

6. ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 336.64

Білоус І.В.

кандидат економічних наук,
доцент кафедри економіки та управління,
Конотопський інститут
Сумського державного університету

СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ В УКРАЇНІ

Сучасний бізнес неможливо уявити без позикових джерел фінансування його діяльності. Рівень розвитку технологій, необхідність упровадження інноваційних проектів, модернізації обладнання, розширення ринків збуту зумовлюють потребу в значних коштах на середньо- і довгостроковій основі. У цьому контексті у статті проаналізовано сучасний стан ринку корпоративних облігацій України в розрізі ключових елементів інвестиційного процесу: емітентів, інвесторів, інфраструктури. Виявлено проблеми, що стримують емісійну активність у реальному секторі економіки країни, обґрунтовано причини слабкої активності фізичних осіб на ринку облігацій, встановлено адекватність розвитку інфраструктури потребам фондового ринку. Запропоновано рекомендації щодо підвищення ролі корпоративних облігацій у фінансуванні інноваційно-інвестиційних проектів у підприємстві.

Ключові слова: ринок, цінні папери, облігації, інфраструктура, корпоративні облігації, купон.

Вступ. Ринок цінних паперів – це складна організаційно-економічна система з досить високим рівнем цілісності і закінченості технологічних циклів обігу цінних паперів. Він виступає невід'ємною частиною ринкових відносин, де цінні папери виступають предметом купівлі-продажу із застосуванням комплексу цін, що відрізняє їх від звичайних товарів.

Корпоративний цінний папір – це цінний папір, емітентом якого виступають акціонерні товариства, підприємства і організації інших організаційно-правових форм власності, а також банки, інвестиційні компанії та фонди. Отже, ринок корпоративних цінних паперів – це та частина ринку цінних паперів, на якому обертаються корпоративні цінні папери.

Аналіз останніх наукових досліджень. У науковій літературі функціонування ринку корпоративних облігацій висвітлюють такі вчені, як В.В. Зимовець, О.А. Охріменко, В.В. Корнєєв, Я.В. Храмська, В. Руденко.

Безумовно, потрібно розуміти, що на етапі розвитку ринку облігацій України дана проблематика є недостатньо дослідженою, тому існує потреба в детальному розгляді цього питання.

Мета статті полягає в аналізі й дослідженні сучасних тенденцій ринку корпоративних облігацій в Україні.

Викладення основного матеріалу. У ринковій економіці будь-якої країни існує механізм перерозподілу грошових накопичень, зокрема через ринок корпоративних цінних паперів. Пріоритетне призначення

ринку корпоративних цінних паперів полягає у тому, щоб акумулювати тимчасово вільні грошові кошти і переспрямувати їх у перспективні галузі економіки, реальний сектор. Особливістю залучення фінансових ресурсів у такий спосіб є та обставина, що вони можуть вільно обертатися на ринку.

Сучасний стан і темпи розвитку реального сектору економіки України не відповідають потребам держави і суспільства. Розрив між технологічністю, інноваційністю більшості галузей національної промисловості і сільського господарства, з одного боку, порівняно з провідними зарубіжними країнами – з іншого, продовжує зростати, що ставить під сумнів питання збереження за Україною статусу світової держави. Така ситуація загострюється у зв'язку з агресивним зовнішньополітичним оточенням і залежністю від закордонних технік і технологій, поставки яких можуть бути скорочені або припинені в спробах чинити тиск на Україну під час відстоювання своїх національних інтересів, як це сталося в 2017 р. щодо вітчизняного нафтогазового комплексу. Тому підвищення виробничої і технологічної незалежності має поширюватися не тільки на сільське господарство, а й на інші сегменти реального сектору економіки країни.

У зв'язку із цим неминуче і гостро стоїть питання в обмеженості доступних фінансових ресурсів на масштабну модернізацію економіки: бюджетних коштів на ці цілі у держави немає, національна банківська система не має достатніх обсягів «довгих» грошей через

непопулярність довгострокових депозитів, тому актуалізується проблема розвитку фондового ринку та формування його стійких зв'язків із фінансовим і реальним секторами економіки.

Посилення таких чинників, як нестабільність на світовому фінансовому і товарному ринках, ослаблення гривні, зниження економічної активності всередині країни поряд з епізодами загострення геополітичної напруженості, очікуваннями і початком нормалізації грошово-кредитної політики США в другій половині 2015 р., надали стримуючий вплив на темпи відновлення об'ємних і цінових показників ринку корпоративних цінних паперів.

