

УДК 336.763.3

Ю.А. Авксентьев, канд. екон. наук

СИСТЕМА ОЦІНКИ ФІНАНСОВОГО СТАНУ ЕМІТЕНТА БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ ТА ЕМІСІЇ ОБЛІГАЦІЙ МІСЦЕВИХ ПОЗИК

На сучасному етапі соціально-економічного розвитку регіонів існує низка проблем, пов'язаних з емітуванням облігацій місцевими органами самоврядування: недосконалість нормативно-правової бази; існування негативного досвіду емісій органами місцевого самоврядування в Україні; відсутність теоретичного обґрунтування створення ринку місцевих запозичень; а також відсутність механізмів розвитку ринку місцевих запозичень, таких як впровадження фінансової установи другого рівня на ринку місцевих запозичень тощо. Саме тому перед економічною наукою постала необхідність поглиблення сутності поняття “ринок муніципальних запозичень”, основних його учасників, чинників, що впливають на його розвиток та функціонування, а також перспектив подальшого розвитку.

Випуском цінних паперів не завершується діяльність органів місцевої влади щодо реалізації мети залучення додаткових коштів до бюджетів та позабюджетних цільових фондів. Отримання бажаних фінансових ресурсів залежить далі від того, як відбудеться розміщення облігаційних позик на фондовому ринку. Таким чином, механізм емісії цінних паперів доповнюється механізмом їх розміщення. Він є визначальним елементом у реалізації економічної суті місцевої позики.

Як відомо, діяльність різних учасників фондового ринку України регулюється законодавчими актами, а також постановами і наказами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Відповідно до них органи місцевого самоврядування повинні всю свою діяльність щодо реалізації цінних паперів проводити згідно з положенням, за яким вони, виступаючи як емітент, не мають права самостійно від свого імені проводити операції з цінними паперами на будь-якому з фондових субринків.

Така вимога є наслідком розмежування повноважень суб'єктів ринку цінних паперів. Основний критерій, що надає господарському суб'єкту право проводити операції з цінними паперами на ринку – це наявність ліцензії, яка видається ДКЦПФР. Крім того, органи місцевої влади не мають права проводити реєстрацію виконаних угод та депозитарну діяльність, бо це сфера повноважень інших спеціальних учасників ринку цінних паперів, діяльність яких також ліцензується і згідно із законодавством вимагає утворення юридичної особи з певним розміром статутного капіталу. Нарешті, органи місцевої влади не є членами біржі і не мають права безпосередньо на біржі реалізувати свої цінні папери. Виходячи з цього, роль органів місцевої влади у механізмі розміщення місцевих облігацій визначається виконанням нею ряду обов'язкових функцій:

- місцева рада повинна прийняти рішення про випуск цінних паперів, емітент визначає розмір позики та вид цінних паперів, строки випуску та погашення;
- за емітентом закріплюється відповідальність за облігаційну позику;
- емітент зобов'язаний провести реєстрацію емітованих цінних паперів у ДКЦПФР;
- емітент укладає угоди: з комерційним банком на депозитарне обслуговування, з компанією-реєстратором щодо реєстрації укладених угод;
- емітент може (повинен) подати документи на фондову біржу для включення своїх цінних паперів у біржовий рейтинг та укласти угоду з фондовою біржею на реалізацію своїх паперів через посередників біржі задля їх реалізації через торговий зал біржі та визначення реального курсу.

Таким чином, діяльність емітента на ринку цінних паперів є обмеженою і вона обов'язково доповнюється діяльністю посередників. В Україні використовуються три моделі включення посередника до емісійного механізму. Це, насамперед, модель самостійного емітування, яка ґрунтується на створенні управлінь обслуговування емісії позики, як, наприклад, у Львові, або місцевої комісії з цінних паперів, як у Києві. Інша модель – модель участі в емісії. Вона передбачає використання генерального агента. Ця модель була реалізована у Харкові та Запоріжжі. Третя модель – модель делегованої емісії. Ця модель представляє всю роботу емітента, а емісії і численні функції професіоналів фондового ринку з обігу облігацій і контролем за ним передаються інвестиційній компанії. Така модель була апробована в Донецькій області, зокрема, в Донецьку і Маріуполі.

