

І. В. Бульдін

Одеський національний університет імені І. І. Мечникова

СТРУКТУРНІ ОСОБЛИВОСТІ РОЗВИТКУ РИНКУ УКРАЇНСЬКИХ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ

У статті розглянуто структурні особливості ринку українських корпоративних облігацій, такі як переваги останніх у порівнянні з акціями, особливості емісії та подальшого розміщення, динаміка розвитку ринку корпоративних боргових зобов'язань у періоди фінансових потрясень 2008–2009 років, можливі засоби щодо покращення і перспективи для подальшого розвитку ринку корпоративних облігацій України.

Ключові слова: фондовий ринок, корпоративна облігація, емісія, андеррайтинг, оферта, дефолт.

Одним з найважливіших завдань у період трансформації економіки є створення сприятливих умов для залучення інвестиційних ресурсів. При цьому найбільш важливим індикатором, що показує рівень розвитку ринкових відносин в економіці, є ступінь розвитку фондового ринку. У країнах з перехідною економікою фондовий ринок є одним з найважливіших елементів ринкових відносин, що обумовлено, насамперед, втратою позицій державної власності, масовою приватизацією майна державних підприємств шляхом їхнього акціонування. Даний процес обумовив розвиток первинного ринку цінних паперів в Україні й перехід до нового якісного етапу розвитку — появи вторинного ринку, що зробив можливим обіг цінних паперів їхніми власниками.

У науковій економічній літературі останніх років досить значна увага приділялась ролі фінансових інструментів з фіксованою прибутковістю, як одним з найкращих капіталовкладень в умовах фінансової нестабільності. Особливостям розвитку сучасного ринку корпоративних боргових інструментів приділяється значна увага у монографіях таких відомих західних ідеологів фондового ринку, як Тьюлз Р., Айрес М., Худрі М., Гарфілд Д. Процес становлення та розвитку ринку українських корпоративних облігацій досить детально розглядався у працях А. Пересади, Ю. Шевченка, В. Павлова, І. Пилипенко.

Разом з тим деякі аспекти розвитку ринку українських корпоративних облігацій не отримали адекватного відображення у сучасних дослідженнях. Насамперед це стосується примусового скорочення максимального об'єму емісії, визначення першочергових переваг капіталовкладень у корпоративні облігації у порівнянні з капіталовкладеннями в акції компаній-емітентів.

Мета статті — дослідження динаміки ринку українських корпоративних облігацій в умовах фінансової нестабільності та структурних змін на вітчизняному ринку цінних паперів.

Створення масового власника шляхом сертифікатної приватизації не принесло бажаного економічного ефекту вітчизняним підприємствам. Результатом цього стала відсутність відновлення й низький рівень матеріально-технічної бази більшості акціонерних товариств. Внаслідок цього постраждали й акціонери, у першу чергу, дрібні, які не переслідують цілей керування й контролю над АТ, тому що підприємства не здатні генерувати джерело сплати дивідендів (чистий прибуток), а при їхній наявності дані кошти повністю реінвестуються у виробництво.

У вищезазначеній ситуації найбільш актуальним стало звернення підприємств до інших інструментів залучення реальних коштів. Хоча багато з них є недосяжними для невеличких підприємств через дорожнечу, значні вимоги і нерегульованість нормами вітчизняного законодавства випуску подібних фінансових інструментів (таких як облигацій, опціонів і т. д.), а також недостатньо стійку ділову репутацію, що формує коло інвесторів.

Зазначені причини й тенденції розвитку фондового ринку свідчать про доцільність використання такого інструмента залучення інвестицій, як корпоративні облигації. Облігація є борговим цінним папером, що дає її власникові право на одержання фіксованого доходу й повернення номінальної вартості по закінченню строку обігу. Облігації мають переваги в порівнянні з альтернативними джерелами фінансування підприємництва:

- стосовно акцій перевага є в тому, що в результаті випуску корпоративних облигацій не відбувається перерозподіл акціонерного капіталу, що важливо як для великих, так і для дрібних акціонерів;
- перевага для власників облигацій полягає в тому, що загальна прибутковість по них містить у собі поточну і купонну й може перевищити прибутковість депозитів у банках, а тим більше — і дохід по акціях (в умовах невиплат дивідендів);
- у випадку банкрутства підприємства власники облигацій мають перевагу перед власниками акцій на задоволення своїх фінансових претензій;
- облигації можна конвертувати в інші фінансові інструменти;
- облигації можуть бути використані як застава для одержання кредитів;
- облигації дають можливість працювати по операціях РЕПО [1].

