды. Для каждой процентной стратегии управления приведены формулы расчета параметров типового корпоративного облигационного займа и даны рекомендации по их применению.

Ключевые слова: корпоративные облигации, облигационный заем, стратегия управления, закон сохранения экономической выгоды.

Abstract

Depending on the degree of consideration of the issuer's economic interests, on the one hand, and the interests of investors and intermediaries, on the other hand, the classification of interest-rate strategies for corporate bond management is proposed. Influence of incentive, optimal, maximizing and aggressive interest management strategies on the yield and efficiency of the corporate bond loan with and without allowance for tax relief on income on corporate bonds is analyzed. The law of economic benefit preservation is used as a methodological tool for the study of interest rate loan management strategies. For each interest management strategy, formulas for calculating the parameters of a typical corporate bond loan as well as recommendations for their use are given.

Keywords: corporate bonds, bond loan, management strategy, the law of preservation of economic benefits.

Поступила в редакцию / Received: 01.04.2019

Web: <http://elibrary.miu.by/journals/item.eui/issue.1/article.4.html>**Введение**

Процентная стратегия управления корпоративным облигационным займом является важнейшим инструментом регулирования его эффективности и составляет неотъемлемую часть финансового инжиниринга при выборе основных параметров облигационного займа [1]. Под процентной стратегией управления облигационным займом понимается комплекс мероприятий по реализации экономических интересов эмитента для привлечения денежных средств путем выпуска, размещения, обращения и погашения облигаций, когда основным управляющим параметром выступает процентная ставка.

В основу исследования процентных стратегий управления корпоративным облигационным займом положен закон сохранения экономической выгоды [2]: пересечение экономических интересов главных участников функционирующего рынка (эмитентов и инвесторов) формирует общерыночную экономическую выгоду, которая полностью распределяется между основными участниками рынка (эмитентами, инвесторами, посредниками и государством).

Из данного закона вытекает следующее. Во-первых, условием существования закона является функционирующий рынок, поскольку только в процессе функционирования рынка возможна реализация экономических интересов его основных участников. Во-вторых, закон постулирует существование такого объектив-

ного свойства рынка, как общерыночный экономический интерес, который образуется на пересечении экономических интересов его основных участников и измеряется общерыночной экономической выгодой. В-третьих, общерыночный экономический интерес выступает методологическим инструментом для исследования свойств функционирующего рынка, то есть, изучая свойства общерыночного экономического интереса, можно раскрыть закономерности функционирования рынка. В-четвертых, общерыночная экономическая выгода всегда распределяется между основными участниками рынка, то есть не существует каких-либо ее излишков, которые бы ни к кому не относились и никому не принадлежали.

В математической форме закон сохранения экономической выгоды может быть представлен в виде балансового уравнения экономических выгод. Левая часть этого уравнения равна общерыночной экономической выгоде, а правая – сумме экономических выгод основных участников рынка. Для рынка корпоративных облигаций общерыночная экономическая выгода образуется в результате пересечения экономических интересов эмитента и инвесторов и измеряется средом процентных ставок, равным разности между верхней и нижней границами возможной доходности эмитируемого облигационного займа [1]:

$$\Delta r = R_H - R_L, \quad (1)$$

где Δr – сред процентных ставок;

R_H – верхняя граница возможной доходности облигационного займа;

R_L – нижняя граница возможной доходности облигационного займа.

В качестве показателей, измеряющих экономическую выгоду основных участников рынка (инвесторов, государства, посредников и эмитента), выбраны процентные ставки или доходности. Экономическая выгода инвестора измеряется премией за риск инвестору, равной дополнительной доходности облигации по отношению к доходности альтернативного и менее рискованного инструмента, например, государственных облигаций. Экономическая выгода государства представляет собой ставку налога на доход по корпоративной облигации, приведенную к ее доходности. Экономическая выгода посредников измеряется доходностью, получаемой ими в результате оказания услуг на рынке корпоративных облигаций. Экономическая выгода эмитента равна скидке к процентной ставке альтернативного инструмента привлечения денежных средств, например, банковского кредита. В итоге балансовое уравнение экономических выгод основных участников рынка корпоративных облигаций имеет следующий вид [1]:

$$\Delta r = R_H - R_L = r_p + r_n + r_n + r_s, \quad (2)$$

где r_p – доходность, равная премии за риск инвестору;

r_n – доходность, соответствующая налогу на доход по облигации;

r_n – доходность посредников;

r_s – доходность эмитента.

