

В. О. Романишин, О. В. Булавинець

РИНОК БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ ЯК АЛЬТЕРНАТИВНЕ ДЖЕРЕЛО ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ В УКРАЇНІ

У статті показано роль боргових зобов'язань у позиковому фінансуванні підприємств. Досліджено стан вітчизняного ринку таких зобов'язань. Розкрито переваги залучення капіталу шляхом емісії облігацій порівняно з банківським кредитуванням, а також негативні аспекти використання емісії облігацій для формування фінансових ресурсів підприємства. Проаналізовано ринок корпоративних облігацій в Україні, визначено його переваги й недоліки. Вказано на незначну роль корпоративних облігацій у мобілізації вітчизняними підприємствами позикових коштів. На основі аналізу ринку єврооблігацій українських компаній зроблено висновок, що його сукупний обсяг має стійку тенденцію до зростання. Зазначено, що серйозною перешкодою для залучення коштів від емісії єврооблігацій є норми національного законодавства, які забороняють вітчизняним підприємствам випуск цінних паперів, номінованих у іноземній валюті. Зроблено висновок про доцільність проведення державної політики з удосконалення інфраструктури ринку боргових зобов'язань в Україні, підвищення прозорості корпоративного управління, зниження накладних витрат при розміщенні цінних паперів.

Ключові слова: позичений капітал, боргові зобов'язання, емісія, корпоративні облігації, єврооблігації, цінні папери.

Рис. 3. Літ. 12.

В. О. Романишин, А. В. Булавинець

РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ КАК АЛЬТЕРНАТИВНЫЙ ИСТОЧНИК ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ В УКРАИНЕ

В статье показана роль долговых обязательств в заемном финансировании предприятий. Исследовано состояние отечественного рынка таких обязательств. Раскрыты преимущества привлечения капитала путем эмиссии облигаций по сравнению с банковским кредитованием, а также негативные аспекты использования эмиссии облигаций для формирования финансовых ресурсов предприятия. Проанализирован рынок корпоративных облигаций в Украине, определены его преимущества и недостатки. Указано на незначительную роль корпоративных облигаций в мобилизации отечественными предприятиями заемных средств. На основе анализа рынка еврооблигаций украинских компаний сделан вывод, что его совокупный объем имеет устойчивую тенденцию к росту. Отмечено, что серьезным препятствием для привлечения средств от эмиссии еврооблигаций являются нормы национального законодательства, запрещающие отечественным предприятиям выпуск ценных бумаг, номинированных в иностранной валюте. Сделан вывод о целесообразности проведения государственной политики по совершенствованию инфраструктуры рынка долговых обязательств в Украине, повышения прозрачности корпоративного управления, снижения накладных расходов при размещении ценных бумаг.

Ключевые слова: заимствованный капитал, долговые обязательства, эмиссия, корпоративные облигации, еврооблигации, ценные бумаги.

Volodymyr Romanyshyn, Oleksandr Bulavynets

DEBT MARKET AS AN ALTERNATIVE SOURCE OF FINANCING ENTERPRISES IN UKRAINE

The role of debt in loan financing of businesses is highlighted in the article. The state of the domestic debt market is explored. The accent is made on the benefits of raising capital via bond issue compared to bank lending, and negative aspects of using the bond issue for the formation of financial resources. The corporate bond market in Ukraine is analyzed, as well as its advantages and disadvantages are defined. It is specified a minor role of corporate bonds in mobilization of borrowings by domestic enterprises. Based on analysis of domestic Eurobonds market it was concluded that it tends to increase. It is indicated that a significant obstacle to raising funds through the issue of Eurobonds are rules of the national law which prohibit Ukrainian companies issuing securities denominated in foreign currency. The author has made a conclusion about the feasibility of implementing the targeted government policies to improve infrastructure of debt market in Ukraine, to increase transparency of corporate governance, to reduce overhead when placing securities.

Keywords: borrowed capital, loan debt, emission, corporate bonds, Eurobonds, securities.

JEL classification: G30, G32.