Що стосується вигід для самого підприємства, то в умовах досить високої ціни банківських кредитів облигації виступають як дешеве джерело інвестиційних ресурсів. Однак цей вид цінних паперів вимагає значних накладних видатків, тому що підприємство самостійно не в змозі вирішити весь комплекс питань, пов'язаних з випуском і розміщенням облигацій, і змушене залучати до цього процесу професійних учасників ринку цінних паперів.

Для емісії облигацій компанія повинна відповідати ряду вимог: мати у своєму розпорядженні широке коло потенційних інвесторів, зацікавлених у придбанні її облигацій, дотримуватися співвідношення власних і позикових коштів, відношення обсягу емісії облигацій до статутного фонду акціонерного товариства, що в Україні не може перевищувати 30 %. Крім того, кошти від емісії облигацій не можуть використовуватися як джерело

погашення збитків, а реєстрація емісії вимагає сплати державного мита в розмірі 0,1 %. Дана сума незначна, але вона виплачується від заявленої, а не від розміщеної суми емісії облігацій. Як свідчить практика, найчастіше компанії розміщують тільки невелику частину облігацій, що істотно збільшує видатки на випуск однієї облігації [2].

Розміщення корпоративних облігацій здійснює андеррайтер (банк, інвестиційна компанія), що бере на себе обов'язок вирішити організаційні, технічні й аналітичні питання, а також підтримувати ліквідність облігацій і стежити за своєчасним їхнім погашенням, виконуючи такі функції:

- здійснює з доручення й від імені емітента організацію випуску, розміщення й обіг облігацій до їхнього погашення;
- розробляє концепцію обігу облігацій, умови й проспект емісії;
- розробляє й обґрунтовує організаційно-фінансові схеми й механізми випуску й розміщення облігацій;
- забезпечує й здійснює необхідні дії по супроводу процедури випуску й розміщення облігацій на первинному й вторинному ринках [3].

Не дивлячись на різке скорочення обсягів торгів на організованому ринку цінних паперів, інвестори продовжують цікавитися інструментами з фіксованою прибутковістю, в тому числі корпоративними облігаціями. Останні утримують найбільшу частку у торговельному обігу на ПФТС.

В 2008 році обсяг торгів корпоративними облігаціями склав 21,48 млрд грн, або 46,53 % загального обсягу торгів ПФТС. Цей показник перевищив результат попереднього року на 21 %. Висока активність у першому півріччі 2008 року сприяла збільшенню обсягу торгів у секторі корпоративних облігацій на 60 % у порівнянні з відповідним періодом 2007 року. Починаючи з третього кварталу, спостерігається поступове зниження торговельної активності та середньомісячного обсягу торгів на тлі погіршення ситуації в економіці України, що призвело до масового пред'явлення облігацій до дострокового погашення. В четвертому кварталі мали місце перші дефолти емітентів корпоративних облігацій. Кількість нових розміщень облігацій стала мінімальною внаслідок відсутності реальних покупців. У 2008 році суттєво зросла кількість корпоративних облігацій в Біржовому списку ПФТС та кількість учасників торгів, що проводили операції з корпоративними облігаціями. Кількість корпоративних облігацій, з якими укладались угоди, зросла на 13 % до 267, а кількість емітентів корпоративних облігацій — на 4 % до 169. Участь у торгах корпоративними облігаціями взяли 140 торговців цінними паперами. В 2008 році в порівнянні з 2007 роком зросла частка угод з корпоративними облігаціями, проведених інвестиційними компаніями — до 25 %. Процедура включення до Біржового списку Фондової біржі ПФТС в 2008 році пройшли 188 випусків корпоративних облігацій, при цьому зі списку було виключено 128 випусків облігацій. Станом на 31.12.2008 у Біржовому списку перебувало 478 випусків корпоративних облігацій: в Котирувальному списку 1-го рівня: 1 випуск; в Котирувальному списку 2-го рівня: 174 випуски; в Списку позалістингових цінних паперів: 303 випуски. Лідери підсумкового річного рейтингу учасників Фондової біржі ПФТС, що торгували корпоративними

облігаціями, стали: ЗАТ АБ «ІНГ Банк Україна», ЗАТ «Перший український міжнародний банк», ВАТ АБ «Укргазбанк», ЗАТ «ОТП Банк», АКІБ «УкрСиббанк» [4].

