

СТАН ТА ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ В УКРАЇНІ

Людмила
Шкварчук,
д. е. н., професор
кафедри фінансів
НУ «Львівська
політехніка»

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

У статті проведено аналіз сучасного стану ринку облігацій в Україні, визначено його поведінкові особливості під час та після економічної кризи в країні. Досліджено характеристики привабливості облігацій для інституційних та корпоративних інвесторів, встановлено взаємозв'язок доходності облігацій та вартості залучення ресурсів на кредитному ринку. Визначено напрямки розвитку відповідного сегменту фондового ринку України.

Сучасний етап розвитку фінансово-ринку в цілому, та фондового зокрема, характеризується зміною підходів до оцінки доцільності, форм, методів та принципів випуску та обігу основних фінансових інструментів. Деструктивні явища спонукали учасників фінансового ринку повному поглянути на проблеми залучення капіталу, змінити ставлення до традиційних джерел фінансування діяльності та активізувати дослідження їх альтернативних форм.

Зростання вартості ресурсів, залучених через банківський ринок, та ускладнення самої процедури їх залучення є чинником активізації фондового ринку, основною функцією якого є перерозподіл фінансових ресурсів. З огляду на це актуальним є дослідження проблем функціонування ринку облігацій підприємств.

Функціонування ринку капіталу було предметом вивчення багатьох вчених, зокрема, вітчизняних О. Барановського, С. Богачова, А. Ковальова, В. Корнеєва, О. Мозгового, С. Науменкової, В. Суторміної, А. Федоренка, В. Федосова, .Н. Шелудько, а також іноземних – А. Бельзецького, Р. Брейлі, П. Ланскова, Г.Лівінгстона, С. Ляліна, С. Майерса, Я. Міркін, С. Росса, Б. Рубцова, С. Уілсона, Ф. Фабоцці, Б.Хейфеца та інших. Найчастіше дослідження стосуються особливостей функціонування того чи іншого сегменту ринку, або конкретного фінансового інструмента. При цьому менше уваги приділяється вивченню діалектичного зв'язку емітента та інвестора, який лежить в основі ефек-

тивного функціонування ринку капіталу

Метою статті є формування системи теоретичних положень та практичних оцінок особливостей сучасного етапу розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні, використання яких може стати основою для прийняття рішень суб'єктами фондового ринку щодо здійснення операцій з відповідними фінансовими інструментами.

Облігації є джерелом формування позикових ресурсів підприємства. Вважається, що залучення таким чином коштів має певні переваги у порівнянні із банківським кредитуванням. Це, зокрема, триваліший період та нижча вартість залучення. В той же час, не всі суб'єкти господарювання вдаються до активних операцій щодо емісії власних облігацій внаслідок існування значної кількості її недоліків. Перш за все, це складність процедури емісії та розміщення облігації (необхідність дотримання вимог чинного законодавства та нормативів державного регулятора); розкриття та оприлюднення інформації про посадових осіб підприємства, власників та фінансовий стан суб'єкта господарювання; обов'язкове цільове використання отриманих від емісії облігацій коштів тощо. Переважання позитивних та негативних факторів є суто індивідуальним для кожного емітента. У зв'язку з тим, що в Україні впродовж 10 останніх років обсяг емісії корпоративних облігацій суттєво зріс, можна стверджувати, що переваги є вищими, а з недоліками емітенти зуміли змиритися або боротися.

Активного розвитку ринок корпоративних облігацій в Україні набув у 2003 р. і досягнув свого максимуму у 2007 р. За даними НКЦПФР обсяг емісії облігацій підприємств у цей період склав 44,48 млрд. грн. [1], що відповідало 6,15% ВВП. У наступні періоди обсяги емісії скоротились, натомість активність вторинного ринку корпоративних облігацій – зросла (рис. 1).

Зростання ринку корпоративних облігацій у період 2005-2007 рр. в цілому збігаються із загальними тенденціями фондового ринку в Україні. У цей час фондовий ринок набуває ознак розвиненого, формується довіра до його об'єктивності, підвищується його роль у процесах активізації інвестиційного розвитку економіки України.

Починаючи з 2008 р. темпи та напрямки зміни основних показників ринку облігацій не відповідають загальноринковим. Зниження активності первинного ринку цінних паперів відбулося лише у 2010 р. в той час, як емісійна діяльність на ринку корпоративних облігацій суттєво зменшалась вже у 2008 р. Тобто саме на ринку боргових цінних паперів перш за все проявились наслідки кризи банківської системи України.