В умовах нестабільності економічного розвитку одним із ключових завдань управління підприємством є забезпечення його достатнім обсягом фінансових ресурсів. Обмеженість власних можливостей суб'єктів господарювання спонукає їх до активного залучення позикових коштів, що важливо не лише для забезпечення поточної діяльності, а й з погляду перспектив подальшого розвитку підприємств. Особливої актуальності це питання набуває в кризових умовах, коли традиційні джерела формування фінансових ресурсів підприємства стають недоступними. Скорочення обсягів кредитування економіки, погіршення фінансових результатів роботи більшості підприємств, обмежені можливості для ефективного залучення коштів на ринку капіталу, — усе це зумовлює потребу в пошуку альтернативних джерел фінансових ресурсів задля забезпечення ефективного управління підприємством та його повноцінного функціонування й розвитку.

Незважаючи на наявність цілої низки наукових праць, присвячених вивченню фінансової діяльності підприємств та вдосконаленню практики їх фінансового забезпечення, зокрема О. Баталової, Л. Долінського, І. Кравчука, Я. Милейко, Л. Минко, Г. Михайлів [1–6], проблема пошуку альтернативних шляхів залучення коштів залишається актуальною та потребує подальших ґрунтовних досліджень.

У зв'язку з цим метою статті є аналіз ринку боргових зобов'язань як альтернативного джерела позикового фінансування підприємств в Україні.

У країнах із розвинутою ринковою економікою одним із найважливіших джерел позикового фінансування підприємств є емісія боргових зобов'язань. За рахунок емісії корпоративних облігацій фінансується 30–60 % інвестиційних проектів, особливо активно залучають кошти в такий спосіб компанії сектору високих технологій, а серед покупців цих фінансових інструментів домінують фінансові інститути [1]. Найрозвиненішим на сьогодні вважається ринок

корпоративних облігацій США. Щоденний обсяг торгів на американських біржах становить близько 100 млн дол. Найбільшим торговельним майданчиком є Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), де торгується близько 10 тис. випусків облігацій — державних, корпоративних, банківських, а також багато іноземних. Домінують на американському ринку облігації газорозподільних і енергетичних компаній, за ними йдуть папери індустріальних підприємств, залізниць і фінансових компаній. Переважають довгострокові облігації з терміном обігу від 25 до 40 років, більшість із яких є відкличними через 7—10 років [4].

В Україні цей вид боргових цінних паперів, на жаль, досі не набув популярності. Їхня роль у формуванні фінансових ресурсів вітчизняних підприємств є незначною, а серед емітентів переважають державні компанії та фінансові інститути. У 2012 р. на операції з торгівлі державними облігаціями припадало майже 67,8 % сукупного обсягу біржових угод організованого ринку цінних паперів, а за 11 місяців 2013 р. — 74,7 %. Водночас частка операцій із купівлі-продажу облігацій підприємств становила менш ніж 10 % обсягу біржових угод [7].

Між тим залучення капіталу за допомогою емісії облігацій має низку переваг порівняно з банківським кредитуванням, такі як:

- тривалий термін користування коштами. Зазвичай підприємства емітують облігації з терміном обігу кілька років, що дає змогу спрямувати мобілізовані кошти на реалізацію довгострокових проектів. Повернення цих ресурсів їхнім власникам відбувається тільки в момент погашення облігацій, при цьому терміни й періодичність погашення компанія-емітент встановлює самостійно;

- диверсифікація кредиторів, що мінімізує ймовірність їх втручання в оперативне управління підприємством. Основним інтересом держателів облігацій є отримання доходу, а не контроль діяльності суб'єкта господарювання. На відміну від акціонерного фінансування емісія облігацій не веде до перерозподілу акціонерного капіталу;

- обіг облігацій на вторинному ринку цінних паперів, що надає можливість управляти фінансовою структурою капіталу за допомогою відповідних операцій;

- ліберальні вимоги до наявності заставного забезпечення. На відміну від банківського кредиту, коли наявність забезпечення є неодмінною умовою його надання, при емісії облігацій це не вимагається. Однак випускати незабезпечені облігації можуть дозволити собі лише компанії з високим кредитним рейтингом;

- нижча вартість залучених коштів порівняно з банківськими кредитами або акціонерним фінансуванням. Емітуючи облігації, підприємство звертається до широкого кола інвесторів, що дає змогу залучити дешевші ресурси. Зазвичай дохідність корпоративних облігацій прирівнюється до депозитних ставок банків, тоді як вартість банківських кредитних ресурсів є істотно вищою.

