

МІСЦЕ Й РОЛЬ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

Прикарпатський національний університет
імені Василя Стефаника,
Міністерство освіти і науки, молоді та спорту України,
кафедра менеджменту і маркетингу,
76052, м. Івано-Франківськ, вул. Шевченка, 82,
тел. (0342) 596144,
e-mail: gala_myuch@mail.ru

Анотація. У статті розглянуті теоретичні підходи до визначення сутності корпоративних

Михайлів Г.В. Місце й роль корпоративних облигацій на фінансовому ринку України облигацій і методи досягнення ефективності їх емісії та обігу на сучасному етапі розвитку фінансового ринку України та показано їх особливості як інструмента ефективного використання фінансових ресурсів.

Ключові слова: корпоративні облигації, фінансовий ринок, ринок корпоративних облигацій, емісія корпоративних облигацій.

Annotation. The article reviews the theoretical approaches to defining the essence of corporate bonds and methods of achieving their emission efficiency and turnover in the current development of the financial market of Ukraine, and shown its features as a tool for effective use of financial resources.

Key words: corporate bonds, financial market, corporate bonds, issuance of corporate bonds.

Вступ. Важливою формою акумулювання фінансових ресурсів для інвестування економіки є залучення коштів через механізм фінансового ринку шляхом емісії корпоративних цінних паперів, зокрема, облигацій, за рахунок яких можливо розв'язати проблему довгострокового фінансування підприємств і досягти необхідного рівня концентрації інвестицій у пріоритетних галузях економіки.

Особливо актуальними питання залучення фінансових ресурсів через механізми емісії облигацій постають в умовах світової фінансової кризи, адже, як засвідчив аналіз використання корпоративних облигацій у період фінансових криз (1998–1999 роки, події на світовому фінансовому ринку у 2008 році), облигації продовжують ефективно виконувати роль джерела фінансових ресурсів для емітентів на тлі суттєвого скорочення ринків акцій.

Проблематиці розвитку фінансового ринку та, зокрема, ринку корпоративних облигацій присвячено досить багато праць вітчизняних учених, на особливу увагу заслуговують праці О.П. Білик, Т.Г. Буй, Т.В. Гриценко, С.З. Мошенського, Т.В. Нічосової, О.В. Любкіної, І.О. Лютого, О.К. Примерової, Р.В. Рак, В.П. Ходаківської [1–8] та інших.

У роботах зазначених авторів досить вичерпно розкриті питання створення ефективної системи державного регулювання та формування національної моделі фінансового ринку взагалі й аналіз становлення та розвитку ринку корпоративних цінних паперів зокрема. Віддаючи належне проведеним дослідженням, варто зауважити, що недостатньо дослідженими залишаються аспекти визначення місця та ролі корпоративних облигацій на фінансовому ринку; визначення факторів впливу на розвиток ринку корпоративних облигацій в Україні в контексті міжнародного досвіду становлення та функціонування таких ринків; визначення шляхів підвищення ефективності використання корпоративних облигацій для залучення фінансових ресурсів у реальний сектор економіки.

Постановка завдання. Мета статті полягає в узагальненні теоретичних підходів до визначення сутності корпоративних облигацій і розробці шляхів досягнення ефективності їх емісії та обігу на сучасному етапі розвитку фінансового ринку України. Відповідно до

поставленої мети дослідження впливають такі завдання: визначити місце та роль корпоративних облігацій у структурі фінансового ринку; узагальнити існуючі теоретичні підходи щодо визначення сутності корпоративних облігацій, виявити їх особливості як інструмента ефективного використання фінансових ресурсів.

Результати. Систематизація підходів до визначення сутності фінансового ринку в українській і зарубіжній літературі дозволила сформулювати визначення фінансового ринку. Фінансовий ринок – це механізм реалізації попиту та пропозиції на фінансові ресурси суб'єктів економічних відносин, який на базі інфраструктури ринку та в рамках діючого законодавства дозволяє досягти ефективності в перерозподілі вільних фінансових ресурсів в економіці.

Товаром на фінансовому ринку виступають фінансові ресурси, які набувають форми різних інструментів їх перерозподілу залежно від того, на якому сегменті ринку вони обертаються. Таким чином, корпоративні облігації слід розглядати як товар, що обертається на ринку корпоративних облігацій, який є структурним елементом ринку цінних паперів, що, у свою чергу, формує структуру фінансового ринку разом з кредитним ринком і ринком фінансових послуг. Це дозволяє визначити ринок корпоративних облігацій як механізм перерозподілу фінансових ресурсів шляхом емісії та обігу корпоративних облігацій, який реалізується в межах діючого законодавства та на базі існуючої інфраструктури ринку. Проведене дослідження підходів до визначення облігацій та їх призначення дозволило визначити корпоративні облігації як борговий цінний папір, випущений суб'єктом господарювання для залучення грошових коштів з фінансового ринку на розвиток власного бізнесу, який свідчить про зобов'язання емітента перед власником облігації виконати всі положення умов випуску цього цінного паперу [2, с.57–59].

