



Інна БІЛОУС

БОРГОВЕ ФІНАНСУВАННЯ НА РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНИ

Розглянуто проблеми функціонування ринку корпоративних облігацій України і поширення використання облігацій підприємств як фінансових інструментів. Визначено рестрикційні чинники та особливості становлення облігаційного сегменту вітчизняного фондового ринку. Обґрунтовано заходи щодо стимулювання перспектив його розвитку.

The functioning problems of corporate bonds market in Ukraine and spreading of enterprise bonds use as financial instruments are considered. The restriction factors and formation peculiarities of bonds segment at domestic stock market are studied. The measures on stimulation of its development prospects are substantiated.

Для фінансування господарюючих суб'єктів окрім внутрішніх джерел можуть використовуватися зовнішні джерела, і зокрема – кредити банків і боргові цінні папери. В сукупності останніх саме корпоративні облігації (інша назва – облігації підприємств) займають чільне місце.

Основною перевагою корпоративних облігацій порівняно з банківськими кредитами є організація і підтримка вторинного фондового ринку. В Україні активний розвиток фондового сегменту корпоративного боргу обумовлюється можливостями використання сек'юритизованих фінансових інструментів, коли ресурси банків не повністю задовольняють потреби додаткового фінансування. Первинний ринок при цьому визначає початкові обсяги інвестування, а вторинний ринок, – як “барометр” оцін-

ки ліквідності тих чи інших активів, дає змогу інвесторам і професійним операторам більш ефективно управляти своїм інвестиційним портфелем, диверсифікуючи при цьому інвестування і нівелюючи ризики. Віддаючи належне розробкам фахівців-фінансистів у сфері фондового ринку – М. Бурмаки, О. Мертенса, О. Мозгового, А. Федоренка, В. Шапрана та інших, слід зазначити, що проблема розширення ємності ринку корпоративного боргу залишається все ще малодослідженою. Тому аналіз становлення вітчизняного ринку корпоративних облігацій з окресленням перспектив його розвитку набуває важливого дослідницького значення, – і саме у вирішенні щойно вказаного завдання полягає мета цієї статті.

Ретроспективно зазначимо, що сегмент ринку корпоративних облігацій до

середини 1999 р. розвивався явно недостатньо. Статистичні дані засвідчують, що включно по 1999 р. обсяги реєстрації облігацій підприємств були незначними і тільки подекуди перевищували сто мільйонів гривень у річному вимірі. Таке фактичне ігнорування боргових інструментів корпоративного фінансування у 90-ті рр. пояснюється тим, що до середини 1999 р. кошти, які запозичувались підприємством через емісію власних облігацій, розглядалися як дохід, що оподатковувався за ставкою 30% від суми облігаційних надходжень. Після ухвалення у 1999 р. Закону України “Про внесення змін до деяких законів України з метою стимулювання інвестиційної діяльності” такий хибний підхід було усунуто, і різке збільшення емісій корпоративних облігацій у 1999 р. (коли торгові обсяги їх емісій перевищили 132 млн. грн.) пояснюється і фактором позитивних законодавчих змін. В наступні роки (окрім 2000 р.) ринки корпоративних облігацій підтверджують поступальну динаміку розвитку, – у 2002–2004 рр. обсяги емісій облігацій підприємств перевищували 4 млрд. грн., а у 2005 р. – понад 12,7 млрд. грн. Кількісна інтерпретація первинних ринків корпоративних облігацій подана в табл. 1.

Бум корпоративних облігацій у 2005 році обумовили не тільки структурні зміни розвитку вітчизняного фондового ринку та економіки, але й такі системні фактори: а) закінчення виборчих кампаній в Україні; б) оптимістичні сподіван-

ня резидентів та іноземних інвесторів щодо економічного розвитку держави. Разом з тим, доводиться констатувати, що дотепер частка корпоративних облігацій у загальному обсязі фінансування підприємств незначна. Так, відношення обсягів ринку корпоративних облігацій до обсягів ринку банківського кредитування станом на початок 2006 р. не перевищило 9,6%.

Проте, за експертними оцінками, обсяг корпоративних облігаційних запозичень майже у 13 млрд. грн. не є межею, оскільки ринки сек'юритизованих боргових інструментів ще далеко не насичені. Залишаються перманентно гострими питання як недостатності інвестицій, так і недостатності ефективних інструментів залучення додаткового капіталу. Відображена у таблиці 1 більш, ніж двократна різниця між обсягами емісій облігацій підприємствами фінансового і реального сектору (26,06 та 10,14 млрд. грн. відповідно), засвідчує обмежену присутність останніх на ринку корпоративного боргу.

Зважаючи на те, що у конкурентних умовах можуть бути обмеження лише на розміщення активів (якими є рестрикції держави як регулятора ринків), але не може бути обмежень на вторинний обіг активів, слід відзначити ключову роль вторинного ринку корпоративних облігацій у функціонуванні організованого ринку цінних паперів.