Разом із тим використання емісії облігацій для формування фінансових ресурсів підприємства має певні негативні аспекти, а саме:

— високий рівень накладних витрат, пов'язаних із емісією цінних паперів. Підприємства зазвичай не в змозі самостійно вирішити весь комплекс питань стосовно емісії й розміщення боргових інструментів та змушені залучати до цього процесу професійних учасників фондового ринку. Як наслідок, невеликі за обсягами випуски облігацій можуть виявитись економічно недоцільними. Тому емісія облігацій є досить дорогим інструментом залучення капіталу, котрий можуть собі дозволити лише великі, високоприбуткові підприємства [5];

— негнучкість і нееластичність до коливань кон'юнктури на ринку капіталів. При зменшенні вартості кредитних ресурсів на фінансовому ринку немає реальних механізмів зниження норми процента по облігаціях, які перебувають у обігу;

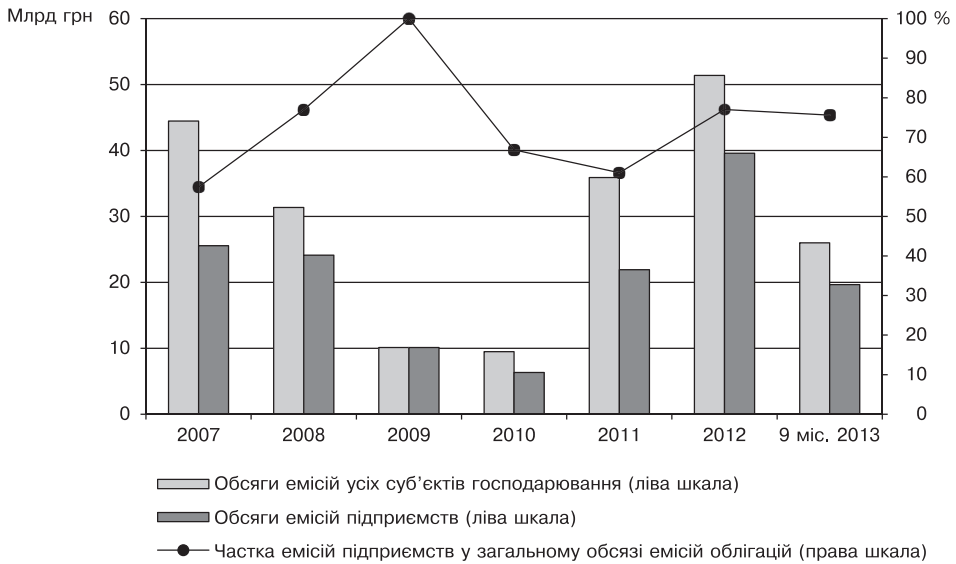
— ризик недостатньої мобілізації коштів. При залученні банківського кредиту обсяг надходження коштів відомий наперед, тоді як попит на облігації можна лише спрогнозувати. Слабкий інтерес до їх придбання здатен унеможливити акумуляцію достатнього обсягу коштів для належного фінансування проектів розвитку підприємства;

— імовірність дострокового пред'явлення облігацій для оплати.

Для залучення коштів на умовах емісії облігацій підприємство повинне також забезпечити розкриття інформації про фінансово-господарську діяльність. Окрім того, воно може сподіватися на мобілізацію коштів тільки в разі наявності бездоганної кредитної історії, високої кредитоспроможності, чіткої й обґрунтованої програми розвитку на кілька найближчих років [8, с. 73]. На думку Г. Михайлів, у сучасних умовах визначальний вплив на здатність емітента облігацій забезпечити їх розміщення справляє його спроможність проводити таку інвестиційну політику, яка зацікавила б потенційних інвесторів [6].

На нашу думку, до процесів мобілізації підприємствами позиченого капіталу доцільно зараховувати лише ті операції з торгівлі корпоративними облігаціями, котрі стосуються їх первинного розміщення. Динаміка обсягів первинної емісії корпоративних облігацій тісно кореспондує із загальною економічною ситуацією в державі. Наростання кризових явищ у вітчизняній економіці протягом 2008—2009 рр. супроводжувалося різким зменшенням обсягів первинного розміщення облігацій українських підприємств, і навіть відновлення позитивної динаміки ВВП не змогло зупинити цю спадну тенденцію. Так, у 2010 р. на первинному ринку було розміщено корпоративних облігацій на 9,5 млрд грн, тобто в 4,7 раза менше, ніж у 2007 р. При цьому 6,3 млрд грн, або 66,8 %, становила емісія облігацій нефінансових корпорацій (рис. 1).

