

**Білоус І.В.,**

кандидат економічних наук,  
доцент кафедри економіки і менеджменту  
Конотопської філії Європейського університету

### ПОСТКРИЗОВІ ПЕРСПЕКТИВИ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНИ

*Досліджено причини виникнення кризових явищ на ринку цінних паперів України. Виявлено основні проблеми ринку корпоративних облігацій і запропоновано необхідні зміни в його діяльності через етапи розвитку.*

*The reasons of arising crisis occurrences at the market of securities in Ukraine are studied. The main problematical matters of the market of corporation bonds are established. Necessary changes of activity at the market of corporation bonds through the development stages are suggested.*

**Ключові слова:** криза, корпоративні облігації, фінансові ресурси, емітенти, банківський сектор, небанківські інститути, інвестиції.

В умовах фінансово-економічної кризи більшість секторів економіки України зазнали істотних втрат. Не є винятком і ринок корпоративних облігацій, що являє собою важливий сегмент національної економіки, де залучаються довгострокові фінансові ресурси. Потреба в таких ресурсах пов'язана з необхідністю фінансового забезпечення розвитку вітчизняної економіки, реструктуризацією і оновленням виробництва, збільшенням випуску традиційних і нових видів продукції тощо.

Теоретичні і практичні питання щодо ринку корпоративних облігацій вивчають українські науковці, зокрема, І. Алексєєв, О. Барановський, С. Богачов, М. Бурмака, В. Геєць, А. Даниленко, А. Ковальов, В. Корнєєв, М. Крупка, І. Лютий, О. Мішин, С. Мішина, О. Мендрул, О. Мозговий, С. Науменкова, Г. Терещенко, О. Терещенко, А. Федоренко, Л. Шабліста, В. Шапран, Н. Шелудько, та зарубіжні — А. Бельзєцький, Р. Брейлі, О. Буклемішев, Д. Гарнер, А. Дамодаран, Е. Елтон, П. Лансков, Г. Лівінгстон, С. Лялін, С. Майєрс, Я. Міркін, С. Росс, Б. Рубцов, С. Уїлсон, Ф. Фабощі, Б. Хейфец.

З огляду на дослідження вчених зазначимо, що теоретичні і практичні питання ринку корпоративних облігацій України потребують подальшого вивчення. На сьогодні, зокрема, бракує праць щодо аналізу ринку корпоративних облігацій у посткризовий період, а також шляхів поліпшення його стану.

Метою статті є визначення базових принципів діяльності вітчизняного ринку корпоративних облігацій у посткризовий період для досягнення його стабільності.

Ринкова трансформація економіки України ще на початку 1990-х років передбачала не лише зміни в галузі відносин власності й виробничих відносин,

а також найскоріше формування адекватної цим відносинам фінансово-кредитної системи. Одночасно з реформуванням господарського комплексу у країні відбувалося динамічне становлення ринку корпоративних облігацій, який являє собою сформовану центральну ланку ринкових перетворень, що сприяє оздоровленню економіки, інвестуванню в її основні галузі й об'єкти тощо.

Ринок корпоративних облігацій є важливою складовою ринку цінних паперів як у нашій країні, так і в інших державах. Інвесторів цей ринок приваблює тим, що облігації є менш ризиковими цінними паперами, ніж акції. Це зумовлено передусім зобов'язанням емітента погасити облігації та сплатити проценти незалежно від розміру прибутку. Власникам підприємств і великим акціонерам вигідніше залучати кошти шляхом випуску облігацій. На відміну від додаткової емісії акцій і збільшення статутного фонду підприємства при розміщенні облігацій не перерозподіляється акціонерний капітал<sup>1</sup>.

Корпоративні облігації є стандартними борговими контрактами, діяльність із випуску й обігу яких регулює держава. Це дає змогу попередньо визначати умови укладання угод на первинному ринку і впливати на розвиток вторинного сегменту ринку.

Підприємства зацікавлені у випуску корпоративних облігацій, оскільки їхня діяльність у сучасних умовах потребує постійного залучення додаткових фінансових ресурсів для відтворення виробництва й поповнення обігових коштів. Розрахунок обсягів залучення додаткових ресурсів визначають з урахуванням масштабності й ризикованості того чи іншого проекту.

Водночас унаслідок впливу фінансової кризи банківські установи практично припинили довгострокове кредитування підприємств. Тому з метою стабілізації економічного стану для них було б доцільним активізувати діяльність із залучення коштів через небанківські інститути. Перспективним інструментом залучення фінансових ресурсів залишаються корпоративні облігації. У промислово розвинених країнах обсяг облігацій, випущених корпораціями, становить від 10—15 % до 60—65 % загальної емісії корпоративних цінних паперів, що свідчить про важливу роль облігацій як альтернативного джерела фінансування реального сектору економіки. В Україні у 2008 році цей показник становив 20,48 %<sup>2</sup>, а за січень — листопад 2009 року зменшився до 7 %.