Причиною цього, перш за все, стало здорожчання капіталу, залученого через емісію облігацій. Як відомо,

вартість такого залучення визначається рівнем необхідної дохідності облігації, яка залежить від середніх процентних ставок на ринку капіталу, рівня ризику відповідного цінного паперу, строку залучення та загального фінансового стану емітента.

Зростання процентних ставок на ринку банківських позичок у 2008 р. підвищило очікування інвесторів щодо зростання необхідної дохідності корпоративних облігацій, що, крім того, супроводжувалось паралельним зростанням рівня ризику операцій з борговими фінансовими активами і вимагало відповідного компенсатора у вигляді приросту рівня доходу за облігаціями нової емісії у порівнянні з його попереднім рівнем.

Відповідно до теорії (зокрема, САМР), дохідність корпоративних облігацій є вищою від дохідності державних облігацій, які обертаються на тому ж ринку та мають аналогічні параметри щодо строку обігу та форм виплати доходу, але нижчою від вартості банківського кредиту. З огляду на це, необхідна дохідність (вартість залучення капіталу) корпоративних облігацій у 2008 р. була в межах 20,5 % (див. дані рис. 2), тобто досить високою, що доводить висунуту гіпотезу про основну причину згортання фінансування діяльності через відповідне джерело [2], [3].

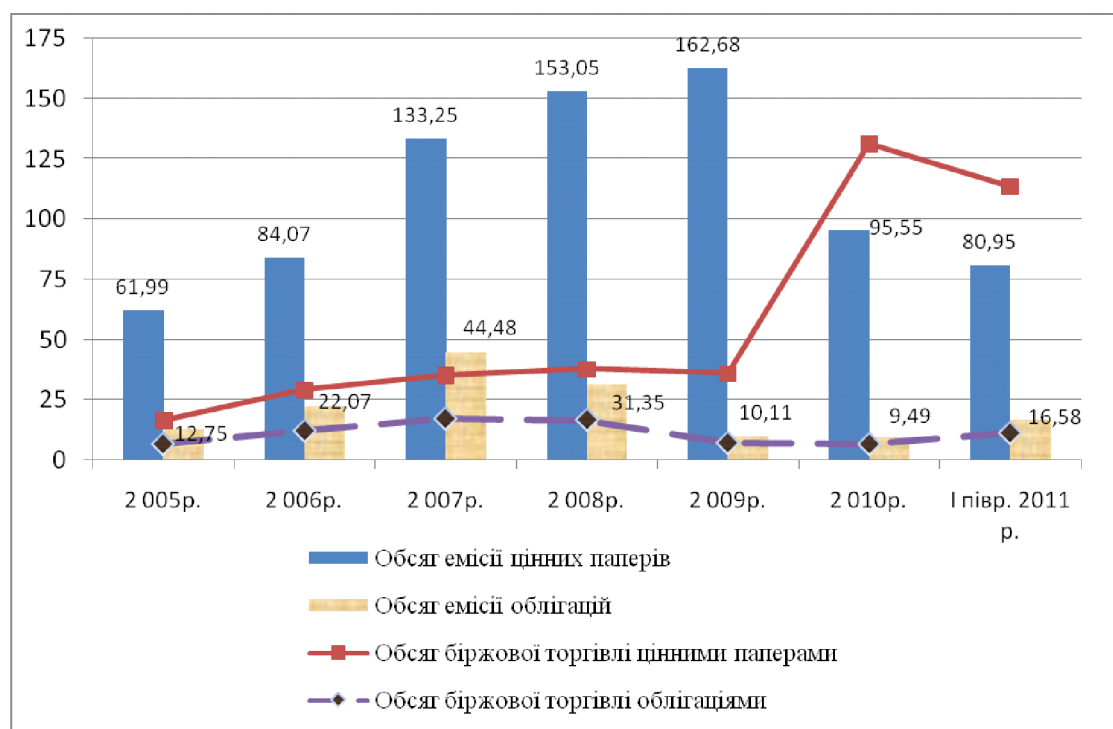


Рис. 1. Динаміка основних показників ринку корпоративних облігацій в Україні у 2005 – I півріччі 2011 рр., млрд. грн.