Поліпшення макроекономічної динаміки у 2011—2012 рр. супроводжувалося помітним збільшенням первинного ринку корпоративних облігацій. Загальний обсяг емісії облігацій підприємств на вітчизняному фондовому ринку у 2012 р. становив 51,4 млрд грн, із яких 39,6 млрд грн, або 77,0 %, припадало на нефінансові корпорації. Зауважимо, що це найкращі показники



Джерело: побудовано за даними Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (<http://nfp.gov.ua>).

Рис. 1. Обсяги емісії облігацій суб'єктами господарювання України у 2007–2013 рр.

за останні роки. Порівняно з 2010 р. обсяг первинного розміщення корпоративних облігацій зріс на 41,9 млрд грн, або в 5,4 раза, у т. ч. облігацій нефінансових корпорацій — у 6,2 раза.

Ще однією помітною тенденцією останніх років є певна активізація облігаційного ринку, яка проявляється в зменшенні кількості випусків облігацій за одночасного зростання середнього розміру одного випуску. Якщо у 2007–2008 рр. кількість проведених емісій корпоративних облігацій перевищувала 900 випусків, то в наступні роки вона зменшилася в 3–5 разів. Водночас у 2011 р. середній обсяг одного випуску облігацій вітчизняних підприємств збільшився порівняно з попереднім роком у 3,3 раза, до 170,8 млн грн. Незважаючи на певне зниження цього показника у 2012–2013 рр., він продовжує у 3–4 рази перевищувати значення 2007–2010 рр. (рис. 2). На наш погляд, наведені дані переконливо доводять, що останніми роками емісію облігацій для поповнення капіталу використовують лише великі компанії, а представники середнього бізнесу не розглядають її як спосіб мобілізації коштів для власної господарської діяльності.

Незважаючи на такі позитивні тенденції на облігаційному ринку, роль корпоративних облігацій у мобілізації вітчизняними підприємствами позикових коштів залишається незначною. Так, у 2009 р. обсяг ресурсів, акумульованих від їх первинного розміщення, становив лише 0,8 % суми наданих нефінансовим корпораціям нових банківських кредитів, а в 2012 р. — тільки



Джерело: побудовано за даними Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (<http://nfp.gov.ua>).

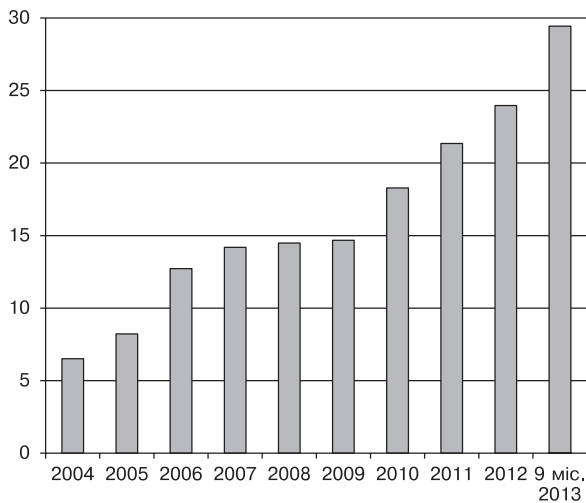
Рис. 2. Кількість та середній обсяг емісії корпоративних облігацій в Україні у 2007–2013 рр.

3,2 %. Науковці та практики одноставно визнають: ринок корпоративних облігацій, попри підвищення абсолютних показників, слід характеризувати як недостатньо розвинутий, що проявляється в низьких обсягах реалізації нових запозичень порівняно з обсягом викупу вже реалізованих [2, с. 42]. Поряд із цим йому притаманна слабко диверсифікована галузева структура, адже більш ніж половина зареєстрованих випусків облігацій припадає на підприємства інфраструктури (енергетика, телекомунікації, транспорт), майже 30 % — на фінансові установи, тоді як сумарна частка випусків у сфері промисловості та сільського господарства становить менш ніж 5 % сукупного обсягу емітованих нових облігацій підприємств [9].