Внутрішній ринок облігацій України у 2009 році пережив дуже глибоку кризу і фактично перестав існувати в звичному для учасників вигляді. До листопада облігацій на внутрішньому ринку практично не залишилося. Винні в цьому прописані в проспекті емісії умови дострокового погашення — оферти. Відповідно до практики, що сформувалася до 2009 року, в умовах випуску боргових паперів передбачалася можливість власника облігацій пред'явити їх емітенту для дострокового погашення — як правило, раз на рік. Компанії-емітенти це сприймали як просту формальність, тому що ніхто в умовах ринку 2004–2007 років позбуватися паперів не поспішав. У свою чергу, емітент одержував можливість раз на рік переглядати купонну ставку — як правило, у бік зниження. Фінансова криза і прагнення більшості інвесторів позбавитися будь-яких цінних паперів докорінно змінили ситуацію. У результаті жовтень 2009 року завершив рік тотально-го пред'явлення облігацій до оферти. Непред'явленими залишилися тільки боргові інструменти, у проспекті емісії яких не передбачалася оферта на 2009 рік. До них належать випуски облігацій міських муніципалітетів, у котрих традиційно не передбачена оферта у зв'язку з необхідністю враховувати суми, які погашаються, в бюджеті міста, а також окремих корпоративних позичальників: ДМА «Бориспіль», окремі серії облігацій Кредитпромбанку тощо. Склалася ситуація, коли для корпоративного сектора у час, коли банківське кредитування було недоступним, неповернутий борг фактично означав залучений борг і додаткову конкурентну перевагу в умовах жорсткого дефіциту фінансового ресурсу. Таким чином, масового дострокового погашення не відбулось, а власники паперів постали перед простим вибором: або реструктуризація, або дефолт. Винятком є лише найбільші фінансові установи, які в більшості випадків самі скупили свої борги з ринку зі значним дисконтом у нерезидентів, які стрімко виходили з гривневих інструментів. Проте це не змінило головного: облігації перестали обертатися на ринку. Приблизно частка реструктуризованих облігацій у нефінансовому секторі становила 90 % [5].

Отже, можна зробити висновок, що ринок корпоративних облігацій у кризовий період не став ефективним інструментом фінансування економіки України, бо переживав не найкращі часи і програвав у привабливості облігаціям внутрішньої державної позики (ОВДП). Відсутність ліквідності, незначні обсяги, точковий попит на окремі папери, переважні операції, які стосувались реструктуризації боргів, — все це можна застосувати для характеристики ринку за кризовий 2009 рік в цілому

З облігаціями корпоративних та банківських сегментів проводяться, в основному, угоди РЕПО. Вони є різновидом кредитування під засаду цінних паперів. Обороти РЕПО складає 70–80 % обороту облігацій на ПФТС. Найчастіше в операціях РЕПО беруть участь облігації емітентів, які емітовані у великих обсягах і обертаються на вторинному ринку, зокрема, облігації компаній ЗАЗ, ЛуАЗ, аеропорту «Бориспіль». Майже всі фінансові

схеми із використанням угод РЕПО реалізують банки для кредитування зв'язаних осіб, перекачування капіталу усередині фінансово-промислових груп та покращення власних фінансових показників. Риск дефолту також не сприяє підвищенню торговельної активності у сфері корпоративних облігацій. У найближчі часи будуть знижені кредитні рейтинги підприємств у деяких галузях народногосподарчого комплексу. Основними причинами можуть стати як погіршення кон'юнктури ринку, так і проблеми з ліквідністю. Серед проблемних емітентів корпоративних облігацій можуть опинитися рітейлові компанії, а також підприємства будівельної та гірничо-металургійної галузей [5].

У даний момент складно встановити певні тенденції на ринку корпоративних облігацій, оскільки його активність досить низька. Це пов'язане з тим, що комерційні банки як основні гравці ринку облігацій звернулись, в основному, на ринок ОВДП.