Такі умови, викладені в проспекті емісії – документі, який подається емітентом на реєстрацію в державний орган, що здійснює регулювання ринку цінних паперів, є уніфікованими для всіх потенційних покупців облігацій цього випуску. Проспект емісії може складатися із себе досить складне сплетіння визначень, що формують риси боргового інструмента, але його ключові положення є відносно простими:

- емітент зобов'язується по закінченню терміну обігу облігації повернути її власнику номінальну вартість такого цінного паперу;
- крім того, емітент зобов'язується виплачувати держателю відсотки з певною періодичністю протягом усього терміну обігу облігації або виплатити усю суму відсотків в останній день обігу одночасно з поверненням власнику номінальної вартості облігації.

Недотримання емітентом вищевказаних зобов'язань свідчить про його нездатність обслуговувати власні борги (тобто дефолт) і для держателів таких облігацій стягнення коштів з боржника здійснюється за допомогою судового рішення про банкрутство емітента. Власники облігацій, як кредитори, мають першочергове право в порівнянні з акціонерами на задоволення їх вимог до майна збанкрутілої компанії. Їх права також можуть бути задоволені раніше від прав інших кредиторів, якщо облігації мали певне забезпечення. За ознакою забезпечення корпоративні боргові цінні папери поділяються на три типи [3, с.9–11]:

1) забезпечені облігації, емітенти яких надають у заставу власну нерухомість, пакети акцій дочірніх підприємств або виробниче обладнання в обмін на більш низьку відсоткову ставку за облігаціями, ніж у випадку, коли такий випуск не мав би забезпечення;

2) незабезпечені облігації – випускаються емітентами з настільки високим кредитним рейтингом, що він дозволяє їм продавати інвесторам облігації з відносно низькими відсотковими ставками без залучення додаткового забезпечення; крім того, незабезпечені облігації випускаються також компаніями, які раніше випустили облігації із забезпеченням, але боргові цінні папери мають вищі % ставки;

3) гарантовані облігації – випускаються компаніями, виконання боргових зобов'язань яких гарантується іншою компанією або групою компаній.

Утім важливо розуміти, що ні забезпечення, ні високий правовий статус прав на майно емітента стовідсотково не вберігають держателів облігацій від фінансових утрат у випадку, коли емітент не здатний до створення грошового потоку, достатнього для виплати боргу.

Тому найкращим забезпеченням виплати боргу за облігаціями є висока кредитоспроможність емітента, який здатний за рахунок прибутку повернути борг вчасно й у

Михайлів Г.В. Місце й роль корпоративних облігацій на фінансовому ринку України повному обсязі.

Облігації можуть випускатися компаніями як на внутрішньому фінансовому ринку (у валюті своєї країни), так і на зовнішньому (на ринку єврооблігацій).

Отже, корпоративні облігації слід розглядати, виходячи з позицій їх основних функціональних властивостей, а саме: як інструмент залучення фінансових ресурсів; інструмент вкладання вільних фінансових ресурсів та інструмент фінансового ринку, що дозволяє всебічно оцінити його переваги та недоліки в порівнянні з іншими інструментами фінансового ринку та визначити пріоритетні напрями використання корпоративних облігацій емітентами, інвесторами й посередниками.

За умов стрімкого економічного розвитку відбувається і зростання обсягів ринку корпоративних облігацій як сегмента фінансового ринку, який обслуговує потреби економіки в додаткових фінансових ресурсах. За таких умов важливо відстежувати відповідність темпів росту економіки темпам зростання ринку корпоративних облігацій. Інакше ринок корпоративних облігацій перестає виконувати роль ефективного механізму перерозподілу фінансових ресурсів між суб'єктами економічних відносин. Корпоративні облігації починають використовуватися як інструмент перерозподілу власності та прихованого фінансування в межах пов'язаних підприємств, що, у свою чергу, призводить до приховування реальних ризиків і невідповідності доходності корпоративних облігацій рівню притаманного їм ризику. Саме тому при оцінці привабливості інвестування в корпоративні облігації слід зважати не тільки на притаманні зазначеному інструменту переваги та недоліки, але й виходити з прогнозів розвитку економіки на період інвестування [4].