Разделив левые и правые части уравнения (2) на сред процентных ставок, получим балансовое уравнение экономических выгод в безразмерной форме:

$$k_p + k_n + k_n + k_s = 1, \quad (3)$$

где k_p , k_n , k_n , k_s – коэффициенты доходности соответственно инвесторов, налогообложения, посредников и эмитента.

Эффективная процентная стратегия управления облигационным займом разрабатывается эмитентом и проводится им в жизнь на всех этапах цикла облигационного займа на основе учета экономических интересов основных участников рынка корпоративных облигаций. В зависимости от степени учета экономических интересов эмитента, с одной стороны, а также интересов инвесторов и посредников, с другой, для заданных условий налогообложения дохода по облигациям можно выделить следующие виды стратегий управления корпоративным облигационным займом: стимулирующую, оптимальную, максимизирующую и агрессивную.

Стимулирующая процентная стратегия

Стимулирующая процентная стратегия управления корпоративным облигационным займом применяется, когда эмитент впервые выходит на рынок и у него

отсутствует рыночная кредитная история. Для проникновения на рынок эмитент предлагает инвестору условия, которые отличаются от среднерыночных в лучшую для инвестора сторону. Как правило, срок заимствования небольшой (1–2 года), выплата процентов производится ежеквартально, а иногда и ежемесячно, предлагается ежеквартальная оферта и повышенная премия за риск инвестору.

Отличие стимулирующей процентной стратегии в том, что при установлении процентной ставки по облигационному займу эмитент отказывается от получения общерыночной экономической выгоды в пользу инвесторов и посредников. В этом случае оставшаяся после налогообложения часть $(1 - k_n)$ общерыночной экономической выгоды распределится между ними (рисунок 1):

$$k_n = [k_n]; k_s = 0; k_n = 1 - k_n - k_p; k_p = 1 - k_n - k_n, \quad (4)$$

где $[k_n]$ – коэффициент ставки налога на доход по корпоративной облигации:

$$k_n = \frac{H(k_L + k_p)}{100 - H}, \quad (5)$$

где $k_L = R_L / \Delta r$ – коэффициент нижней границы возможной доходности облигационного займа;

H – ставка налога на доход по корпоративным облигациям.

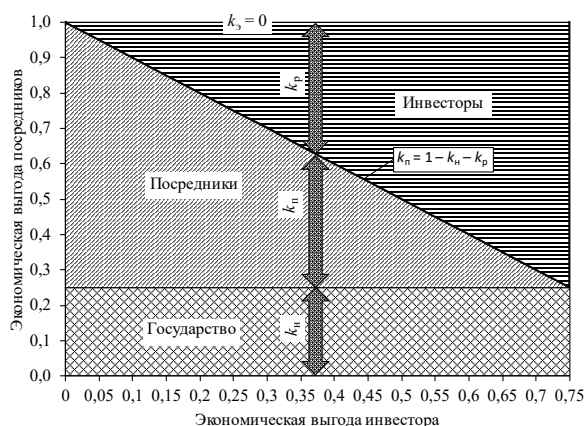


Рисунок 1 – Распределение общерыночной экономической выгоды между основными участниками рынка для стимулирующей процентной стратегии

Доходность эмитируемых облигаций рассчитывается по формуле

$$R_o = R_L + r_p + r_n. \quad (6)$$

Подставляя (4) в (6), после преобразований получаем

$$R_o = R_L + 0,5 (R_H - R_L) (1 + k_n). \quad (7)$$

Доходность эмитируемых облигаций связана со стоимостью облигационного займа следующим выражением:

$$R_s = R_o + r_n. \quad (8)$$

Доходность посредников – это приведенные к доходности облигации все транзакционные издержки, связанные с выпуском, размещением, обращением и погашением облигаций. Подставляя (7) в (8), получим выражение для оценки стоимости облигационного займа:

$$R_3 = R_L + (R_H - R_L) [0,5 (1 + k_n) + k_p]. \quad (9)$$

Для стимулирующей процентной стратегии доходность облигаций и стоимость облигационного займа устанавливаются таким образом, чтобы инвесторы и посредники получили максимально возможную экономическую выгоду.

Экономическая эффективность корпоративного облигационного займа определяется отношением полученной эмитентом экономической выгоды, обусловленной эмиссией облигационного займа, к затратам, связанным с его выпуском и обслуживанием:

$$E_3 = \frac{r_3}{R_3} \cdot 100 \%, \quad (10)$$

где E_3 – экономическая эффективность корпоративного облигационного займа.