Слід зазначити, що функціонування вітчизняного ринку корпоративних облігацій тісно пов'язано з макроекономічними характеристиками розвитку країни, рівнем нормативно-правового забезпечення здійснення угод про залучення ресурсів і розвитком інших сегментів фінансового ринку.

---

<sup>1</sup> *Погорелова Г.* Правові аспекти випуску та обігу корпоративних облігацій в Україні: [Електр. ресурс]. — <http://www.justinian.com.ua/article.php?id=423>.

<sup>2</sup> Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 рік: [Електр. ресурс]. — <http://www.ssmc.gov.ua>.

Для розуміння сутності необхідних змін у діяльності ринку корпоративних облігацій доцільно виокремити етапи його розвитку, які наведено нижче.

*1-й етап* (1992—1995 роки) характеризується початковим формуванням правового забезпечення фінансового ринку в цілому й ринку корпоративних облігацій зокрема. У червні 1991 року Верховна Рада України прийняла Закон “Про цінні папери та фондову біржу” № 1201-ХІІ, в якому було вперше визначено поняття “облігації підприємств” і описано загальну процедуру їх емісії та обігу. На цьому етапі простежувалася пасивність ринку корпоративних облігацій, що було пов’язано з практичною відсутністю необхідної інфраструктури, неврегульованістю багатьох питань щодо його функціонування, низькими темпами приватизації тощо.

*2-й етап* (1996—1999 роки) відзначається поступовим зростанням попиту з боку вітчизняних та іноземних інвесторів на цінні папери, випущені приватизованими підприємствами, що зумовило кількісне та якісне зростання біржової торгівлі ними. Було усунуто головну перешкоду на шляху розвитку ринку корпоративних облігацій, що перебувала у площині оподаткування доходу емітента. Відтак кошти, отримані емітентом від розміщення облігацій, не підлягали оподаткуванню, основна сума боргу не включалася до витрат, а сума процентів, що виплачувалася власникам цінних паперів емітентом, відносилася до витрат підприємства.

*3-й етап* (2000—2002 роки) характеризується поступовим відновленням економіки після кризи 1998 року, що позитивно вплинуло на операції з корпоративними облігаціями, які стали привабливішими для підприємств-емітентів, інвесторів і фінансових установ, хоча ринку були притаманні досить незначні обсяги (у 2000-му емісія ринку не перевищувала 500 млн грн). Рік 2001-й можна вважати роком, коли ринок корпоративних облігацій вперше почав системно окреслюватися, що відзначилося появою емісій, спрямованих на розміщення серед широкого кола інвесторів. Так, із загального обсягу нових емісій обсягом 641,5 млн грн публічні випуски становили 119,95 млн грн, або 18,7 %. У 2002 році обсяг зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку емісій збільшився до 810 млн грн, або на 26,3 %, із яких близько 322,6 млн, або 39,8 %, було емітовано для відкритого продажу.

*4-й етап* (2003—2005 роки) відзначається щорічним подвоєнням публічної пропозиції корпоративних облігацій. Так, сумарний випуск облігацій у 2003 році перевищив 1 млрд грн, а у 2005-му становив 12,748 млрд. Корпоративні облігації виявилися досить привабливим інструментом, що задовольняє потреби позичальників у інвестиційних ресурсах. На цьому етапі спостерігається вихід на ринок нових емітентів, зростає ліквідність ринку, виникає інтерес іноземних інвесторів до вітчизняних емітентів. У 2004—2005 роках ємність ринку становила вже 4 млрд грн, а обсяг первинних розміщень сягнув 3,5 млрд. Водночас розвиток ринку корпоративних облігацій стримували обмежуючі фактори — ризики націоналізації чи реприватизації, ревальвація гривні. Відбулося часткове

зниження дохідності корпоративних облігацій, що також було зумовлено приходом в Україну іноземних інвесторів.

*5-й етап* (2006—2008 роки) характеризується поглибленням структуризації ринку корпоративних облігацій за підприємствами-емітентами та в галузевому розрізі. Обсяг ринку корпоративних облігацій у 2006 році становив 22,07 млрд грн, у 2007-му — 44,48 млрд, у 2008 році — 31,35 млрд. Порівняно з 2007-м обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств знизився на 13,13 млрд грн, що пов'язано з посиленням кризових явищ у економіці країни в останньому кварталі 2008 року<sup>3</sup>.