Вторинний ринок корпоративних облігацій (як і будь-який інший вторинний

Таблиця 1

Первинний ринок корпоративних облігацій України, млн. грн.*

Емітенти	2001 р.	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.
Фінансові установи (банки і страхові компанії)	73,44	112,53	336,16	329,93	2606,62
Інші підприємства	620,88	4162,09	3905,71	3776,66	10141,65
Всього	694,33	4274,62	4241,86	4106,59	12748,28

* Джерело: www.ssmc.gov.ua

ринок) представлений мережею організаторів торгівлі – фондовими біржами і, – донедавна сукупно з ними торговельно-інформаційними системами (до червня 2006 р., коли Перша фондова торговельна система (ПФТС) набула статусу фондової біржі). Оскільки Перша фондова торговельна система займала упродовж останніх років переважну частку організованого фондового ринку, – в середньому понад чотири п'ятих від його загального обсягу, то є підстави показати динаміку і особливості вторинного ринку корпоративних облігацій саме у розрізі торгів у цьому сегменті.

У структурі торгів ПФТС корпоративні облігації в останні два роки займають чільне місце – в межах 34–44% від загального обсягу торгів [2]. З одного боку, цьому сприяють нові правила торгівлі на ПФТС, за якими забороняється проводити “односторонні” операції куплі-продажу (серед яких раніше було найбільше облігацій внутрішньої державної позики), а з іншого – зменшення дохідності останніх. Для прикладу: станом на середину 2006 р. на ПФТС проводилися торги 592 фінансовими інструментами: 290 корпоративними облігаціями, 264 акціями та 38 інвестиційними сертифікатами. Отже, разом з розвитком власне облігаційного ринку, слід відзначити і розвиток ПФТС. Фактично, уже зараз, в рамках ПФТС, за рахунок операцій з корпоративними

облігаціями значною мірою формується ліквідний фондовий ринок.

У 2006 році спостерігалась поступальна активізація торгів корпоративними облігаціями, які значно потіснили інтерес інвесторів до придбання акцій та державних облігацій (відповідно наступні місця в трійці інвестиційно привабливих фондових активів). Після зазначеного вище “переструктурування” структури організованого ринку цінних паперів і набуття ПФТС офіційного статусу фондової біржі, вже за результатами другого півріччя обсяг торгів корпоративними облігаціями у ПФТС перевищив 7 млрд. грн., що становило майже $\frac{3}{5}$ від загального піврічного обсягу торгів у ПФТС. Найбільший попит зафіксовано на облігації таких підприємств як “Інвестенерго”, “Київміськбуд-1”, “Українська інвестиційно-інжинірингова компанія”, а також на банківські облігації АКБ “УкрГазбанк” та “ПроКредитбанк”.

Щодо характеристики структури ринку корпоративних облігацій у 2006 році, то беззаперечним лідером серед емітентів стала сфера будівництва. Головна причина цього – необхідність кредитування будівельних проектів на початкових стадіях їх реалізації в умовах зростання цін на нерухомість в країні. Так звані “будівельні корпоративні облігації” займають значну частку вітчизняного ринку корпоративних облігацій – на рівні 56% у галузевому розрізі емітентів (див. рис. 1).



Рис. 1. Структура ринку корпоративних облігацій за сферами діяльності емітентів у 2006 р.

Слід відзначити і загрозу “перегріву” ринку, і ознакою цього, в першу чергу, є перевищення обсягів сукупної пропозиції корпоративних облігацій над їх попитом. Так наприкінці 2006 року

зазначений розрив був майже двократним [3 – від 03.01.2007 р.].

На вітчизняному ринку корпоративних облігацій стався перший дефолт навесні 2006 р., – коли ТОВ “Агропродукт” не змогло розрахуватись за облігаційними зобов'язаннями двох випусків на загальну суму 50 млн. грн., вимусило державні органи і учасників ринку внести запобіжні корективні заходи (наприклад, впровадження для інвесторів такої додаткової послуги банків-андеррайтерів, як надання гарантії виплат за зобов'язаннями емітента) щодо масового поширення таких сек'юритизованих позик.

Проте, зауважимо про дві обставини, що викликаються міркуваннями щодо наслідків дефолту ТОВ “Агропродукт”. Першою з них є те, що негативні наслідки від цього зменшуються, коли дефолт сприймається як доволі ймовірна і очікувана подія, – оскільки наявні вітчизняні суверенні і субсуверенні рейтинги є виключно спекулятивного класу, тобто характеризують придбання різних облігацій як високоризиковані інвестиції. По-друге, на прикладі “Агропродукту” зрозуміло, що при зростанні ринку частка окремо взятого емітента в загальному обсязі емісії може бути незначною, у динаміці така частка постійно зменшується, і тому небезпека системного ризику є відносною.