Поскольку в стимулирующей процентной стратегии управления эмитент отказывается от получения экономической выгоды ($r_3 = 0$) в пользу остальных участников рынка, то экономическая эффективность облигационного займа будет равна нулю ($E_3 = 0$).

Оптимальная процентная стратегия

Оптимальная процентная стратегия управления корпоративным облигационным займом применяется, когда эмитент провел успешное размещение и погашение нескольких облигационных займов и у него начала формироваться положительная кредитная история. Для формирования устойчивых позиций на рынке эмитент предлагает инвесторам условия по облигационному займу, которые приближаются к среднерыночным. При этом параметры облигационного займа отличаются тем, что срок заимствования составляет более года (1–3 года), выплата процентов по займу производится раз в полгода или ежеквартально, предлагается ежеквартальная или полугодовая оферта, премия за риск инвестору соответствует уровню кредитоспособности эмитента.

При оптимальной процентной стратегии эмитент устанавливает процентную ставку по облигационному займу из условия равномерного распределения оставшейся после налогообложения общерыночной экономической выгоды между основными участниками рынка (рисунок 2). В этом случае коэффициенты доходности основных участников рынка будут иметь следующий вид:

$$\begin{aligned} k_n &= [k_n]; k_3 = 1 - k_n - k_p - k_n; k_p = 1 - k_n - k_3 - k_n; \\ k_n &= 1 - k_n - k_p - k_3, \end{aligned} \quad (11)$$

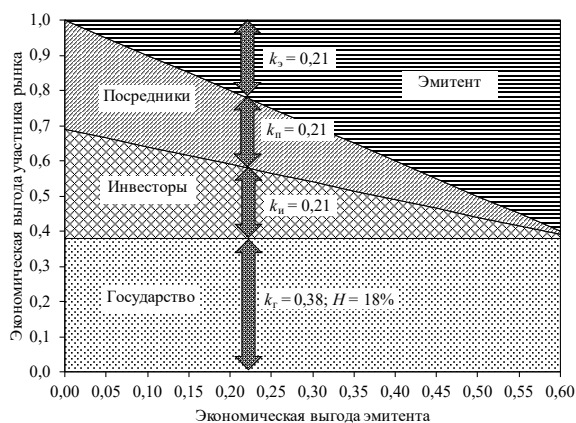


Рисунок 2 – Распределение общерыночной экономической выгоды между основными участниками рынка для оптимальной процентной стратегии

Подставляя (11) в (7), (9) и (10), после преобразований получим формулы для расчета доходности эмитируемых облигаций, стоимости и эффективности облигационного займа для оптимальной процентной стратегии управления им:

$$R_0 = R_L + (R_H - R_L) (1 + 2 [k_n]) / 3; \quad (12)$$

$$R_3 = R_L + (R_H - R_L) (2 + [k_n]) / 3; \quad (13)$$

$$E_3 = \frac{1 - [k_n]}{2 + 3k_L + [k_n]} \cdot 100 \%. \quad (14)$$

Для ставки налога, равной 0, формулы (12)–(14) упростятся и примут следующий вид:

$$R_0 = R_L + (R_H - R_L) / 3; \quad (15)$$

$$R_3 = R_L + 2 (R_H - R_L) / 3; \quad (16)$$

$$E_3 = \frac{1}{2 + 3k_L} \cdot 100 \%. \quad (17)$$

Максимизирующая процентная стратегия

Максимизирующая процентная стратегия управления корпоративным облигационным займом применяется, когда эмитент в результате успешных размещений и погашений многих предыдущих займов занял прочное положение на рынке корпоративных облигаций и сформировал положительную кредитную историю. Благодаря этому эмитент может предложить инвесторам условия по займу, которые отличаются от среднерыночных в несколько худшую для инвестора сторону. Как правило, для таких займов срок заимствования составляет более трех лет (3–5 лет), выплата процентов производится раз в полгода, оферта не применяется, премия за риск инвестору соответствует или несколько меньше уровня кредитоспособности эмитента.