За всі послуги посередників емітент сплачує комісійні, які певним тягарем накладаються на вартість цінних паперів та ефективність їх емісії і впливають на розмір коштів, отриманих від здійснення позики. Проте практика України та інших постсоціалістичних країн (зокрема Росії) свідчить про те, що успіх на фондовому ринку мають, як правило, лише ті місцеві позики, для розміщення яких залучаються висококваліфіковані оператори і консультанти – банки, брокерські контори та консалтингові компанії, а також депозитарії.

Місцеві позики є привабливим об'єктом для банків та небанківських установ. Перші виявляють бажання працювати як посередники при проведенні позики. Таке бажання пояснюється декількома причинами: по-перше, можливістю отримати за свою роботу певну винагороду (для підготовки позики емітент, за існуючими в Україні підрахунками, повинен заплатити суму, яка в середньому дорівнює 1-3 % вартості емісії); по-друге, така діяльність на периферійному ринку є гарним засобом реклами діяльності посередника; по-третє, встановлюються гарні стосунки з місцевою владою; по-четверте, виникає можливість отримати пільги по місцевому оподаткуванню.

Як покупець облігацій місцевої позики фінансовий посередник представлений дуже слабо. Це пов'язано з тим, що він має більше можливостей для вигідного розміщення своїх тимчасово вільних коштів і тому здійснює вкладення у місцеві цінні папери лише задля добрих стосунків з місцевою владою. На останнє й орієнтуються емітенти, коли розміщують свої цінні папери серед юридичних осіб.

У зв'язку з тим, що, як правило, цінні папери випускаються на пред'явника і з ними можна провадити різноманітні операції, зокрема на вторинному ринку, то вони містять у собі потенційні можливості до укладання спекулятивних угод та отримання прибутку з цього. Виникає питання: чи може сам емітент через своїх посередників проводити спекулятивні угоди зі своїми цінними паперами задля отримання додаткового прибутку, як курсової різниці, що утворюється, зважаючи на час, або простір. Це дає можливість проводити спекулятивні угоди, спрямовані на отримання курсової різниці, яка може надходити або емітенту, або посереднику, або розподілятися між ними. Тоді виникає два питання: по-перше, питання про оподаткування цієї курсової різниці, по-друге, питання про рахунки, на які повинні зараховуватися отримані кошти. Ці питання мають принципове значення, тому вони, на нашу думку, повинні вирішуватися в законодавчому порядку. Характерною рисою руху місцевих позик на фондовому ринку є те, що вони привертають більшу увагу, аніж акції, які значно відстають у рівні прибутковості.

Хоча у приватних інвесторів і залишаються побоювання щодо фондового ринку, він стає все більш привабливим саме у секторі торгівлі облігаціями органів місцевого самоврядування.

Названі характеристики муніципальних позик на фондовому ринку ще далеко не вирішують долю їх розміщення, адже коли постає питання розміщення, майже нічого не відомо про сам ринок коштів, його обсяг, можливості угод, нарешті невідомий і сектор самого фондового ринку – чи це буде одне місто, чи область, чи позику можливо буде запропонувати для всієї України. Постає питання і про отримання рейтингу для позики, оскільки цей показник справляє враження не лише на вітчизняного покупця, а й на іноземного, який звик саме завдяки фондовому рейтингу орієнтуватися на ринку цінних паперів. Тому постає питання надання інформації про стан ринку місцевої позики.