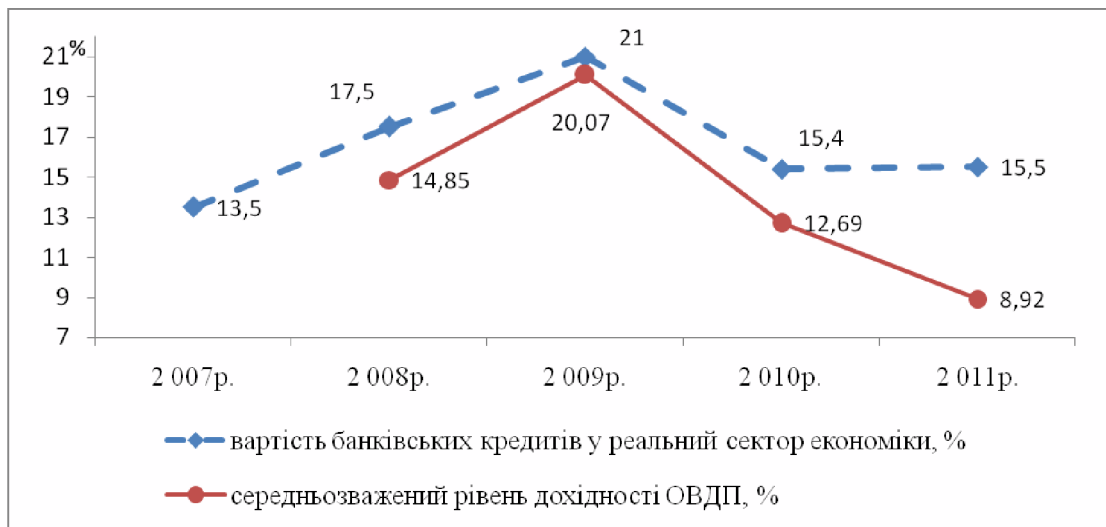


Рис. 2. Вартісні параметри боргового ринку України у 2007 - 2011 рр.

Зниження рівня необхідної доходності за корпоративними облігаціями у 2009 р. до 13-14 % річних не отримало відповідної реакції на первинному ринку – обсяг емісії цього виду цінних паперів у цей період становив 10,11 млрд. грн., що втричі менше, ніж у 2008 р., та у 4,4 рази менше від обсягу емісії у 2007 р. – потенційні емітенти відмовились від залучення боргового капіталу на фондовому ринку, вважаючи вартість такого залучення досить високою. Крім того, як зазначалося вище, доцільність емісії облігацій визначається не лише її вартістю, але й цільовою доцільністю. Фінансова криза спричинила скорочення споживання, а, відповідно, й виробництва основних видів товарів та послуг. Перед підприємствами реального сектора економіки виникла проблема недоцільності розширення виробництва через зниження купівельної спроможності наявних та потенційних споживачів.

Ще однією, досить вагомою, причиною скорочення обсягу емісії боргових цінних паперів у 2009 р. було зниження попиту на відповідні фінансові інструменти як на первинному, так і вторинному фондовому ринку. Найбільший обсяг операцій на вторинному ринку корпоративних цінних паперів впродовж останніх років в Україні здійснюється на ПФТС. Частка цього організатора торгівлі за даними НКЦПФР становила у 2009 р. 38,75 % усього біржового обороту (у 2010 р. – 46,45 %). При цьому, у 2010 р. на ПФТС припадало 51,64 % вторинного ринку корпоративних облігацій та 26,29 % первинного [1]. З урахуван-

ням цього, можемо вважати, що динаміка основних показників обороту корпоративних облігацій на ПФТС є показовою для усього біржового ринку цього виду цінних паперів.

Відповідно до представлених на рис. 3 даних, біржовий ринок корпоративних облігацій у 2009-2011 рр. в Україні характеризується значною волатильністю: обсяг торгів у 2009 р. був низьким (із мінімальним значенням 28,26 млн грн у травні та максимальним значенням 456,4 млн грн у жовтні), що підтверджує тезу про низький попит на відповідний фінансовий актив серед інвесторів на біржовому ринку України. В цілому у 2010 р. ситуація докорінно не змінилася – загальний обсяг торгів корпоративними облігаціями був незначним (із мінімальним значенням 18,18 млн грн у лютому та максимальним значенням 643,08 млн грн у серпні).