Дослідження іноземного досвіду використання корпоративних облігацій на фінансовому ринку як у розвинених країнах, так і в країнах, що розвиваються, дозволило обґрунтувати висновок, що, незважаючи на переважання державних облігацій та облігацій фінансових компаній на національних ринках облігацій, частка ринку корпоративних облігацій у ВВП відзначається позитивною динамікою, зростаючи протягом 1991–2009 рр. у середньому на 7% щорічно по країнах, що розвиваються, і 14% – у розвинених країнах [8]. Іншою особливістю структури ринку облігацій у країнах, що розвиваються, є тенденція до переважання сектора державних облігацій, у той час, як у розвинених країнах сектори державних облігацій та облігацій фінансових компаній посідають майже однакове місце.

Аналіз досвіду становлення ринку корпоративних облігацій у розвинених країнах і країнах, що розвиваються, дозволив виявити об'єктивні тенденції його розвитку: стримування розвитку ринку через нерозвиненість інфраструктури, недосконалість державного нагляду, відсутність доступу до інформації, активізацію внутрішнього ринку корпоративних облігацій в умовах після кризового піднесення; і суб'єктивні складові: розвиток місцевих інституціональних інвесторів в Аргентині, Чилі, Бразилії, зниження об'ємів банківського кредитування в період кризових років у Малайзії, Таїланді, Мексиці, лібералізації фінансових транзакцій в Японії. На базі досвіду становлення ринку корпоративних облігацій у країнах, що розвиваються, вдалося визначити основні заходи, необхідні для активізації ринку корпоративних облігацій: створення рейтингових

агентств; розвиток внутрішніх інституціональних інвесторів; розвиток державного сектора ринку облігацій; розвиток корпоративного управління; забезпечення прозорості емітентів корпоративних облігацій [6].

На підставі дослідження основних показників ринку корпоративних облігацій в Україні протягом 1991–2009 рр. виділено 5 ключових етапів його розвитку: етап формування нормативно-правових та інфраструктурних передумов становлення ринку корпоративних облігацій (1991–1996 рр.), етап зародження та становлення організованого ринку облігацій (1996–2000 рр.), етап активного формування закритого ринку облігацій для вузького кола емітентів (2001–2005 рр.), етап формування масового ринку корпоративних облігацій (2006–2008 рр.) і новітній етап фільтрації учасників ринку корпоративних облігацій (з кінця 2008 року), сформований під впливом економічної кризи [5–7].

На підставі проведеного аналізу розвитку ринку корпоративних облігацій України виявлено ключові характеристики кожного з етапів та ідентифіковано визначальні фактори впливу. Дослідження впливу факторів на розвиток ринку корпоративних облігацій в Україні дозволило визначити, що в умовах фінансової кризи та зростання недовіри інвесторів найбільш визначальними є фактори пропозиції, зокрема, спроможність емітента проводити таку інвестиційну політику, яка б відповідала не тільки потребам у фінансуванні інвестиційних потреб, а й зацікавила потенційних інвесторів [8].

Дослідження структури ринку корпоративних облігацій, емітованих підприємствами нефінансового сектора економіки у 2009 р., дозволило виявити взаємозв'язок між ключовими параметрами емісії корпоративних облігацій [9–10]:

- 57,2% ринку корпоративних облігацій в Україні в грошовому вимірі представлено групою великих емітентів – з обсягами емісії від 80 до 600 млн грн та найнижчою середньою купонною ставкою в 14,3%; на частку дрібних емітентів корпоративних облігацій припадає лише 5,5% від загального обсягу здійснених емісій, при цьому залучення фінансових ресурсів цієї групи компаній обходиться найдорожче – за середньою купонною ставкою 16,1%;
- у структурі ринку домінують довгострокові облігації з терміном емісії від 3-х до 5-ти років, частка яких становить 53%; для зазначеної групи цінних паперів характерною є більш висока середня купонна ставка – 14,9%, у порівнянні з 14,6% у групі довгострокових цінних паперів, що зумовлено премією інвесторів за ризик інвестування в довготермінові цінні папери.

Важливим параметром емісії корпоративних облігацій, що характеризує емісійну політику підприємств, є термін емісії як індикатор задоволення потреб підприємства в довгострокових інвестиційних ресурсах, з одного боку, і довіри позичальників та інвесторів до економічної політики держави – з іншого боку. Так, протягом 2004–2009 рр. спостерігалися неоднозначні тенденції щодо зміни в строковій структурі випущених корпоративних облігацій. Зокрема, протягом 2004 р. у структурі ринку домінували довгострокові запозичення з терміном емісії до 3-х років. У 2005 році відбулося значне скорочення частки довгострокових облігаційних позичок, що пояснюється, передусім, нестабільною політичною ситуацією в Україні, кризою влади, в умовах якої знизилася довіра інвесторів до довгострокових облігаційних позичок, і інвестори віддавали перевагу розміщенню коштів у цінні папери з меншим терміном емісії. Починаючи з 2005 р., спостерігалася стала тенденція до зростання частки саме довгострокових облігаційних позичок: з рівня 32% у 2005 р. їх частка зросла до 53% у 2009 р., що є свідченням зростання ролі корпоративних облігацій як джерела забезпечення компаній нефінансового сектора економіки довгостроковими інвестиційними ресурсами, необхідними для фінансування програм стратегічного розвитку [10].