Його оцінка повинна містити такі характеристики:

- рівень політичної стабільності в країні;
- загальна характеристика інвестиційного клімату в країні та в конкретному регіоні;
- рівень дохідності проекту, під який робиться емісія;
- гарантований захист інвестора;
- рівень ліквідності муніципальних облігацій;
- час реєстрації угод щодо зміни прав власності на цінні папери;
- час і надійність розрахунків по угодах з цінними паперами;
- можливість отримання прибутку та вивезення його у валюті для іноземного інвестора.

Таким чином, перед органами місцевої влади постає значна кількість проблем, пов'язаних з розміщенням цінних паперів. Однак їх певна частина може бути усунута шляхом прийняття нового законодавства, яке було б спрямоване суто на регулювання ринку цінних паперів органів місцевої влади. Його складовими, на наш погляд, повинні бути наступні аспекти механізму розміщення облігаційних позик.

Перший аспект – розмір позики. Як приклад, Законом України “Про цінні папери та фондову біржу” визначено, що акціонерні товариства можуть випускати облігації на суму, що не перевищує 25 % від статутного фонду АТ.

Для всіх інших категорій позичальників це питання залишається відкритим. Можна запропонувати декілька критеріїв, які б могли визначити розмір місцевої позики або розмір емісії муніципальних цінних паперів, а це:

- 1) основні фінансово-економічні характеристики, що визначають потенціал позичальника, зокрема:
 - обсяг дохідної частини бюджету міста або області;
 - розмір загального боргу міста або області;
 - розмір сукупного продукту, що виробляється підприємствами комунальної власності;
- 2) потреба у додаткових коштах та можливий економічний та соціальний ефект від їх залучення;
- 3) розмір майнових гарантій забезпечення позики, зокрема:
 - оцінка вартості конкретних об’єктів та цілісних майнових комплексів, які перебувають у комунальній власності та можуть виступати як застава;
 - оцінка вартості корпоративних прав, що перебувають у комунальній власності міста або області, як у капіталізованій формі (вартість пакета цінних паперів), так і як поточний дохід (дивіденди по акціях та інших цінних паперах).

Виходячи з цих критеріїв, розмір місцевої позики доцільно було б зробити варіативним. При визначенні кількісних параметрів доцільно, на наш погляд, виходити з таких факторів:

- кількісно-якісних характеристик позики, передусім її терміну та дохідності;
- ліквідності об’єктів, які використовуються як застава або інші форми гарантування.

При цьому необхідно враховувати як параметри, апробовані світовою практикою, так і суто українські особливості. Для врахування останніх можна використовувати аналогію: фінансові нормативи, встановлені законодавством або теоретичних та практичних надбань щодо співвідношення статутного або загального та позичкового капіталу, а також співвідношення обсягу боргових зобов’язань та застави.

Другий аспект – кількість цільових фондів та програм, під які планується проводити емісію. Пріоритетними напрямками соціально-економічного розвитку, під які емітуються місцеві облігації, повинні бути: житлове будівництво, охорона здоров’я, розвиток комунальної власності, екологія.

Третій аспект – розробка техніко-економічного обґрунтування та методики аналізу ефективності емісії, що планується; визначення економічної доцільності позики, виходячи з рівня економічного розвитку території та стану її бюджету, загальних боргових зобов’язань, а також рейтингу на фондових ринках України.

Четвертий аспект – джерела погашення облігаційної позики. Це найбільш складна проблема. Розв’язати її суто адміністративними інструментами неможливо, оскільки її природа чисто економічна. В перехідній економіці, типу української, вона є похідною від загального стану економіки, який

характеризується спадом виробництва, кризою платоспроможності та недосконалою податковою політикою.

Ми вважаємо, що погашення позики за рахунок бюджетних коштів не є доцільним: в цьому випадку кошти відволікаються від поточних потреб міста чи регіону. Більш доцільним і економічно вигідним є погашення заборгованості по позиках за рахунок таких каналів, як: відповідне спрямування прибутку від підприємницької діяльності фірм, які знаходяться у власності органів місцевого самоврядування; надходження від цінних паперів, що є в комунальній власності; підвищення ефективності оподаткування; надходжень, пов'язаних з майновими та фінансовими повноваженнями органів місцевого самоврядування.