При незначних загальних обсягах торгів, корпоративні облігації, все ж, були одними із найбільш привабливих цінних паперів вторинного ринку ПФТС у 2009 р.: на цей вид цінних паперів припадало в середньому 18 % біржового обороту [4]. У 2010 р. частка корпоративних облігацій значно скоротилась і в середньому склала 4 % - інвестори надали перевагу вкладенням в інші цінні папери. Більш привабливими за співвідношенням «дохід-ризиковість» для інвесторів у 2009-2011 рр. були державні цінні папери – зокрема, ОВДП. Саме на цей вид цінних паперів припадає найбільша частка операцій на біржовому ринку України за останні три роки. Таке зростання свідчить:

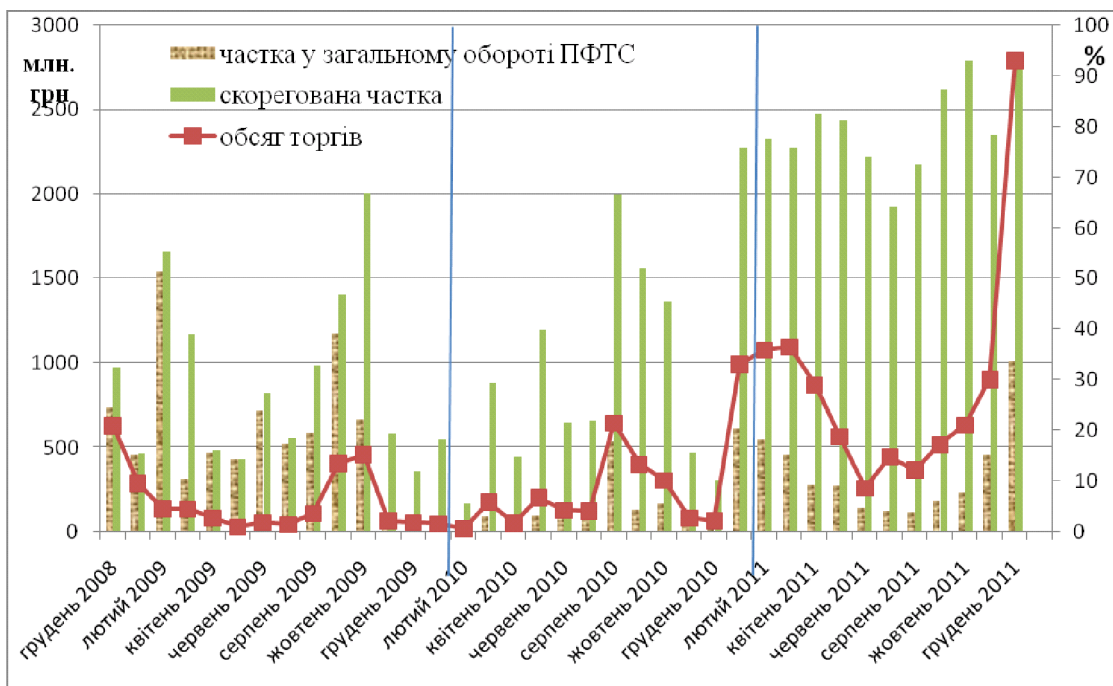


Рис. 3. Динаміка обсягу вторинного ринку корпоративних облігацій ПФТС

– *по-перше*, про переорієнтацію інвесторів на низькоризикові операції;

– *по-друге*, держава через емісію та розміщення значної кількості ОВДП підвищила конкуренцію на ринку дефіцитних фінансових ресурсів, ставши практично монополістом;

– *по-третє*, інвестори дезорієнтовані щодо перспектив розвитку реального і фінансового сектора економіки та не впевнені у кредитоспроможності корпоративних інвесторів.

Для оцінки інвестиційних переваг корпоративних облігацій у порівнянні з іншими недержавними цінними паперами нами був розрахований скорегований коефіцієнт частки корпоративних облігацій у обороті ПФТС, зменшений на обсяг торгів ОВДП. Відповідний динамічний ряд засвідчує, що у 2009 р. корпоративні облігації займали в середньому 30,36 % загальнобіржового обороту ПФТС з недержавними цінними паперами, у 2010 р. – 28,48 %, а у 2011 р. – 79,78 %. Переваги інвесторів у 2009-2010 рр. були в цілому стабільними, проте суттєво змінилися у 2011 р. – інвестори надають корпоративним облігаціям абсолютну перевагу серед інших недержавних цінних паперів.

