

РОЛЬ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ У ТРАНСФОРМУВАННІ ЕКОНОМІЧНОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ

*І.В. Шкодiна, канд. екон. наук,
Харківська філія Української академії банківської справи*

Одним з основних аспектів трансформування економічної системи України є нестача інструментів інвестування. Проблема недостатнього насичення прямими та портфельними інвестиціями національної промисловості потребує термінового вирішення на загальнодержавному рівні. Світова практика показує, що в країнах, де спостерігається дефіцит фінансових інструментів, широкого розвитку набуває розвиток ринку корпоративних облігацій. Корпоративні облігації є одним з варіантів залучення боргового фінансування, найбільшим з яких є банківське кредитування.

Економічним аспектам формування і розвитку ринку корпоративних облігацій присвячено порівняно невелику кількість досліджень. Особливої уваги заслуговують роботи М. Маковецького, Я. Міркіна, С. Лялина, О. Суркова та інших.

Таким чином, актуальність проблеми розвитку ринку корпоративних облігацій, недостатня освітленість її в науковій літературі визначили тему статті, що має на меті з'ясувати роль ринку корпоративних облігацій у трансформуванні економічної системи України.

Однією з тенденцій на світових фінансових ринках останнім часом стала так звана "сек'юритизація" (securitisation), тобто зростання частки ринку цінних паперів у фінансовій системі, і дисинтермедіація (disintermediation), що значить усунення посередників (насамперед, банків) з інвестиційного процесу. Сек'юритизація особливо торкається ринків боргових зобов'язань там, де спостерігається зростання частки облігаційних позик і зниження частки банківських кредитів у зобов'язаннях корпорацій.

У сучасних розвинутих країнах облігації корпорації, як правило, складають від 10-15 до 60-65 % загальних обсягів емісій корпоративними цінними паперами [3, с. 19], що свідчить про важливу роль облігацій як альтернативного джерела інвестицій. Причина зростання ролі ринку цінних паперів і особливо ринку облігацій полягає в тому, що поширення інформаційних технологій приводить до значного зниження трансакційних витрат на фінансових ринках і набагато полегшує рух інформації. Це скорочує поле діяльності традиційних фінансових інститутів (банків) і самі банки значною мірою змінюються, поступово зближуючись за своєю природою із інвестиційними фондами.

Наявність у країні розвинутого ринку корпоративних облігацій має кілька переваг [2, с. 59]. Це пояснюється, по-перше, тим, що банківська система за своєю суттю піддається значному системному ризику. Неповорнення банківських кредитів може спровокувати крах конкретного банку, а це, у свою чергу, може викликати загальну кризу банківської

системи в країні – падіння довіри вкладників, відтік коштів із рахунків, банкрутство інших банків. Чим більша частка ринку корпоративних облігацій у країні, тим менша імовірність такого розвитку подій. По-друге, розвинутий фінансовий ринок, включаючи ринок корпоративних облігацій, здатний краще ніж банківська система оцінювати кредитний ризик. Кредитна політика банків буває надто суб'єктивної, оскільки ухвалення рішення про видачу кредиту може здійснюватися не на основі докладної інформації про позичальника, а на основі особистих зв'язків. Напроти ринок корпоративних облігацій припускає широке коло учасників, що прямо зацікавлені в тому, щоб точно оцінити ризик даних обставин і врахувати його в процентній ставці.

У багатьох країнах існує практика державної підтримки проблемних банків, що може підсилювати недосконалість банківської системи. Державна підтримка породжує проблему несумлінного поведження: банки можуть вкладати кошти в надто ризиковані проекти, знаючи, що держава в будь-якому випадку допоможе їм вийти з кризи при несприятливому розвитку подій. У разі фінансування за допомогою корпоративних облігацій дана ситуація неможлива. У будь-якому випадку державний контроль завжди пов'язаний з визначеними недосконалостями, і надмірно орієнтована банківська система підсилює їх. Ринок корпоративних облігацій, менш схильний до прямого державного регулювання, напроти, здатний згладити ці недосконалості.