Отличие максимизирующей процентной стратегии управления облигационным займом в том, что при установлении процентной ставки по облигационно-

му займу эмитент предполагает изъять максимально возможную часть оставшейся после налогообложения общерыночной экономической выгоды, оставляя инвесторам и эмитентам ее минимальную часть, но позволяющую им реализовать свои экономические интересы (рисунок 3). В этом случае коэффициенты доходности основных участников рынка будут иметь следующий вид:

$$k_3 = 1 - k_p - k_n - k_n \rightarrow \max; \quad (18)$$

$$k_p = [k_p], k_n = [k_n], k_n = [k_n]; \quad (19)$$

$$\Delta r = [r_p] + [r_n] + [r_n] + r_3, \quad (20)$$

где $[k_p]$ – коэффициент минимально допустимого значения премии за риск инвестору;

$[k_n]$ – коэффициент налогообложения, определяемый исходя из существующей ставки налога на доход по облигации;

$[k_n]$ – коэффициент минимально допустимого значения доходности посредников, определяемый, например, рентабельностью их собственного капитала;

$[r_p]$ – минимально допустимое значение премии за риск инвестору;

$[r_n]$ – минимально допустимое значение доходности посредников, определяемое, например, рентабельностью их собственного капитала.

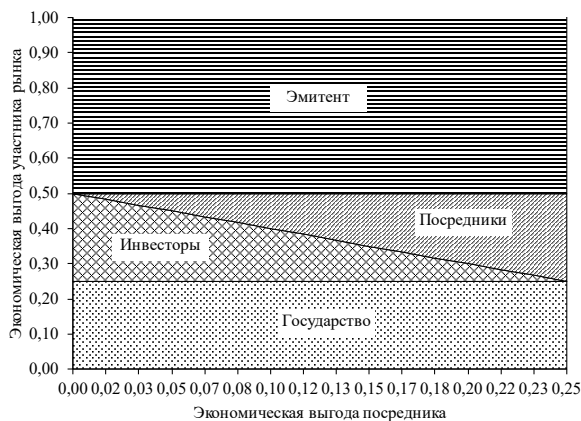


Рисунок 3 – Распределение общерыночной экономической выгоды между основными участниками рынка для максимизирующей процентной стратегии

Подставляя (18)–(20) в (7), (9) и (10), после преобразований получим формулы для расчета доходности эмитируемых облигаций, стоимости и эффективности облигационного займа для максимизирующей процентной стратегии:

$$R_o = R_L + (R_H - R_L) ([k_p] + [k_n]); \quad (21)$$

$$R_3 = R_L + (R_H - R_L) ([k_p] + [k_n] + [k_n]); \quad (22)$$

$$E_3 = \frac{1 - [k_p] - [k_n] - [k_n]}{k_L + [k_p] + [k_n] + [k_n]} \cdot 100 \%. \quad (23)$$

При установлении налоговой льготы на доход по облигациям государство отказывается от получения

общерыночной экономической выгоды в пользу остальных участников рынка (эмитентов, инвесторов и посредников), тогда как эмитент при установлении доходности эмитируемых облигаций исходит из условия максимально возможного изъятия общерыночной экономической выгоды. В этом случае коэффициенты доходности, описывающие распределение общерыночной экономической выгоды между основными участниками рынка, будут иметь следующий вид:

$$k_n = 0; k_3 = 1 - [k_p] - [k_n]; k_p = [k_p]; k_n = [k_n]. \quad (24)$$

Подставляя (24) в (21)–(23), после преобразований получаем формулы для расчета параметров корпоративного облигационного займа с учетом налоговой льготы ($H = 0$):

$$R_o = R_L + (R_H - R_L) [k_p]; \quad (25)$$

$$R_3 = R_L + (R_H - R_L) ([k_p] + [k_n]); \quad (26)$$

$$E_3 = \frac{1 - [k_p] - [k_n]}{k_L + [k_p] + [k_n]} \cdot 100 \%. \quad (27)$$

Агрессивная процентная стратегия

Агрессивная процентная стратегия управления корпоративным облигационным займом не осуществима на практике, поскольку экономические интересы посредников и инвесторов не будут реализованы, а соответственно, и размещение облигационного займа не имеет смысла. Данная стратегия представляет собой теоретический интерес как предельный случай, когда эмитент строит свою процентную стратегию управления займом таким образом, чтобы отобрать всю оставшуюся после налогообложения общерыночную экономическую выгоду, ничего не оставляя посредникам и инвесторам. В этом случае коэффициенты доходности основных участников рынка будут иметь следующие значения:

$$k_p = 0; k_n = [k_n]; k_n = 0; k_3 = 1 - [k_n]. \quad (28)$$

Для данных параметров доходность эмитируемых облигаций и стоимость облигационного займа будут совпадать:

$$R_o = R_3 = R_L + (R_H - R_L) [k_n]; \quad (29)$$

$$E_3 = \frac{1 - [k_n]}{k_L + [k_n]} \cdot 100 \%. \quad (30)$$

Заключение

Для заданных условий налогообложения процентные стратегии управления корпоративным облигационным займом отличаются степенью учета экономических интересов эмитента займа и остальных участников рынка (инвесторов и посредников).