До негативних характеристик українського ринку корпоративних облігацій відносять також його низьку прозорість для інвесторів. Значна частина емісій облігацій здійснюється не з метою мобілізації фінансових ресурсів для розвитку господарської діяльності, а для оптимізації податкового навантаження. Звичними явищами є приховування емітентами інформації на фондовому ринку, ігнорування вимог щодо присвоєння випускам облігацій кредитного рейтингу, використання мобілізованих коштів на цілі, що суперечать проспекту емісії. Практично кожен п'ятий випуск облігацій в Україні здійснюється без розміщення відповідної інформації в Електронній системі комплексного розкриття інформації емітентами облігацій, які перебувають у лістингу (ЕСКРІН). На думку фахівців, це вказує на фіктивний характер таких емісій, котрі не орієнтовані на інвесторів, а випущені для реалізації певних фінансових схем [3, с. 31]. Водночас унаслідок зростання вартості

обслуговування випусків боргових зобов'язань та низького попиту на боргові інструменти в сучасних умовах поступово скорочується частка ринкових випусків облігацій. У 2013 р. близько 2/3 випусків облігацій вітчизняними підприємствами мали закритий характер та були зорієнтовані на вузьке коло інвесторів.

З огляду на недостатній розвиток українського ринку корпоративних боргових цінних паперів, низьку платоспроможність інвесторів та інші негативні чинники, великі корпорації дедалі частіше вдаються до такого інструменту залучення коштів, як емісія єврооблігацій. Останні являють собою боргові зобов'язання, емітовані в іноземній валюті для розміщення на зарубіжних фондових ринках. Першою серед вітчизняних компаній розміщення єврооблігацій здійснила “Київстар GSM” у 2002 р., а наприкінці 2013 р. кількість проведених емісій уже перевищила 80 випусків. Сукупний обсяг ринку єврооблігацій українських компаній має стійку тенденцію до зростання. Після нетривалої стагнації протягом 2007—2009 рр. його обсяги швидко збільшувались і до кінця 2013 р. перевищили 29,4 млрд дол. США (рис. 3).



Джерело: побудовано за даними Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (<http://nfp.gov.ua>).

Рис. 3. Обсяг ринку єврооблігацій українських емітентів у 2004—2013 рр. (наростаючим підсумком), млрд дол. США

Слід зауважити, що першими активно використовувати залучення позикових коштів через емісію єврооблігацій почали банківські установи та підприємства гірничо-металургійного комплексу, а в останні роки до них долучилися ще й агрохолдинги [9; 3].

За три квартали 2013 р. вітчизняні емітенти залучили від розміщення єврооблігацій 6,4 млрд дол. США, що у 2,2 раза більше, ніж за весь 2011 р. У гривневому еквіваленті від випуску єврооблігацій у 2013 р. українські підприємства

мобілізували майже вдвічі більше позикових коштів, ніж на внутрішньому ринку боргових зобов'язань.

Національне законодавство забороняє вітчизняним підприємствам випускати цінні папери, номіновані в іноземній валюті. Через це ті з них, які мають намір розмістити єврооблігації, змушені створювати SPV¹, засновану за кордоном, для емісії боргових цінних паперів, кошти від розміщення котрих надходять у формі кредиту українським позичальникам. Однак із прийняттям Податкового кодексу України кошти, залучені вітчизняними емітентами за такою схемою, потрапляють, на підставі концепції бенефіціарного власника, під дію так званого податку на репатріацію, тобто податку на прибуток з доходів, отриманих нерезидентом, із джерелом їх походження в Україні (пункти 133.2.1 і 133.2.2 ПКУ) [10; 11]. Додаткові витрати від використання послуг SPV за кожен випадок емісії боргових зобов'язань становлять до 0,5 млн дол. США, що також збільшує вартість залучених позикових ресурсів. З огляду на зазначене органи державної влади розглядають можливість спрощення процедури отримання дозволу на розміщення цінних паперів за кордоном, а також звільнення від оподаткування податком на прибуток доходів, отриманих від облігацій участі в кредиті (loan participation notes) [12].