Біржові облігації з'явилися на ринку в кризовому 2008 р., набули значної популярності, проте розвиток їх ускладнювався необхідністю реєстрації на біржі кожного окремого випуску. Головними інноваціями на ринку корпоративних облігацій останніх двох років можна вважати введення Програм біржових облігацій (далі – ПБО) і початок розміщення облігаційних випусків у рамках зареєстрованих програм [1, с. 15]. Слід зазначити, що ПБО має риси, властиві зарубіжним аналогам: програми комерційних паперів (СР) і середньострокові ноти (МТН), а саме:

1. максимальний термін погашення біржових облігацій, що розміщуються в рамках програми біржових облігацій;
2. права власників біржових облігацій, які визначаються загальним чином;
3. максимальну суму номінальних вартостей біржових облігацій, які можуть бути розміщені в рамках програми біржових облігацій;
4. повне найменування емітента і місце його знаходження;
5. термін дії програми біржових облігацій;
6. дату прийняття рішення про затвердження програми біржових облігацій і найменування уповноваженого органу емітента, який прийняв рішення про затвердження програми біржових облігацій.

Програма облігацій має на увазі наявність двох частин рішення про випуск біржових облігацій: безпосередньо ПБО та умов випуску, які конкретизують умови конкретного випуску. ПБО готується одноразово для великої кількості випусків і являє собою першу частину рішення про випуск цінних паперів, що містить визначені загальним чином права власників біржових облігацій та інші загальні умови для випусків облігацій.

Сенс уведення ПБО полягає у підвищенні гнучкості та оперативності залучення фінансових ресурсів для великих корпорацій шляхом розміщення випусків, уже заздалегідь зареєстрованих ПБО на біржі в рамках програми.

З позиції емітента сенс випуску одноденних облігацій полягає у залученні коштів за нижчими ставками порівняно з ринком міжбанківського кредитування. Як інвестори подібні облігації можуть випускати банки, керуючі та інвестиційні компанії, а також недержавні пенсійні фонди. Для останніх даний інструмент най-

менше цікавий, оскільки на ринку спостерігається відносна стабільність, а фонди такого роду націлені передусім на довгі інвестиції.

Термін «інфраструктурні облігації» в законодавстві відсутній. За наявними пропозиціями емісія даного виду облігацій повинна була здійснена спеціалізованою проектною організацією з метою залучення грошових коштів в інфраструктурні проекти. Закон не був прийнятий, однак окремі його положення, наприклад вимога про обов'язкове призначення представників власників облігацій, пізніше увійшли до Закону «Про цінні папери та фондовий ринок» [2].

Поточна висока прибутковість по облігаціях сприяє їх придбанню громадянами, які відкрили індивідуальні інвестиційні рахунки. У статті «Розвиток системи інвестиційних податкових відрахувань для стимулювання інвестицій у цінні папери» облігації обґрунтовано кваліфіковані як домінуючий інструмент інвестування з використанням інвестиційного податкового вирахування типу А. Інвестиції в структурні продукти, сконструйовані на основі облігацій, також рекомендовані громадянам, які використовують податкове вирахування [3, с. 130].

Водночас слід зазначити, що облігації все ще не мають великої популярності серед населення. Про це свідчать, зокрема, дані біржі, згідно з якими частка операцій з облігаціями в рамках індивідуальних інвестиційних рахунків становить лише 5% [4].

Цей факт, безумовно, свідчить про відсутність у індивідуальних інвесторів знань й умінь інвестування, так само як і про необхідність використання послуг фінансових консультантів, згаданих у роботах різних авторів, наприклад А.А. Земцова, Т.Ю. Осипової [5, с. 6].

На рис. 1 наведено динаміку випуску облігацій підприємствами протягом 2010–2016 рр. за загальним обсягом емісії та випусків, що здійснені підприємствами реального сектору, а також обсяги ОВДП.

Проблеми недостатнього розвитку ринку інвестицій як джерела фінансування підприємницької діяльності доцільно розглядати в трьох площинах, що визначаються елементами інвестиційного процесу:

- активністю емітента;
- поведінкою інвестора;
- станом інфраструктури фондового ринку, що з'єднує емітентів як споживача капіталу й інвесторів як його постачальника.

Ключові параметри корпоративних облігацій українських емітентів, що репрезентують реальний сектор економіки, наведено в табл. 1 та на рис. 2.