Значна кількість розміщень корпоративних облігацій припадає на фінансовий сектор економіки (банки і страхові компанії). Для ринку облігацій корпоративні облігації фінансових установ відіграють роль базового елемента, за яким формується ринок. Це зумовлено насамперед місцем, що його займають фінансові установи на фондовому ринку. Наявність кваліфікованих фахівців, налагодженої системи роботи на фінансовому ринку, преференції у процесі здійснення операцій із грошовими коштами визначають фінансові установи як найважливіші інструменти ринку облігацій. Емітенти облігацій, які представляють інші галузі, оцінюючи свою інвестиційну привабливість, а також прогнозуючи власні дії на фондовому ринку, орієнтуються на результати функціонування на ринку облігацій фінансових установ<sup>4</sup>.

*6-й етап* (із 2009 року й до сьогодні) характеризується подальшим скороченням обсягів ринку корпоративних облігацій і змінами у структурі емітентів, що відбувається через несприятливий вплив фінансово-економічної кризи.

У 2009 році відбулася промислова рецесія, яка супроводжувалася знеціненням гривні, зростанням безробіття і припиненням інвестиційних програм. Українська фінансова система не була підготовлена до світової кризи 2007—2008 років і повторила шлях розвинених країн унаслідок фінансової кризи до промислового спаду. Своєю чергою, ринок корпоративних облігацій, який є невід'ємною частиною фінансового ринку й має велике значення для реального сектору економіки, також отримав так званий ефект доміно. Це підтверджується інформацією Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за I—III квартали 2009 року, коли було зареєстровано 210 випусків облігацій підприємств на суму 9,43 млрд грн. Обсяг зареєстрованих облігацій підприємств зменшився на 21,75 млрд грн порівняно з аналогічним періодом 2008 року<sup>5</sup>. Динаміку обсягів випусків корпоративних облігацій за емітентами наведено в табл. 1.

<sup>3</sup> Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 рік: [Електр. ресурс]. — <http://www.ssmc.gov.ua>.

<sup>4</sup> Охріменко О. Сучасна структура ринку корпоративних облігацій: [Електр. ресурс]. — <http://www.corporation.org.ua/library/publication/pub.php?id=212>.

<sup>5</sup> Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня — листопада 2009 року: [Електр. ресурс]. — [http://www.ssmc.gov.ua/\(X\(1\)S\(cjujsw55artr5zqqdkgdl45\)\)/Monthly.aspx](http://www.ssmc.gov.ua/(X(1)S(cjujsw55artr5zqqdkgdl45))/Monthly.aspx).

Таблиця 1. **Обсяг випусків облігацій підприємств упродовж 2003—2009 років, млн грн**

Рік	Підприємства (крім банків і страхових компаній)	Банки	Страхові компанії	Загальний обсяг зареєстрованих випусків
2003	3 905,71	329,16	7,0	4 241,86
2004	3 776,66	217,93	112,0	4 106,59
2005	10 141,65	2 564,72	41,9	12 748,28
2006	16 991,80	4 994,00	85,0	22 070,80
2007	25 560,50	18 869,30	50,6	44 480,50
2008	24 132,84	7 115,94	97,5	31 346,27
2009 (станом на 1 грудня)	9 427,43	0	0	94 727,43

Джерело: <http://www.ssmc.gov.ua>.

Слід зазначити, що протягом 2009 року, на відміну від попередніх років, мала місце відсутність зацікавленості структур фінансового сектору (комерційних банків і страхових компаній) у залученні коштів шляхом випуску корпоративних облігацій.

Таким чином, через несприятливу макроекономічну ситуацію як в Україні (різке зменшення випуску промислової продукції, ВВП, скорочення банківського кредитування і, як наслідок, прибутків вітчизняних корпорацій), так і в усьому світі (скорочення ВВП, обвал індексів провідних фондових бірж світу, банкрутство банків та іпотечних агенцій у США, дефолт із виплати процентів за облігаціями підприємств) значно скоротилися обсяги торгівлі цінними паперами і, зокрема, корпоративними облігаціями.

Детальніше проаналізуємо динаміку обсягу й кількості випусків облігацій підприємств, зареєстрованих протягом січня — листопада 2009 року, подану в табл. 2.