Підсумовуючи викладене, можна констатувати, що в зарубіжній практиці емісія корпоративних облігацій є потужною альтернативою банківським кредитам у формуванні позиченого капіталу підприємств. Істотними перевагами використання корпоративних облігацій для мобілізації боргових ресурсів є відсутність застави, публічність, порівняна дешевизна залучення тощо. Проте в Україні облігації підприємств поки що не витримують конкуренції з державними борговими зобов'язаннями щодо привернення уваги інвесторів, тому вітчизняний ринок корпоративних облігацій, як альтернативне джерело фінансування господарської діяльності підприємств, упродовж останніх років практично не відіграє помітної ролі у формуванні фінансових ресурсів підприємств, а його обсяги залишаються доволі незначними. Іншими словами, ринок корпоративних облігацій в Україні перебуває на етапі становлення. Для нього характерні порівняно невеликий обсяг, висока залежність від макроекономічної ситуації в державі, домінування закритих випусків із обмеженим обігом, неврегульованість організаційно-процедурних моментів емісії (низька об'єктивність рейтингування облігацій, відсутність стандартів проведення емісії тощо). Додатковим чинником стримування розвитку цього ринку є потужна конкуренція з боку держави: активна емісія останньою боргових цінних паперів (ОВДП) спричиняє підвищення вартості ресурсів на ринку капіталу та робить їх недоступними для значної частини суб'єктів господарювання.

На нашу думку, збільшенню ролі емісії корпоративних облігацій у формуванні фінансових ресурсів підприємств сприятиме проведення цілеспрямованої державної політики з удосконалення інфраструктури ринку, підвищення

¹ SPV (Special Purpose Vehicle) — компанія спеціального призначення.

прозорості корпоративного управління, зниження накладних витрат при розміщенні цінних паперів. Перспективним напрямом наукових розвідок вважаємо дослідження інших альтернативних джерел позикового фінансування вітчизняних підприємств із метою створення належних умов для їх функціонування та розвитку.

Список використаних джерел

1. Баталова О. А. Корпоративні облігації як джерело позикового фінансування / О. А. Баталова // Наукові праці Національного університету харчових технологій. — 2013. — № 49 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://dspace.nuft.edu.ua/jsru/bitstream/123456789/7953/1/corpor.pdf>.
2. Долінський Л. Тенденції розвитку ринку облігацій України / Л. Долінський, М. Ткаченко // Цінні папери України. — 2013. — № 42 (788). — С. 42, 43.
3. Кравчук І. Євробонди для України: сумнівні перспективи / І. Кравчук ; Інф. агентство “МІНПРОМ” [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://minprom.ua/digest/131835.html>.
4. Милейко Я. Конвертовані облігації / Я. Милейко, А. Поплюйко // Цінні папери України. — 2011. — № 40. — С. 10, 11.
5. Минко Л. М. Фінансування підприємств за рахунок позичкового капіталу / Л. М. Минко // Наукові праці Національного університету харчових технологій. — 2006. — № 19. — Ч. 2. — С. 36—38.
6. Михайлів Г. В. Місце й роль корпоративних облігацій на фінансовому ринку України / Г. В. Михайлів // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. — 2011. — Вип. 7 (1) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.pu.if.ua/depart/Finances/resource/file/36ірник/2011-1/Михайлів.pdf>.
7. Офіційний веб-сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://nfr.gov.ua/>.
8. Музыченко О. Где взять деньги? Источники финансирования в современных условиях / О. Музыченко // Промышленное обозрение. — 2006. — № 6 (11). — С. 72, 73.
9. Обзор IPO украинских компаний с 2005 г. по август 2013 г. и еврооблигации украинских эмитентов за 12 месяцев, окончившихся в августе 2013 г. / Компания “PwC Україна” [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.pwc.com/en_UA/ua/services/capital-markets/assets/an_overview_of_ukrainian_ipos_rus.pdf.pdf.
10. Податковий кодекс України : закон України від 02.12.2010 № 2755-VI [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.
11. Іванців С. Сучасний стан та тенденції розвитку ринку корпоративних облігацій та євробондів / С. Іванців // Україна фінансова: інф.-аналіт. портал Укр. агентства фін. розвитку [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/tzpr/198.htm.
12. Руденко В. Эмитенты пойдут напрямую / В. Руденко // Коммерстантъ Украина. — 2013. — № 176 (1879) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.kommersant.ua/doc/2331601>.