Одним з головних факторів розвитку ринку корпоративних облігацій є стабільний рівень інвестиційної активності. За своєю фінансовою сутністю облігації являють собою довгострокове вкладення коштів, що вимагає від інвестора високого ступеня впевненості в прогнозуванні можливих змін на фондовому ринку. Нестабільність фінансової системи країни, не виправдані зміни валютної політики, хаотичність на ринку фінансових ресурсів і негативні інфляційні очікування в значній мірі формують негативний інвестиційний прогноз. Для забезпечення стабільного розвитку ринку корпоративних облігацій України необхідно стабілізувати фінансову й грошову політику й не допускати різких змін фінансових індикаторів.

Немає ніякої доцільності в обмеженні обсягів емісії корпоративних облігацій 30 % статутного фонду підприємства. У Росії, наприклад, максимальний обсяг емісії в грошовому еквіваленті може становити 60 % статутного фонду корпорації [2]. Корпоративні облігації представляють собою певну форму запозичення і за своєю економічною суттю подібні до банківського кредиту. Той факт, що для більшості українських підприємств не існує обмежень на одержання банківського кредиту, є наочною демонстрацією економічної необґрунтованості вищезазначеного обмеження. Однією з умов ефективного фондового ринку є фінансова рівноправність його учасників. Регламентування діяльності окремих учасників ринку цінних паперів повинне носити економічно обґрунтований характер. Вищезазначене обмеження обсягу емісії корпоративних облігацій, фінансова нестабільність і, як наслідок, відсутність довіри з боку інвесторів є негативними факторами, що стримують розвиток ринку корпоративних боргових інструментів України.

Основним стимулом для розвитку ринку корпоративних облігацій є не тільки можливе збільшення припустимого обсягу емісії, але й збільшення кількості компаній-емітентів. Подібне збільшення дає можливість розширити коло потенційних інвесторів, стимулювати здорову конкуренцію, створити умови для формування ефективного ринку цінних паперів. З огляду на той факт, що фондові інструменти з фіксованою прибутковістю є найбільш привабливими для потенційних інвесторів у період фінансових

потрясінь, необхідно максимально модернізувати законодавчу й регулятивну базу ринку корпоративних цінних паперів у взаємозв'язку з тенденціями й факторами, що на нього впливають.

Література

1. Garfield D., *New Methods for Profit in the Stock Market*, Boston: Metcalf Press, 2000. — P. 287–289.
2. Загреба Я. Ставка на паузу//Бизнес. — 2008. — № 44 (823). — С. 69.
3. Chouhdry M., *Bonds: a Concise Guide for Investors*, Palgrave Macmillan. — 2006. — P. 23–26.
4. Річний звіт ПФТС за 2008 рік. [Електронний ресурс]. Режим доступу — http://www.pfts.com/uk/yearly-reports/?get_file=163
5. Підсумки року: Фондовий ринок України у 2009 році. [Електронний ресурс]. Режим доступу — <http://ua.korrespondent.net/business/1030200>

І. В. Бульдин

Одесский национальный университет имени И. И. Мечникова

СТРУКТУРНЫЕ ОСОБЕННОСТИ РАЗВИТИЯ РЫНКА УКРАИНСКИХ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Резюме

В статье рассмотрены структурные особенности рынка украинских корпоративных облигаций, такие как преимущества последних по сравнению с акциями, особенности эмиссии и дальнейшего размещения, динамика развития рынка корпоративных долговых обязательств в периоды финансовых потрясений 2008–2009 годов, возможные меры по улучшению и перспективы для дальнейшего развития рынка корпоративных облигаций Украины.

Ключевые слова: фондовый рынок, корпоративная облигация, эмиссия, андеррайтинг, оферта, дефолт.

I. Buldin

Odessa National I. I. Mechnikov University

STRUCTURAL PECULIARITIES OF UKRAINIAN CORPORATE BONDS MARKET

Summary

The article deals with main features of Ukrainian corporate bonds, such as their advantages compared to shares, the emission and underwriting procedure, the dynamics of corporate bonds market under 2008–2009 financial collapse influence; it highlights the ways of its possible improvement and further development.

Key words: stock market, corporate bond, emission, underwriting, tender, default.