Все возможные процентные стратегии управления корпоративным займом лежат в диапазоне от неприятия во внимание экономических интересов эмитента в пользу экономических интересов инвесторов и посредников до максимально возможного учета интересов эмитента за счет экономических интересов инвесторов и посредников. Между двумя диаметрально противоположными процентными стратегиями лежат оптимальная и максимальная процентные стратегии управления облигационным займом. С ужесточением данной стратегии ($k_s \rightarrow 1 - [k_s]$) экономическая выгода эмитента растет, а экономическая выгода инвесторов и посредников снижается (рисунок 4).

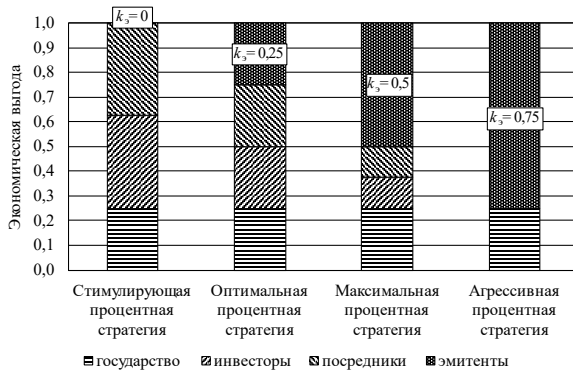


Рисунок 4 – Структура экономической выгоды основных участников рынка облигаций для различных процентных стратегий управления облигационным займом

Реализация эмитентом корпоративного облигационного займа той или иной процентной стратегии управления зависит от параметров макросреды, в которой размещается облигационный заем, в первую очередь, от соотношения спреда процентных ставок между банковскими кредитами и доходностью государственных облигаций или вкладов (депозитов). При постоянной ставке процента на доход по корпоративным облигациям рыночные колебания процентных ставок приводят к постоянному отклонению от выбранной процентной стратегии управления облигационным займом. Чем более жесткую процентную стратегию применяет эмитент займа, тем больше будет вероятность недополучения экономической

выгоды инвесторами и посредниками и тем выше будет риск размещения корпоративного облигационного займа.

Отмена налоговой льготы на доход по корпоративным облигациям в наибольшей степени коснется эффективности облигационных займов тех эмитентов, которые реализуют максимальную процентную стратегию. В несколько меньшей степени это затронет эмитентов, использующих оптимальную процентную стратегию, и почти не повлияет на эффективность облигационных займов для эмитентов, реализующих стимулирующую процентную стратегию.

Литература / References

- [1] Бельзецкий, А.И. Управление корпоративным облигационным займом / А.И. Бельзецкий // Управление в социальных и экономических системах: материалы XX Междунар. науч.-практ. конф., Минск, 20 мая 2011 г. / Минский ин-т управления; редкол.: Н.В. Суша [и др.]. – Минск, 2011. – С. 95–96.

Belzetsky, A.I. Upravlenie korporativnym obligatsionnym zaimom / A.I. Belzetsky // Upravlenie v sotsialnykh i ekonomicheskikh sistemakh: materialy XX Mezhdunar. nauch.-prakt. konf, Minsk, 20 maya 2011 g. / Minskii in-t upravleniya; redkol.: N.V. Susha [i dr.]. – Minsk, 2011. – P. 95–96.

- [2] Бельзецкий, А.И. Формирование и функционирование рынка корпоративных облигаций в условиях переходной экономики / А.И. Бельзецкий // Проблемы выбора эффективной денежно-кредитной политики в условиях переходной экономики: сб. докл. II Междунар. науч.-практ. конф., Минск, 19–20 мая 2008 г. / редкол.: П.В. Каллаур [и др.]. – Минск: Национальный банк Республики Беларусь, 2008. – С. 323–341.

Belzetsky, A.I. Formirovanie i funkcionirovanie rynka korporativnykh obligatsii v usloviyakh perekhodnoi ekonomiki / A.I. Belzetsky // Problemy vybora effektivnoi denezhno-kreditnoi politiki v usloviyakh perekhodnoi ekonomiki: sb. dokl. II Mezhdunar. nauch.-prakt. konf., Minsk, 19–20 maya 2008 g. / redkol.: P.V. Kallaur [i dr.]. – Minsk: Natsionalnyi bank Respubliki Belarus, 2008. – P. 323–341.