П'ятий аспект – контроль за надходженням коштів та виконанням умов позики. Це, так би мовити, завершальна операція органів місцевої влади на ринку муніципальної позики. Її ефективне проведення залежить від усіх проведених раніше операцій, однак її зміст визначається ухвалою місцевої ради одразу на момент емісії цінних паперів. В ухвалі повинно чітко вказуватися, хто здійснює цей контроль, яким чином, на кого безпосередньо покладається відповідальність за проведення усіх контрольних операцій.

Шостий аспект – необхідність передбачити можливість банкрутства емітента. Задля цього слід визначити генерального агента позики – банк, якому було передано документи на заставу і який у випадку банкрутства емітента отримає право реалізувати заставу і розрахуватись з усіма боржниками відповідно до діючого законодавства.

Вирішення цих проблем, зрозуміло, не може свідчити про те, що на ринку муніципальних облігацій більше не виникатиме проблем. Навпаки, з розвитком ринкових відносин поставатимуть нові проблеми, які відобразатимуть більш високий економічний і ринковий рівень країни, отож вимагатимуть вирішення стосовно нових історичних та економічних умов.

Для того, щоб вірно визначити, що потрібно місцевим радам робити на фондовому ринку і як отримати там необхідні кошти, слід насамперед мати обґрунтовані і добре прораховані програми, які зможуть запобігати можливості банкрутства. Тут і виникає нова і дуже важлива проблема, – інвестиційна ситуація у країні та в регіоні. Для емітента муніципальної облігації проблема має дві сторони: з одного боку, вона вимагає оцінки інвестиційної ситуації самою місцевою радою – куди вкладати кошти; з іншого боку – передбачає оцінку інвестиційної ситуації можливим інвестором, тим, на кого розраховують органи місцевої влади, плануючи позику.

Для інвестора більш надійною є конвертована облігація, оскільки вона має надійність облігації та потенціал зростання, що притаманний акціям. Надання інвесторам можливості добровільної конвертації облігацій в акції приватизованих підприємств і підприємств-реципієнтів позики суттєво підвищує на них попит на фондовому ринку. Купівля конвертованих облігацій дозволяє зменшити ризик інвестицій у порівнянні з купівлею акцій, зберігаючи при цьому ймовірність значного виграшу при конверсії облігацій.

Найбільш привабливими такі облігації є для консервативних інвесторів, які не бажають вкладати свої гроші в умовах нестабільності в акції підприємств, які сьогодні часто взагалі не забезпечують отримання дивідендів. В постсоціалістичній економіці доцільність емісії конвертованих облігацій є наочною. Це той пласт, який ще не порушений українським фондовим ринком. Реальна його реалізація могла б

здійснитися, коли б було запропоновано конвертацію місцевих позик в акції підприємств, які фінансуються емітентом з коштів, мобілізованих за допомогою облігаційної позики, або через конвертацію у процесі приватизації.

Конвертована облігація має певний фіксований процент, але вона може зростати у курсовій ціні, якщо збільшиться курс акцій. Головне для інвестора – це визначення конверсійного коефіцієнта, тобто співвідношення кількості акцій до однієї облігації; курсу акцій і повного прибутку. Завдяки унікальним властивостям конвертовані облігації можуть бути навіть більш ліквідними, ніж акції. Їх введення в обіг на фондовому ринку могло б не лише його пожвавити, а й стимулювати інвесторів до купівлі місцевих позик. Слід звернути увагу на те, що в українському законодавстві не визначено, які види угод класифікуються як інвестиційні, а які як спекулятивні. Формальним критерієм для інвестицій є строк. Якщо цінні папери купуються на строк більше одного місяця з метою отримання дивіденду – це інвестиції портфельні (у цінні папери), якщо ж менше – то це не інвестиція, а комерційна (спекулятивна) угода. Таким чином, якщо реалізація цінних паперів має за мету інвестування, то їх розміщення носить довгостроковий характер, якщо ж за операціями по облігаціях стоять спекулятивні цілі, то строк укладання угоди про купівлю-продаж є коротким: прибуток буде отримано не через процент по позиці, а через перепродаж паперів на вторинному ринку. Не можна сказати, що спекулятивні угоди на фондовому ринку зашкоджують позиції інвестора. Навпаки, їх можна розглядати як об'єктивний механізм, який визначає реальну привабливість паперів та самих інвестиційних проектів.