Безумовно, ключовими фігурами ринку корпоративних облігацій виступають емітенти та інвестори. Їхня зацікавленість у розвитку цього сегмента фондового ринку визначається тим, що традиційно прибутковість облігацій вище, ніж ставки по депозитах комерційних банків, що вигідно інвесторам, але плата за облігаційний капітал для емітентів нижче, ніж ставки по кредитах.

Інтереси емітентів під час випуску облігаційних запозичень полягають у можливості залучення коштів

для фінансування ефективних великомасштабних інноваційно-інвестиційних проектів [6, с. 117] та підвищення доступності цього джерела. Крім того, випуск облігацій не вимагає заставної бази, формує широку мережу інвесторів, включаючи дрібних та середніх, а також створення кредитної історії для нових підприємств або суб'єктів бізнесу, які до цього не використовували великих банківських запозичень. Для використання цього інструменту існує потреба в аналізі фінансового стану емітента, тобто в більш детальному розгляді фінансової звітності.

Під час аналізу фінансового стану потенційного емітента ключовими показниками, на які звертають увагу, є:

1. Коефіцієнт поточної ліквідності, що характеризує ступінь забезпеченості поточних зобов'язань оборотними активами або ступінь можливого погашення поточних зобов'язань за рахунок коштів, які теоретично могли б бути отримані в обсязі балансової вартості в

результаті реалізації оборотних активів. Коефіцієнт розраховується як відношення величини оборотних активів (за вирахуванням величин простроченої дебіторської заборгованості, заборгованості учасників за внесками до статутного капіталу та власних акцій, що викуплені в акціонерів) до величини короткострокових зобов'язань (за вирахуванням величини державної допомоги та безоплатно отриманого майна). Допустиме значення коефіцієнта поточної ліквідності потенційного емітента – більше 1,2.

2. Частка власного капіталу в активах організації (коефіцієнт автономії /фінансової незалежності), яка характеризує залежність компанії від зовнішніх джерел фінансування своєї виробничо-господарської діяльності. Допустиме значення даного показника – не менше 0,2 (20%).

3. Рентабельність продажів, що відображає ефективність основної статутної діяльності потенційного

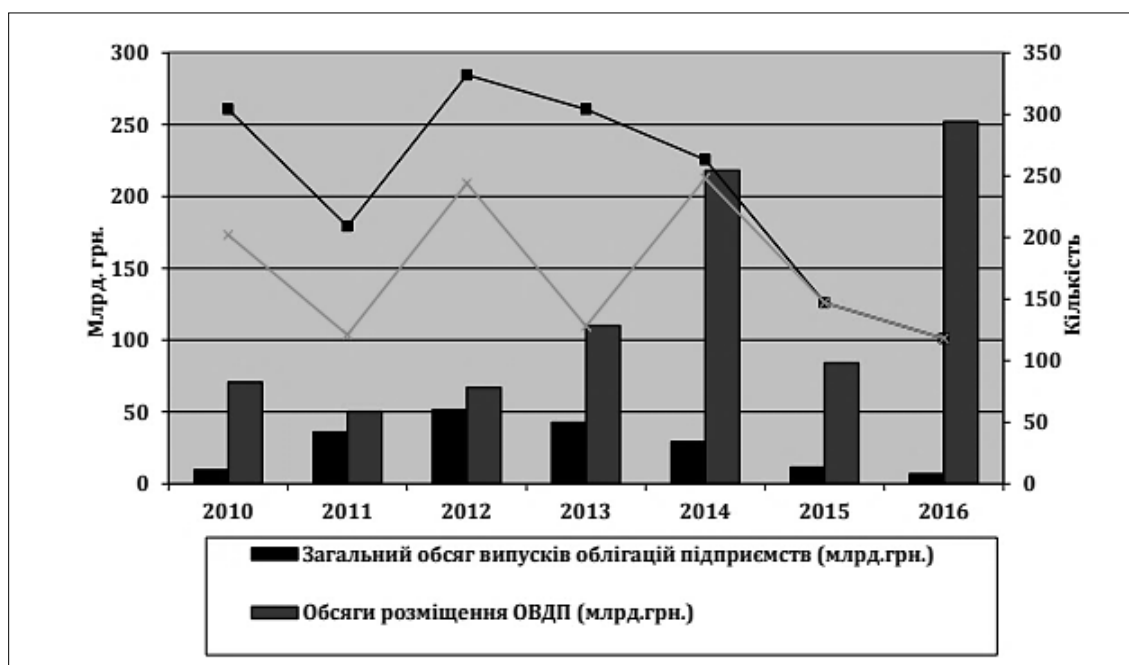


Рис. 1. Динаміка обсягів випусків облігацій підприємств та ОВДП в Україні (2010–2016 рр.)