На наш погляд, наявність ринку корпоративних облігацій створює дієву та вагому конкуренцію традиційному механізму залучення підприємствами позичкових коштів – банківському кредитуванню. Банки, у силу специфіки їхньої діяльності, мають в основній масі короткострокові зобов'язання, тому прагнуть по можливості видавати короткострокові кредити, щоб уникнути надмірного ризику. У результаті позичальники не мають можливості залучити довгострокове позичкове фінансування, а ринок корпоративних облігацій дозволяє вирішити дану проблему. Цей ринок перевершує ринок кредитних ресурсів за всіма головними якісними показниками: розміром коштів, які може залучати підприємство (якщо воно не акціонерне товариство), строком залучення, розміром процентної ставки, періодичністю сплати процентів та обсягом необхідного забезпечення.

На українському фондовому ринку, на відміну від світових ринків, донедавна були майже повністю відсутні корпоративні облігації. На наш погляд, це пов'язано з тим, що для розвитку ринку корпоративних облігацій не вистачало об'єктивних факторів, через що він не зміг проявити свої потенційні переваги, а підприємства фінансувалися винятково шляхом банківського кредитування. Основні фактори, необхідні для розвитку ринку корпоративних облігацій: наявність великих компаній – потенційних емітентів облігацій; державне регулювання діяльності банків та процесу емісії облігацій; розвинута інфраструктура ринку (інвестиційні банки, торгові системи, рейтингові агентства).

Починаючи з 2002 року, ринок корпоративних облігацій в Україні почав розвиватися дуже динамічно, ставши конкурентом банківському кредитуванню. Як видно з табл. 1, за підсумками 2002 року загальний обсяг торгів корпоративними облігаціями склав понад 2,16 млрд. грн., збільшившись у порівнянні з 2001 роком на 243 % та з 1999 р. – на 8312 % [5, с. 10].

Таблиця 1

Динаміка обсягу виконаних угод з корпоративними облігаціями

Інструмент	1999 рік	Питома вага, %	2000 рік	Питома вага, %	2001 рік	Питома вага, %	2002 рік	Питома вага, %
Корпоративні облігації	26	0,15	220	0,56	890	1,29	2161	1,91
Загальний обсяг операцій з ЦП	16702	100	39241	100	68481	100	108608	100

Протягом 2002 року ДКЦПФР було зареєстровано 108 випусків корпоративних облігацій на суму близько 4,3 млрд. грн., що перевищує загальні обсяги випусків облігацій підприємств за усі попередні роки більше ніж в чотири рази (табл. 2) [1, с. 54].

Аналізуючи обсяги емісії корпоративних облігацій, можна побачити, що за період 1996-2002 рр. найбільші емісії відбувалися за рахунок діяльності на фондовому ринку переважно комерційних банків – у 2001 р., державних підприємств – у 1997, 1999 та 2002 роках, акціонерних товариств – у 2001 та 2002 роках, товариств з обмеженою відповідальністю – у 2001, 2002 роках. Більшість облігацій було випущено у 2001 та 2002 роках завдяки відповідним заходам держави, особливо у сфері оподаткування.

Таблиця 2

Обсяги випуску корпоративних облігацій в Україні у 1996-2002 рр., млн. грн.