Варто наголосити, що зростання обсягів операцій на вторинному ринку корпоративних облігацій супроводжувалось зростанням емісії цих цінних паперів. При цьому залишається відкри-

тим питання: «Попит породив пропозицію чи на зростання цих характеристик ринку корпоративних облігацій впливали різні фактори?»

В цілому, облігації відносяться до низькоризикових цінних паперів, які не приносять їх власникам значних доходів. Вони не можуть розглядатися як основний інструмент отримання спекулятивного прибутку, тому є привабливими для консервативних інвесторів. Світова практика доводить, що основними первинними покупцями зобов'язань корпорацій є інституційні інвестори. Р.Тьюлз, зокрема, вказує, що найважливішими покупцями корпоративних облігацій є або інститути, діяльність яких не оподатковується (недержавні пенсійні фонди, інститути спільного інвестування, кредитні спілки, благодійні фонди тощо), або страхові компанії [5, с. 42].

Для інститутів спільного інвестування (ІСІ) в Україні найбільш несприятливим був 2008 р. – при загальному зростанні вартості чистих активів на 29,94 %, дохідність їх знизилась. Найбільшою мірою – для інтервальних ІСІ (-35,15%) та відкритих (-30,33 %) ІСІ. При цьому венчурні ІСІ, які є найбільшими покупцями корпоративних облігацій, завершили 2008 р. із середньою дохідністю 22,98 %. У 2009-2010 рр. вартість активів та дохідність ІСІ зростала - купівельна спроможність цих інституції збільшилась.

Проте частка корпоративних облігацій в структурі портфеля ІСІ у 2008-2010 рр. суттєво скоротилася (див дані табл. 1). В цілому на кінець 2010 р. ІСІ володіли корпоративними облігаціям у сумі 9529,1 млн. грн, що на 4076,0 млн грн (30,0%) менше, ніж у 2008 р. [6].

В структурі активів недержавних пенсійних фондів (НПФ) загальна сума цінних паперів за період 2008-2010 рр. зросла на 94,81 млн грн (41,06 %), при цьому їх частка у 2008 та 2010 рр. залишалась практично незмінною (51,3% та 51,6% відповідно), попри деяке скорочення у 2009 р. (до 47,1%). Отже, цінні папери продовжують залишатися основним фінансовим активом, привабливим для інвестування НПФ (див. рис. 4). У звітності НПФ не розкривається інформація щодо структури їх портфеля цінних паперів. Це не дає відповіді на питання про те, чи змінилася частка саме корпоративних облігацій у власності НПФ. Проте, враховуючи той факт, що НПФ, як й ІСІ, відносяться до інституційних інвесторів і мають відносно однакову мету форму-

вання інвестиційного портфеля, можемо припустити, що так само, як й у ІСІ, у структурі портфеля цінних паперів НПФ частка корпоративних облігацій у 2008-2010 рр. зменшилась. Причиною цього стало зниження якості відповідних цінних паперів.

В цілому якість цінних паперів визначається сукупністю характеристик їх доходності, ліквідності та ризику. Теоретично визначено, що облігації є високоліквідними цінними паперами через їх обмежений період обігу та зобов'язання емітента викупити їх в кінці цього періоду. Практично рівень ліквідності облігацій на конкретному ринку та за конкретним емітентом можна визначити на основі даних про обсяг пропозиції відповідного цінного паперу та обсяг попиту на нього за поданими заявками на одній торговій сесії біржі. Організатори торгівлі, як правило, формують ранжовані списки цінних паперів, за якими укладено найбільше угод, які можуть бути використані для узагальненої оцінки рівня ліквідності відповідних цінних паперів.

Таблиця 1

Частка корпоративних облігацій в активах інститутів спільного інвестування в Україні у 2008-2010 рр.