Спекулятивні операції з облігаціями прискорюють обіг фінансових ресурсів і вказують на рівень ліквідності цінних паперів, тобто обсяги спекулятивних угод можна розцінювати як своєрідний рейтинговий показник. Що стосується українських облігаційних позик, то частка операцій, проведених з ними на вторинному ринку (це як правило спекулятивні угоди), є незначною. Домінують угоди первинного розміщення, після якого облігації протягом усього часу свого існування залишаються у інвестора і практично вибувають з ринку цінних паперів (не обертаються на ньому). Така ситуація не є типовою для розвинених країн. Вона свідчить, що інвестор в Україні є консервативний, не бачить сенсу у біржовій грі, не довіряє фондовому ринку.

Особливості обігу місцевих облігацій на фондовому ринку залежать від декількох факторів. Найбільш важливими серед них є: мета позики; динаміка цін та виробництва у галузі, обраній для інвестування; потенційні можливості даної галузі бути джерелом фінансових накопичень; динаміка виробництва у суміжних галузях. Вони у своїй сукупності дають якісну характеристику об'єкта інвестування і формують ставлення інвестора до майбутнього інвестиційного проекту місцевої ради. З іншого боку, рух облігацій залежить від економічного стану емітента.

На ринкові властивості місцевих облігацій впливають показники фінансового стану та існуючий досвід здійснення попередніх інвестицій, насамперед вони дають ринку інформацію про економічні (а не юридичні) гарантії позики, адже саме в них розкриваються можливості емітента у надзвичайній ситуації, коли всі кредитори разом виставляють свої вимоги. Тим самим їх можна розцінювати як показник сталості та фінансової стійкості емітента на фондовому ринку.

Привабливість облігації лежить в основі співвідношення попиту та пропозиції на фондовому ринку, які в ринковій економіці формують ринкову ціну позики. Ціна облігації, або її курсова вартість, з часу випуску і протягом всього строку її життя постійно коливається.

Як показала українська практика, труднощі з розміщенням позик у більшості випадків були пов'язані з тим, що при їх розробці не проводилися попередні маркетингові дослідження по визначенню груп потенційних інвесторів, на які можна розраховувати при розміщенні позик. Умови і схема розміщення були незручними для потенційних інвесторів, що й стало однією з основних причин неповного розміщення позик. Окрім того, відсутність маркетингового дослідження на попередньому етапі обумовила й невірну оцінку потенційного обсягу ринку, що вилалося у перенасичення регіональних фондових ринків облігаціями місцевих позик. Трапилося так, що емітенти виходили у невідомий фінансовий простір і поводитися там згідно з умовами ринкової невизначеності, тобто умовами з максимальним ступенем ризику. Причому цей ризик носив агрегований характер, оскільки відсутність інформації загострювала всі види ризиків, що виникають при роботі з облігаційними позиками.