Вид суб'єкта підприємницької діяльності	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.
Комерційні банки	0,663	0,500	-	-	5,000	73,44	87,38
Державні підприємства	1,946	102,000	3,5000	120,000	-	56,5	150
Страхові компанії	-	-	-	-	-	-	25,15
Дочірні підприємства	-	-	-	-	-	-	35,10
Інші акціонерні товариства	-	0,035	2,691	-	45,809	168,524	84,92
Товариства з обмеженою відповідальністю	10,200	3,900	2,000	8,000	19,083	352,86	417,17
Об'єднання (концерни)	-	10,000	-	4,188	-	-	-
Орендні підприємства	-	-	-	-	-	43	-

Вид суб'єкта підприємницької діяльності	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.
Усього	12,809	116,435	8,191	132,188	69,892	694,324	4274,62

Порівняно з попередніми роками у 2002 році значно більше юридичних осіб скористувалися можливістю залучення додаткових коштів шляхом випуску корпоративних облігацій. Позитивною рисою ринку облігацій підприємств було значне підвищення інтересу з боку господарських товариств, у першу чергу, товариств з обмеженою відповідальністю (з 352,86 млн. грн. у 2001 р. до 417,7 млн. грн. у 2002 р.), державних підприємств (з 56,5 у 2001 р. до 150 млн. грн. у 2002 р.) та акціонерних товариств, до випуску власних облігацій. За облігаціями багатьох емітентів підтримувались котирування на вторинному ринку, після закінчення терміну обігу облігацій всі емітенти своєчасно та повністю розраховувалися з інвесторами.

Чималий обсяг корпоративних облігацій було випущено і в першому півріччі 2003 року. Номінальна капіталізація ринку корпоративних цінних паперів дорівнює 1,5 % ВВП [6, с. 6]. Найбільшими емітентами облігацій у 2003 році є: ВАТ “Укртелеком” (обсяг емісії 700 млн. грн.), ДВАТ “Південно-Західна залізниця” (500 млн. грн.), АБ “Аваль” (80 млн. грн.), ЗАТ “Сармат” (30 млн. грн.) та ін. Позитивним є вихід ЗАТ “Київстар GSM” на зовнішній ринок запозичень з облігаціями на суму 100 млн. дол. на три роки під 12,75 % річних. Проте важко прогнозувати емітентів, які в конкретний період зможуть випустити свої облігації. Цьому заважає хаотичність емісійної активності цих суб'єктів на фондовому ринку, хоча кожен з них має гостру потребу в додаткових фінансових ресурсах через недосконалість фінансового менеджменту.

На національному ринку корпоративних облігацій все більший вплив справляють банки. Розвинута банківська інфраструктура та операційний інструментарій – головні передумови для виконання банками функцій андеррайтерів ринкових випусків облігацій підприємств та маркет-мейкерів випусків. Проте інтереси банків не завжди збігаються з інтересами приватних інвесторів. Підвищення ролі банків як часто прихованих стратегічних інвесторів призводить до зниження загального рівня ліквідності ринку і витиснення з останнього фінансових та інвестиційних компаній. Одночасно із зменшенням ролі інститутів спільного інвестування та небанківських посередників зменшуються шанси приведення на український ринок портфельних інвесторів, а ринок все більше наближається до стандартів ринку корпоративних прав. За різними оцінками, сьогодні банкам та афілійованим із ними особам належить від 50 до 80 % корпоративного сектора. Проблема полягає також у тому, що банки не пропонують своїм клієнтам вихід на ринок корпоративних цінних паперів.

Проблема ринку облігацій полягає також у законодавчому обмеженні обсягу емісії облігацій акціонерними товариствами на рівні 25 % від розміру статутного капіталу. Це обмеження досить сильно гальмує розвиток ринку і не дає можливості більшості компаній використовувати облігації як

ефективний інструмент залучення коштів. Проте відмова від прив'язки обсягу емісії до абсолютних значень балансових показників (статутного фонду, капіталу тощо) може призвести до погіршення якості інструментів, що випускаються. У разі лібералізації ринку корпоративних облігацій на ринку можуть з'явитися проблемні облігації, що негативно позначиться на рівні ліквідності ринку і загрожуватиме обвалом всього ринку.