На основі вищевикладеного можна окреслити такі особливості ринку корпоративних облігацій України. По-перше, спостерігається постійне збільшення кількості емітентів корпоративних облігацій та обсягів залучення ними фінансових ресурсів, причому коло емітентів поповнюється не тільки великими, а й “середніми” структурами; по-друге, торги проводяться з невеликою кількістю паперів, що пов'язано в значній мірі з переважно неринковим характером випуску привабливих для інвесторів корпоративних облігацій; по-третє, сегмент

корпоративних облігацій – як частина в конструкції цілого, – використовує загальну інфраструктуру ринку цінних паперів, внаслідок чого більшість первинних розміщень і організація вторинного ринку здійснюється через посередництво біржі ПФТС; по-четверте, зберігається переважання торгів корпоративними облігаціями емітентів, чий бізнес забезпечує швидкий обіг капіталу (сфери фінансів, торгівлі, харчової промисловості та сфери будівництва). Останнє твердження вбачається логічним і з огляду на те, що підприємства перерахованих галузей є достатньо кредитоспроможними, а їх послуги і продукти постійно з потребуються у ринковому середовищі.

Зазначені особливості поєднуються із низкою допоки нерозв'язаних питань розвитку вітчизняного ринку корпоративних облігацій. Зокрема, серед них: а) неможливість адекватної оцінки рівня кредитного ризику позичальника – коли рейтингування облігацій не є достатньо релевантним в інформаційному аспекті; б) все ще незначні строки обігу облігацій та обмежена їх ліквідність; в) наявність прихованих “вбудованих” додаткових умов обігу облігацій, які підвищують ризику для їх власників.

Таким чином, найдієвішими заходами розв'язання цих та пов'язаних з ними інших проблем розвитку ринку корпоративних облігацій є:

По-перше, удосконалення рейтингування для внутрішніх випусків корпоративних облігацій через формування системи відповідних послуг вітчизняних і міжнародних рейтингових агентств. Також успішне розміщення майбутніх випусків облігацій значною мірою визначається врівноважуванням інфляційних очікувань та зменшенням інфляції як дестабілізуючого чинника розвитку економіки в цілому.

По-друге, серед стимулюючих факторів розвитку ринку корпоративних

облігацій окремої уваги заслуговує питання оподаткування доходів фізичних осіб (як масових інвесторів) від володіння цими фінансовими інструментами. Для підвищення зацікавленості фізичних осіб в придбанні облігацій підприємств, потрібно усунути дискримінацію, яка існує при оподаткуванні доходів від облігацій. Відсотки за облігаціями, які виплачуються фізичній особі, включаються в сукупний дохід і оподатковуються податком з доходів фізичних осіб. Але фізична особа не сплачує податку при купівлі державних цінних паперів чи іменних ощадних сертифікатів, випущених банками. На введення оподаткування доходів фізичних осіб від банківських депозитів Верховною Радою України введений мораторій до 2010 року. Все це штучно обмежує конкурентоспроможність корпоративних облігацій порівняно з іншими інвестиційними інструментами. Мова йде не про звільнення доходів від облігацій від оподаткування, а про використання рівних умов оподаткування порівняно з іншими фінансовими інструментами.

По-третє, сама економічна природа здійснення запозичень передбачає необхідність реалізації емітентами-позичальниками довгострокових програм фінансування своїх проектів за допомогою процедури рефінансування боргів. Наприклад, в умовах України така практика реалізується допоки показово у секторі державних фінансів (Міністерство фінансів періодично позичає на боргових ринках під низькі відсотки з метою повернення дорожчих ресурсів, отриманих раніше). Корпоративний сектор може повністю використовувати переваги такого комбінування фінансових інструментів. Тому підприємства, випускаючи облігації з терміном обігу в межах більш тривалого строку реалізації

основного мега-проекту та за умов регулярного виконання своїх облігаційних зобов'язань перед кредиторами, можуть впливати на вартість боргових інструментів на ринку і формувати при цьому позитивну власну кредитну історію.

По-четверте, на вітчизняному ринку корпоративних облігацій очікуються зміни, пов'язані з подальшою його інституціоналізацією. Так, зміни параметрів випусків в частині збільшення обсягів залучення капіталу, – до кількох сот мільйонів гривень, будуть поширюватись і надалі. Попит з боку вітчизняних інвесторів також має підстави для зростання, особливо це стосується інституційних інвесторів – інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів та страховиків, чиї портфелі формуються безумовно і за рахунок придбання корпоративних облігацій. Проте прихід на ринок нерезидентів може зумовити поглиблення залежності від коливань валютного курсу і кон'юнктури на зовнішніх ринках. Відтак, стабільність гривні виступає суттєвим фактором забезпечення стабільності ринку корпоративного боргу.

Поєднання значного попиту на вільні фінансові ресурси і постійне зростання пропозиції щодо їх розміщення (при явно недокапіталізованому на сьогодні ринку акцій) дозволяє зробити висновок, що ринок корпоративних облігацій України може стати найбільш динамічним сектором вітчизняного фондового ринку.

Література

1. *Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України // www.ssmc.gov.ua.*
2. *Офіційний сайт Першої фондової торговельної системи // www.pfts.com.*
3. *Офіційний сайт Українського фінансового сервера // ufs.com.ua*