Своєчасне маркетингове дослідження могло б суттєво зменшити агрегований ризик, оскільки воно передбачає два ключових для емітента моменти. По-перше, доведення до відома емітента інформації про ситуацію у регіоні-емітенті позики про те, яку позицію займає емітент в конкурентній боротьбі на цьому ринку, а також прогноз результатів, що можуть надати участь у позиції. По-друге, визначення ступеня привабливості інвестицій у конкретному регіоні. Інвестори, як правило, розглядають можливості місцевого інвестування не з точки зору розвитку фондового ринку, а з точки зору інвестицій у конкретний проект. Додатковими цілями маркетингової кампанії можуть бути: проведення дослідження фінансового стану емітента як до початку розміщення облігацій на фондовому ринку, так і після нього на регулярній основі; аргументація необхідності інвестування, яка охоплює усіх потенційних інвесторів; розробка базової схеми випуску позики та основних характеристик облігацій, що мають випускатися.

Незважаючи на те, що проведення маркетингового дослідження і рекламної кампанії є витратною справою, проте саме від них залежить успіх механізму розміщення місцевих цінних паперів. Економія на таких витратах обертається збитками при невизнанні інвесторами позики, що призводить лише до часткового розміщення останньої, а у кінцевому підсумку – до недоотримання емітентом запланованих для інвестиційного проекту коштів.

Отже, проведені дослідження механізму розміщення місцевих облігаційних позик дає підстави зробити такий висновок: становлення і розвиток механізму розміщення місцевих облігаційних позик стримується нерозвинутим фондовим ринком України, його слабкою інфраструктурою, відсутністю належного матеріально-технічного і кадрового забезпечення. Серед найбільш типових помилок, яких припускаються українські емітенти при розміщенні своїх цінних паперів, є непродуманість мети позики.

Через відсутність обґрунтованої маркетингової стратегії український фондовий ринок є дорогим і ризикованим для місцевих цінних паперів. Високий ступінь ризикованості ринку є основною перешкодою його подальшого розвитку.

Ризик роботи емітента на фондовому ринку впливає на ефективність розміщення позики і пов'язаний з успіхом або невдачею при зміні нею свого власника. Розміщення облігаційної позики, її масштаби і повнота свідчать про можливість перетворення капіталу-власності на капітал-функцію. В Україні це перетворення є частковим і таким, що весь час наштовхується на обмеження. Це призводить до того, що розміщення більшості місцевих позик було неуспішним.

Список літератури

1. Авилина И.В., Козырь О.М. Биржа: правовые основы организации и деятельности: Создание, структура, функционирование, прекращение деятельности. – М.: МП “Экономика и право”, 1991. – 92 с.
2. Акумнок Д.Н., Анисимов К.В., Белов Н.Н. Книга биржевика. – М.: СОМИНТЭК, 1993. – 690 с.
3. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 1992. – 352 с.
4. Аналіз діяльності територіальних управлінь Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (згідно зі звітами територіальних управлінь).
5. Базовый курс по рынку ценных бумаг. – М.: Финансовый издательский дом “Деловой экспресс”, 1997. – 485 с.
6. Балабанов И.Т. Финансовый менеджмент: Учебник. – М.: Финансы и статистика, 1994. – 224 с.
7. Барановський О. Фінансова безпека фондового ринку // Економіка. Фінанси. Право. Щомісячний інформаційний бюлетень: Аудиторська фірма “Аналітик”. – 1998. – № 11. – С. 15.
8. Баринов В. Особенности рынка региональных займов // Рынок ценных бумаг. – 1998. – № 10(121). – С. 11-13.
9. Баринов В. Субфедеральные облигационные займы: пути размещения за рубежом // Рынок ценных бумаг. – 1997. – № 18(105). – С. 5-8.
10. Баринов В.Т. Муниципальные облигации. Выпуск и размещение. – М.: Русская Деловая Литература, 1997. – 160 с.
11. Барский А.Д., Данков А.Н. Муниципальный кредит в дореволюционной России // Деньги и кредит. – 1997. – № 6. – С. 72-78.
12. Бевз О.П., Скотнікова М.М. Економіка і організація біржової торгівлі: Навч. посібник. – К., 1996. – 43 с.