Обмеження щодо участі банків на ринку корпоративних цінних паперів тільки як портфельних інвесторів ставить інших фінансових посередників у досить вигідне становище. Звісно, що для банків буде кращим зростання їх ролі як стратегічних інвесторів, оскільки така позиція приносить сьогодні банкам надприбутки. Прихильники скасування обмеження вважають, що в сучасних умовах ефективним механізмом зниження інвестиційних ризиків на ринку корпоративних облігацій мають стати різноманітні інструменти забезпечення та інформаційна прозорість [5, с. 12].

На наш погляд, змінювати систему обмежень треба, але дуже обережно, бо ці скасування можуть призвести до дестабілізації фінансового ринку та до монополізації кредитного ринку. Така монополія призведе до неоптимального розподілу ресурсів, і в остаточному підсумку гальмуватиме економічне зростання у країні.

Таким чином, незважаючи на значний розвиток ринку корпоративних облігацій, існує велике коло чинників, що стримують процес його розвитку – відсутність законодавчого визначення забезпечення облігацій; обмеження для акціонерних товариств щодо випуску облігацій не більше ніж 25 % статутного фонду; відсутність механізму конвертації облігацій у інші цінні папери; 20 % – податок на доходи фізичних осіб від утримання облігацій. Вітчизняні підприємства відчують велику потребу в інвестиціях, тому облігації можуть стати одним з найбільш дійових інструментів для залучення коштів.

Більш того, саме боргові інструменти фондового ринку відповідають структурі власності, що склалася в Україні, та особливостям економічної поведінки українців. Обсяг і структура фінансових ринків пояснюються відмінностями в економічній поведінці населення, яка заснована на відмінностях в національному характері, релігії, традиціях: вищий ступінь активності, інновацій, ризику, що приймається, – вища частка населення в структурі власності; вища схильність до матеріальних благ та збереження – більш значні обсяги має ринок цінних паперів; нижча підконтрольність з боку держави чи роботодавців – більш значна частка в структурі фондового ринку акцій [4, с. 34]. Щодо економічної поведінки українців, то православна релігія з її жорсткою та ієрархічною організацією не створила у населення високих здібностей для прийняття ризиків, бажання бути економічно самостійним, орієнтуватися, перш за все, на отримання прибутку. До того ж придушення ініціативи в радянський період призвели до подальшого ослаблення людського потенціалу країни, до звуження долі активних та кваліфікованих людей, яким властиві приватна ініціатива та конкурентоспроможність. У цілому в рішенні своїх проблем населення

сподівається на державу, економічна самостійність та свобода є меншою цінністю, ніж стабільність. З урахуванням економічної поведінки українського населення, можна з великою часткою вірогідності стверджувати, що фондовий ринок, скоріш за все, існуватиме як борговий ринок, на якому операції з акціями матимуть підпорядковане значення.

Таким чином, розвиток ринку корпоративних облігацій в Україні сприяє активізації інвестиційних процесів, збільшенню ліквідних фінансових інструментів, зменшенню монополії банків, покращенню кількісних і якісних параметрів фондового ринку, що, в свою чергу, позитивно впливає на процес трансформування економічної системи України.

Список літератури

1. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2002 рік // Цінні папери України. – 2003.
2. Лялин С. Корпоративные облигации: за и против // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 1. – С. 59-61.
3. Маковецкий М.Ю. Облигационные займы как инструмент привлечения инвестиций // Финансы. – 2000. – № 7. – С. 17-22.
4. Миркин Я. Традиционные ценности населения и фондовый рынок // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 7. – С. 33-36.
5. Цінні папери України // Офіційне видання ДКЦПФР. – 2003. – № 23.
6. Цінні папери України // Офіційне видання ДКЦПФР. – 2003. – № 34.

Шкодiна, I.В. Роль ринку корпоративних облігацій у трансформуванні економічної системи України [Текст] / I.В. Шкодiна // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць. - Суми: УАБС НБУ, 2004. - Т. 9. - С. 190-196.