Джерело: Bank for International settlements. 86 th Annual Report, 2015-2016. URL: <http://www.bis.org/publ/arpdff/ar2016e.htm> Clare, A. Fallen Angels: The investment opportunity / A. Clare, St. Thomas, N. Motson // Centre for Asset.

Таблиця 1

Ключові параметри корпоративних облігацій українських емітентів, що репрезентують реальний сектор економіки

Підприємство-емітент	Дата погашення	Біржа	Обсяг емісії, млн. дол. США	Купон, %	Доходність УТМ, %	Ринкова ціна, %	Рейтинг (Fitch)
«Авангард»	29.10.2018	London S.E.	200	10	108	31,5	відзваний
«Кернел»	01.31.2022	Irish S.E.	500	8,88	8,04	102,5	B+
«Феррекспо»	07.04.2019	Irish S.E.	346	10,34	9,13	102,3	B –
«МХП»	04.02.2020	Irish S.E.	750	8,25	7,32	100,3	B –
«ДТЭК»	31.12.2024	Irish S.E.	1275	10,75	14,32	80,5	C
«Укрзалізниця»	15.09.2021	Irish S.E.	500	9,88	10,94	97,5	CCC

Джерело: Management Research Cass Business School in cooperation with Invesco PowerShares, 2016. 9 p. URL: <http://www.cassknowledge.com/cass-consulting>

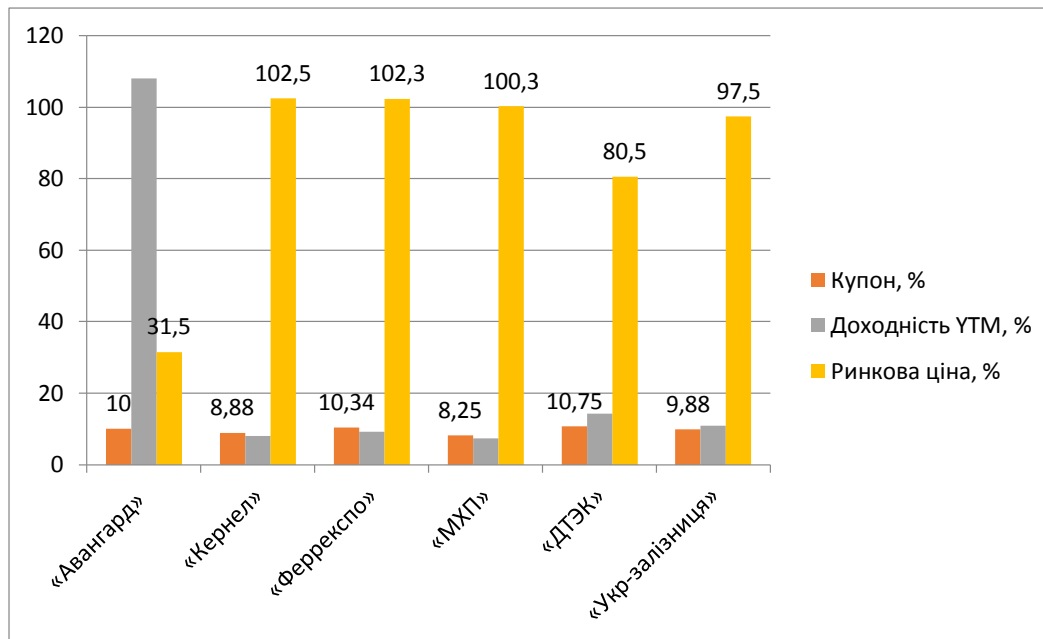


Рис. 2. Ключові параметри корпоративних облігацій українських емітентів

Джерело: за даними DragonCapital, J. P. Morgan, Bloomberg

емітента. Показник розраховується як відношення прибутку від продажів до виручки.

4. Чистий борг/ЕВІТ, який характеризує термін повернення позикових коштів за рахунок генерованого грошового потоку від операційної діяльності. Показник розраховується як відношення короткострокових і довгострокових запозичень (з урахуванням належних відсотків) за вирахуванням грошових коштів та їх еквівалентів до прибутку до сплати відсотків і податків. Значення показника визначається специфікою діяльності підприємства і галузі.