Показники	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.
Частка в активах				
- відкриті ІСІ	20,06	35,3	18,8	8,87
- інтервальні ІСІ	17,07	19,6	9,85	8,02
- закриті невенчурні ІСІ	19,87	14,2	15,9	6,32
- венчурні ІСІ	19,89	21,6	22,81	9,22
Середньозважена частка	4,97	5,32	10,28	2,24
Частка у найбільш популярних ЦП	25,57	37,19	31,38	23,09
Загальна вартість, млн грн	156,0	13 605,1	12 957,2	9 529,1
Динаміка загальної вартості,				
- %	-	860,0	95,24	73,54
- млн. грн		13449,1	-647,8	-3428,1

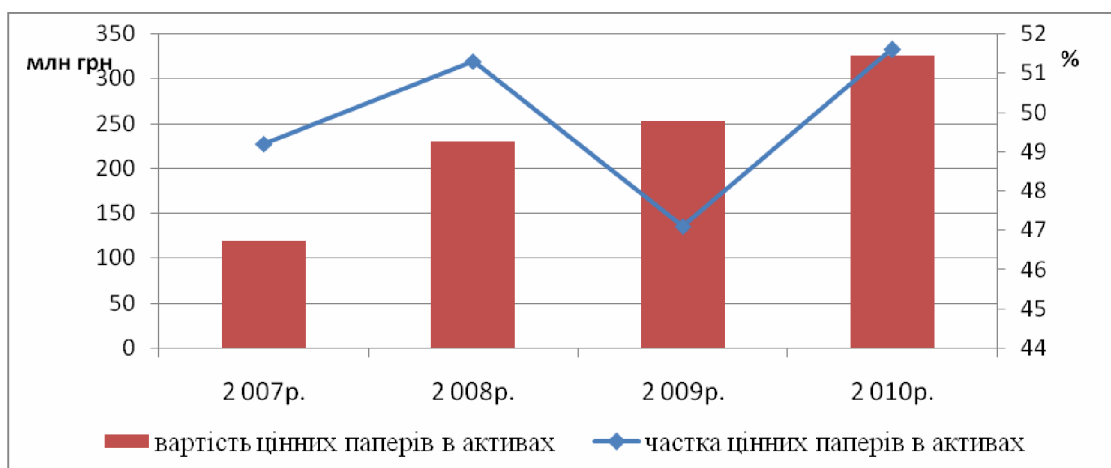


Рис. 4 Динаміка частки та вартості цінних паперів в активах НПФ

Рівень ризику боргового цінного паперу оцінюється через його рейтинг. Рейтингова оцінка цінних паперів емітента характеризує рівень спроможності позичальника (емітента) своєчасно та у повному обсязі обслуговувати зобов'язання за цінними паперами. Провівши аналіз рівня рейтингу корпоративних облігацій, з якими здійснено найбільше операцій в ПФТС, можемо оцінити якість відповідних цінних паперів у динаміці. Дані для аналізу представлено у табл. 2.

Облігації, які мають рейтинг ВВВ і вище, вважаються цінними паперами достатньої якості – фидуціарні інвестори (НПФ, ІСІ) можуть купувати їх без особливого ризику щодо зриву платежів за основною сумою боргу та процентів. Облігації з рейтингом ВВ та ВВ+ містять прийнятні ризики для цих

інвесторів і приваблюють останніх підвищеними доходами. Більш ризикові облігації купувати інституційним інвесторам недоцільно [5, с. 46]. Із врахуванням таких зауважень аналітиків фондового ринку, можемо стверджувати, що у 2008 р. найбільші обсягу угод з корпоративними облігаціями у ПФТС було укладено із їх низькоризиковими представниками, при цьому лише два з них відносились до так званих «негодящих» облігацій (ПК Поділля (серія А) та ЛуАЗ (серія А) – рейтинг ВВ).

У 2010 р. якість облігацій, з якими було укладено найбільше угод в ПФТС, знизилась: двоє з них відносились до спекулятивних із рейтингом ССС та одна – до «негодящих». При цьому найбільш ліквідними були саме високоризикові облігації. Це свідчить, в цілому, про зниження вимог інвесторів