Водночас світова фінансова криза зумовила виникнення новітнього етапу розвитку ринку корпоративних облігацій – етапу фільтрації учасників ринку, протягом якого попередні тенденції активного зростання ринку (нарощування обсягів емісій, стрибкоподібне збільшення чисельності емітентів, їх широка галузева диверсифікація) змі-

нюються на протилежні тенденції обмеження та фільтрації. Зокрема, протягом зазначеного етапу розвитку ринку прогноуються скорочення загальної чисельності емітентів, зменшення обсягів емісії, підвищення вимог до фінансової надійності та суттєва галузева диференціація емісій через скорочення питомої ваги емітентів, діяльність яких орієнтована на зовнішні ринки (через високі ризики негативних коливань кон'юнктури світових ринків, передусім, продукції металургії) і відповідно підвищення частки емі-

Михайлів Г.В. Місце й роль корпоративних облігацій на фінансовому ринку України

тентів, що, головним чином, працюють на внутрішній ринок.

Висновки. Узагальнивши вищесказане, можемо зробити висновок, що ринок корпоративних облігацій потенційно може стати одним з ефективних каналів перерозподілу фінансових ресурсів, у першу чергу, за рахунок економіко-фінансових характеристик, притаманних корпоративним облігаціям: суттєвій кореляції між доходністю та ступенем надійності емітентів облігацій; проведенню емісії під конкретні інвестиційні проекти; менш спекулятивному характеру капіталу, інвестованого в облігації; незначній імовірності суттєвого скорочення вартості облігації за умови надійного фінансового стану емітента.

Проте на сучасному етапі розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні для реалізації цього потенціалу необхідне проведення заходів як з боку регулятора ринку (досягнення об'єктивності в рейтингуванні корпоративних облігацій, посилення контролю над використанням залучених коштів, стандартизація параметрів емісії), так і з боку емітентів корпоративних облігацій (запровадження наукових підходів до формування емісійної політики, що дозволяє підприємству більш ефективно виходити на ринок корпоративних облігацій і залучати кошти в такому розмірі й за таким графіком, які б, з одного боку, відповідали інвестиційним потребам підприємства, а з іншого, – урахували потреби потенційних інвесторів). Досягнення відповідності між попитом підприємств на фінансові ресурси та їх пропозицією з боку інших суб'єктів ринку є головним завданням фінансового ринку.

1. Нічосова Т. В. Системні трансформації ринку корпоративних облігацій України / Т. В. Нічосова // Банківська справа. – 2008. – № 4. – С. 24–30.
2. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку : монографія / [Лютий І. О., Гриценко Т. В., Любка О. В. та ін.]. – К. : Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.
3. Вальчишен А. Ринок корпоративних облігацій в Україні : аналітичний огляд / А. Вальчишен // Проект технічної допомоги Агентства США з міжнародного розвитку компанії ПАДКО “Впровадження пенсійної реформи в Україні”. – К., 2003. – 37 с.
4. Білоус І. В. Інвестиційна привабливість корпоративних облігацій та їх ризики / І. В. Білоус // Формування ринкових відносин в Україні : зб. наук. пр. – К. : НДЕУ. – 2008. – № 3. – С. 91–95.
5. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій : підручник / В. М. Суторміна. – К. : КНЕУ, 2004. – 566 с.
6. Лапішко З. Я. Вплив фінансових установ на розвиток ринку муніципальних облігацій України і Польщі / З. Я. Лапішко // Вісник соціально-економічних досліджень : зб. наук. пр. – Одеса : ОДЕУ, 2006. – Вип. 24. – С. 116–122.
7. Ходаківська В. П. Теоретичні аспекти територіальної організації фінансового ринку в Україні / В. П. Ходаківська // Продуктивні сили і регіональна економіка. – К. : РВПС України НАН України, 2005. – С. 68–76.
8. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2009 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>.
9. BIS Quarterly Review International Banking and Financial Market Developments, March 2008.
10. IMF World Economic Outlook as of January, 2009.

Рецензенти:

Романюк М.Д. – доктор економічних наук, професор, декан економічного факультету Прикарпатського національного університету ім. В. Стефаника;

Савич В.І. – доктор економічних наук, професор, ректор Приватного вищого навчального закладу “Галицька академія”, м. Івано-Франківськ.