Висновки. Резюмуючи, підкреслимо, що використовувати емісію облігацій можуть тільки великі і найбільші стійкі підприємства, які потребують фінансування великомасштабних інноваційно-інвестиційних проєктів.

Усе це говорить, про те, що ринок корпоративних облігацій – це ринок, який може надати реальні можливості фінансування для розвитку не тільки емітентам, а й усій економіці країни.

Таким чином, зробимо низку висновків, що стосуються облігацій:

– у 2018 р. можна очікувати збереження активності емітентів як на внутрішньому, так і на зовнішньому

ринку. При цьому активність корпорацій на внутрішньому ринку здебільшого залежить від грошово-кредитної політики НБУ;

– система оподаткування доходів за облігаціями спрямована на стимулювання інвестицій громадян, передусім у державні облігації (доходи не включаються до річного сукупного доходу громадян (ст. 165.1.2 ПК)). Однак нині є спроби стимулювати вкладення фізичних осіб у корпоративні облігації (індивідуальні інвестиційні рахунки). Згадані заходи не є системними і відстають від реальних потреб ринку;

– поточні високі процентні ставки (банківські депозити) ускладнюють розвиток внутрішнього облігаційного ринку;

– цілком вірогідна поява нових видів облігацій, включаючи інфраструктурні в первісному розумінні, наприклад гібридні види облігацій.

Розглянувши і проаналізувавши ринок корпоративних облігацій в Україні, можна сказати, що на рівні законодавства було зроблено дуже мало кроків до розвитку даного сегменту, що розвиток ринку облігацій підприємств може відбутися тільки за належних умов функціонування з отриманням максимальної вигоди всіма учасникам даного процесу.

Список літератури:

1. Зимовець В.В. Корпоративні фінанси, як доміант фінансової науки. Фінанси України. 2015. № 9. С. 78–95.
2. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV, редакція від 24.11.2018. URL: http://kodeksy.com.ua/pro_tsinni_papery_ta_fondovij_rinok.htm (дата звернення: 01.12.2018).
3. Охріменко О.А. Ринок корпоративних облігацій України: тенденції та суперечності. Фінанси України. 2005. № 12. С. 115–121.
4. Хмарська Я.В. Корпоративні облігації в умовах нестабільності економіки України. URL: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vchu/N152/N152p131-137.pdf (дата звернення: 01.12.2018).

5. Руденко В. Снова в игре: кто и на каких условиях сможет привлечь средства на внутреннем долговом рынке. URL: <http://www.fundmarket.com.ua/digest/snovav-igrue-kto-i-na-kakih-usloviyah-smozhyet-igr/> (дата звернення: 01.12.2018).

6. Корнєєв В.В. Використання довгострокових фінансових інструментів на ринку капіталу України. Економічний вісник Донбасу. 2016. С. 116–121.

СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В УКРАИНЕ

Современный бизнес невозможно представить без заемных источников финансирования его деятельности. Уровень развития технологий, необходимость внедрения инновационных проектов, модернизации оборудования, расширение рынков сбыта продукции обуславливают потребность в дополнительных средствах на средне- и долгосрочной основе. В этом контексте в статье проанализировано современное состояние рынка корпоративных облигаций Украины в разрезе ключевых элементов инвестиционного процесса: эмитентов, инвесторов, инфраструктуры. Выявлены проблемы, сдерживающие эмиссионную активность в реальном секторе экономики страны, обоснованы причины слабой активности физических лиц на рынке облигаций, установлена адекватность развития инфраструктуры потребностям фондового рынка. Предложены рекомендации по повышению роли корпоративных облигаций в финансировании инновационно-инвестиционных проектов в предпринимательстве.

Ключевые слова: рынок, ценные бумаги, облигации, инфраструктура, корпоративные облигации, купон.

MODERN TRENDS OF THE FUNCTIONING OF THE CORPORATE BOND MARKET IN UKRAINE

Modern business cannot be imagined without borrowing sources of financing its activities. The level of technology development, the need to implement innovative projects, modernization of equipment, and the expansion of markets determine the need for significant medium and long-term funding. In this context, the article analyses the current state of the corporate bond market in Ukraine in terms of key elements of the investment process: issuers, investors, and infrastructure. The problems that restrain issuing in the real sector of the country's economy are revealed, reasons of weak activity of individuals in the bond market are substantiated, adequacy of infrastructure development to the needs of the stock market is established. Recommendations for increasing the role of corporate bonds in the financing of innovation and investment projects in entrepreneurship are proposed.

Key words: market, securities, bonds, infrastructure, corporate bonds, warrant.