Таблиця 2

Оцінка якості корпоративних облігацій за результатами торгів ПФТС

Ранг ліквідності	2008 р.		2009 р.		2010 р.	
	Емітент	Кредитний рейтинг*	Емітент	Кредитний рейтинг	Емітент	Кредитний рейтинг
1	КБ «Хрещатик» (серія Е)	ua А Стабільний	АБ «Хрещатик» (серія Е)	ua А Стабільний	Авангард (серія А)	ua ВВ Стабільний
2	Дружба народів Нова (серія В)	ua АА Стабільний	Іпобанк (серія А)	ua ВВ+ Негативний	Проект Майстер (серія В)	ua ССС Стабільний
3	Імідж Холдинг (серія В)	ua А Стабільний	Перший Український Міжнародний Банк (серія В)	н/д	АБ «Форум» (серія D)	н/д
4	Укргазбанк (серія Е)	ua А Стабільний	ВТБ Банк (серія В)	н/д	АБ Бізнес Стандарт (серія В)	ua ВВВ Стабільний
5	ЛуАЗ (серія А)	ua ВВ Стабільний	Укргазбанк (серія D)	ua ВВВ Стабільний	Глобинський м'ясокомбінат	ua А Стабільний
6	Укргазбанк (серія D)	ua ВВВ Стабільний	Райз (серія А)	ua ВВ Стабільний	Проект Майстер (серія F)	ua ССС Стабільний
7	ПК Поділля (серія А)	ua ВВ- Стабільний	Ощадбанк (серія В)	н/д	ДПЕК (серія В)	н/д
8	Родовід Банк (серія В)	н/д	Райффайзен Банк Аваль (серія С)	н/д	Український Професійний Банк (серія D)	ua ВВВ Стабільний
9	ЗАТ «ВО «КОНТИ» (серія А)	ua А Стабільний	Укргазбанк (серія А)	ua ВВВ Стабільний	НВЦ «Борщагівський хіміко-фармацевтичний завод» (серія А)	ua А+ Стабільний
10	ПТК ТОВ Агромат (серія А)	ua ВВВ Стабільний	ПТК ТОВ Агромат (серія А)	ua ВВВ Стабільний	Євро Лізинг (серія В)	ua ВВВ Стабільний

* За даними рейтингового агентства «Кредит-Рейтинг» [7]

до якості цінних паперів та зростання обсягу спекулятивних операцій на ринку. Крім того, досить важливим є висновок про зміну секторальних уподобань інвесторів. Якщо у 2008-2009 рр. переважав обіг облігацій інституцій фінансового сектору (банківських установ), то у 2010 р. більшість високоліквідних облігацій належать підприємствам реального сектору економіки. Така переорієнтація є позитивною, як з макроекономічної, так й мікроекономічної точки зору, оскільки свідчить про зростання ролі боргових цінних паперів у фінансуванні реалізації інвестиційних проектів.

Проведений аналіз показав, що ринок корпоративних облігацій незважаючи на деяке його просідання у 2008 - I половині 2011 рр. продовжує відігравати одну з основних ролей у вітчизняній фінансовій системі. Функціонування ринку корпоративних облігацій забезпечує поєднання реального сектора економіки з фінансовим, відображає регульоване переміщення позикового капіталу та продуктивне капіталотворення відповідно до економічних потреб суб'єктів господарювання.

В цілому інвестори високо оцінюють якість представлених до обігу облігацій, а перевагу (вперше за останніх п'ять років) надають операціям із цінними паперами підприємств реального сектора економіки. Рівень доходності не є визначальним чинником при прийнятті інвесторами рішення щодо купівлі облігацій. Таке рішення формується на основі певної сукупності показників, в тому числі суб'єктивних.

Зростання обсягу операцій із облігаціями, що мають низький рейтинг, визначає зростання частки цього цінного паперу в спекулятивних операціях на фондовому ринку України. Випуск облігацій підвищує інвестиційну привабливість емітента, тому підприємствам доцільно розширювати обсяги використання цього джерела залучення коштів для власного розвитку. Умови емісії та вимоги інвесторів є сприятливими, що надає корпоративним облігаціям додаткових переваг у порівнянні з іншими методами залучення ресурсів, який пропонує сучасний український фінансовий ринок.

ЛІТЕРАТУРА

1. Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2010 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>
2. Вартість кредитів за даними статистичної звітності банків України (за даними Національного банку України) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580
3. Результати розміщення ОВДП номінованих в національній валюті (за даними Національного банку України) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/bonds/list>
4. Підсумки торгів (за даними ПФТС) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pfts.com/uk/trade-results/>
5. Тьюлз Р.Дж., Бредли Э.С., Тьюлз Т.М. Фондовый рынок. – М.: Инфра-М, 2002. – 396с.
6. Розвиток ринку спільного інвестування (аналітичні огляди УАІБ) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/242/19_4.pdf
7. Рейтинговий лист (за даними Рейтингового агентства «Кредит-рейтинг») [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.credit-rating.ua/>