Таблиця 2. **Обсяг і кількість випусків облігацій підприємств протягом січня — листопада 2009 року**

Місяць	Обсяг випуску облігацій підприємств, млн грн				Кількість випусків
	Підприємства (крім банків і страхових компаній)	Банки	Страхові компанії	Загальний обсяг зареєстрованих випусків	
Січень	640,82	0	0	640,82	14
Лютий	1 511,48	0	0	1 511,48	90
Березень	99,00	0	0	99,00	2
Квітень	914,98	0	0	914,98	8
Травень	138,08	0	0	138,08	4
Червень	236,05	0	0	236,05	3
Липень	4 642,52	0	0	4 642,52	52
Серпень	475,00	0	0	475,00	12
Вересень	709,40	0	0	709,40	23
Жовтень	60,10	0	0	60,10	2
Листопад	0	0	0	0	0
<b>Усього</b>	<b>9 427,43</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9 427,43</b>	<b>210</b>

Джерело: <http://www.ssmc.gov.ua>.

Із наведених даних видно, що зазначений період характеризується нерівномірними помісячними темпами розвитку ринку корпоративних облігацій та істотним скороченням обсягів і кількості їх розміщень (майже втричі порівняно з 2008 роком).

За обсягами розміщень корпоративних облігацій за січень — листопад 2009-го ринок корпоративних облігацій навіть не наблизився до показника 2005 року, що свідчить про системність і складність фінансової кризи, обтяжену внутрішніми проблемами корпоративного ринку країни, а саме: неефективним державним регулюванням розвитку ринку, недосконалістю законодавства, недостатньою кількістю і слабкістю андеррайтерів, закритістю фінансової звітності емітентів, відсутністю консультантів-професіоналів на підприємствах щодо випуску облігацій, проблемами стандартизації та рейтингування облігацій тощо.

Отже, економічні передумови відновлення й формування надійного підґрунтя розвитку ринку корпоративних облігацій України є такими:

— середовище зі стабільною макроекономічною й політичною ситуацією, з належною законодавчою базою, що регламентує випуск і обіг облігацій, та виваженою податковою політикою держави у цій сфері;

— належний розвиток інших сегментів фінансових ринків, що функціонують у єдиній макроекономічній системі, а саме: банківських кредитів, акцій і ринку державних цінних паперів, який є індикатором вартості запозичень із мінімальним ризиком;

— сфера ринку корпоративних облігацій із наявною широкою базою емітентів, які здатні обслуговувати платежі з облігаційного боргу, та інвесторів, що мають бажання вкладати кошти в облігації з різною структурою;

— прискорений розвиток механізму широкомасштабного залучення коштів населення на вітчизняний ринок цінних паперів, зокрема в сектор корпоративних облігацій. У разі створення в Україні умов, сприятливих для індивідуальних інвестицій, можна отримати обсяг ресурсів, достатній для задоволення потреб економіки в додаткових ресурсах на тривалий період (обсяг готівкових коштів, які зберігаються в населення країни, становив майже 70 % ВВП у 2009 році)<sup>6</sup>.

Підсумовуючи викладене, зазначимо таке. Аналіз стану ринку корпоративних облігацій українських підприємств засвідчив, що до 2009 року цей ринок розвивався відносно стабільно, але внаслідок несприятливого впливу світової фінансово-економічної кризи значно зменшилися обсяги випуску корпоративних облігацій підприємствами реального сектору економіки, припинився випуск корпоративних облігацій фінансового сектору, виникли складності із залученням ресурсів тощо.

Поліпшення функціонування ринку корпоративних облігацій можливе в разі виконання таких умов: а) доступність інформації учасникам ринку без витрат на її отримання; б) відсутність трансакційних витрат, зумовлених проведенням операцій на ринку; в) усвідомлення суб'єктами ринку, що в ціну закладено всю поточну інформацію<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Кубліков В. Индексовані облігації — альтернатива банківського депозиту // Ринок цінних паперів України. — 2009. — № 3—4. — С. 61.

<sup>7</sup> Петросян Н. Эффективность рынка корпоративных облигаций // Финансовый менеджмент. — 2007. — № 1. — С. 98—107.

Для розв'язання означених проблем, на нашу думку, потрібно:

- стимулювати збільшення обсягів корпоративних облігацій із метою підвищення капіталізації ринку, причому особливу увагу слід приділити корпоративним облігаціям підприємств реального сектору економіки;

- активізувати наявні інвестиційні резерви населення із широким залученням їх на ринок корпоративних облігацій;

- з боку Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку запровадити нові регуляторні вимоги допуску до розкриття інформації підприємствами — емітентами корпоративних облігацій для посилення прозорості цього ринку;

- з метою надання прозорої одноманітної інформації про господарську діяльність, для посилення довіри потенційних інвесторів і кредиторів у процесі оцінки ризику розміщення капіталу, запровадити міжнародні стандарти бухгалтерського обліку;

- активізувати діяльність реального сектору економіки.

Результати проведеного дослідження підтверджують низьку ефективність ринку корпоративних облігацій у довгостроковому фінансуванні підприємств промисловості й довгостроковій перспективі розвитку.