

## **Основні тенденції та перспективи розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні**

*У статті визначено основні тенденції розвитку національного ринку корпоративних бондів, виявлено та систематизовано основні проблеми, що перешкоджають його подальшому зростанню, а також визначені перспективні шляхи вирішення даних проблем.*

*The article outlines the main trends of the national market for corporate bonds, analyzes the main problems that hinder its further growth and identified promising solutions to these problems.*

**Ключові слова:** *ринок корпоративних облігацій, євробонди, рейтингові агентства, ефективність функціонування ринку.*

**Вступ.** Однією з ключових проблем національного фондового ринку є «дефіцит» інструментів фінансування інвестиційних заходів. Світова практика свідчить, що у подібній ситуації широкий розвиток отримує ринок корпоративних облігацій. На сьогоднішній день залучення фінансових ресурсів за допомогою корпоративних облігацій є другим за обсягом джерелом мобілізації грошових коштів на ринку цінних паперів. Розвиток ринку корпоративних облігацій має важливе макроекономічне значення, так як створює фінансові передумови для відновлення виробничого потенціалу корпорацій та їх економічного зростання.

Актуальність даної теми зумовлена активним розвитком в останні роки ринку корпоративних цінних паперів і необхідністю управління даними процесами. Зростання економіки України, збільшення випуску традиційних та нових видів продукції, реконструкція старого та будівництво нового виробництва вимагають довгострокових інвестицій, що визначає необхідність розвитку національного ринку корпоративних облігацій.

Відзначаючи важливі результати наукових досліджень таких вчених, як Т. Буй [1], С. Богачова [2], А. Даниленко, М. Давиденко [3], А. Мішина, І. Булеєва [2], О. Мозгового, слід помітити, що ряд теоретичних і практичних питань функціонування ринку корпоративних облігацій України вимагає

подальшого вивчення, а його регулювання в умовах кон'юнктурних змін потребує подальшого вдосконалення.

**Постановка завдання.** Метою дослідження є визначення основних тенденцій розвитку національного ринку корпоративних облігацій, а також розробка рекомендацій щодо вдосконалення його функціонування для ефективного забезпечення розвитку корпоративного сектору економіки.

**Результати.** Тенденції розвитку світового ринку корпоративних облігацій свідчать про існування певної залежності між рівнем розвитку фондового ринку та розвитком реального сектора економіки, оскільки залучення фінансових ресурсів за рахунок випуску корпоративних облігацій дозволяє суб'єктам підприємницької діяльності активно розвиватися, збільшувати доходи і, в кінцевому підсумку, призводить до зростання економічного потенціалу держави в цілому.

Незважаючи на динамічний розвиток даного сегменту ринку фінансових послуг в Україні корпорації дуже слабо реалізують свої можливості щодо залучення фінансових ресурсів через випуск корпоративних облігацій.

Крім того, за підсумками 2009 року ринок корпоративних облігацій скоротився більш ніж в 2 рази, а в 2010 році відбулося скорочення обсягів торгівлі корпоративними бондами на 5,37% (на 450,41 млн. грн.) [6].

У той же час в 2010 році зафіксовано підвищення активності на первинному ринку корпоративних облігацій. Однак, на п'ять найбільших облігаційних випусків доводиться 37,61% загального обсягу зареєстрованої емісії корпоративних облігацій (для порівняння: у 2009 році - 32,62%, а в 2008 році - 8,29%). Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку протягом 2010 року зареєстровано лише 127 випусків (у 2009 році - 240, у 2008 році - 912). Найбільший випуск облігацій зареєструвало ПАТ «Комерційний банк «ПриватБанк» (загальний обсяг емісії - 1 млрд. грн.) у листопаді 2010 року [6].

Четвертий квартал 2010 характеризувався значним підвищенням активності емітентів корпоративних бондів, ринкові облігаційні випуски яких були поглинені ринком, що зумовлено, в першу чергу з підвищенням кредитоспроможності емітентів, підтвердженої кредитними рейтингами, а також більш високими, у порівнянні з банківськими депозитами, процентними ставками за борговими зобов'язаннями.

Обсяги торгів по корпоративних облігаціях на організованому ринку в 2010 році склав лише 5,05% сукупних операцій з цінними паперами (у 2009 році 19,64%), і це при тому, що капіталізація фондового ринку України за світовими масштабами незначна [4]. Корпоративні бонди були витіснені з ринку більш надійними державними облігаціями (рис. 1).

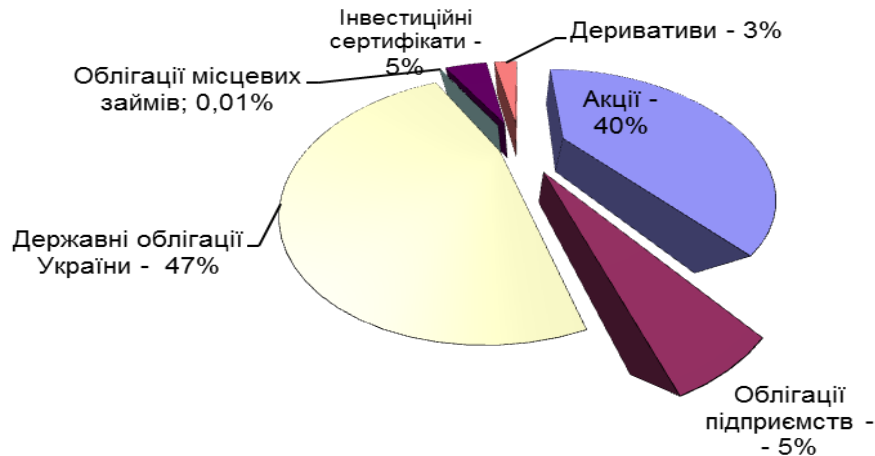


Рис. 1. Структура укладених біржових угод за фінансовими інструментами у 2010 році (складено автором за матеріалами [4])

Однак вже в першому кварталі 2011 року частка укладених угод з корпоративних бондів у загальному обсязі фінансових інструментів виросла до 10%, що свідчить про позитивні тенденції розвитку даного сектора вітчизняного фондового ринку (рис. 2).

Позитивним фактором для розвитку ринку корпоративних облігацій України є те, що міжнародні агентства Moody's і Standard & Poor's змінили методику рейтингування і тепер готові виставляти корпоративним позичальникам оцінки вище, ніж країнам їхнього походження.

Зараз при присвоєнні рейтингів Standard & Poor's враховує ймовірність введення обмежень на капітальні операції: чим вона менша, тим більше шансів отримати рейтинг, вищий суверенного. Декільком компаніям вже вдалося перевищити рейтинг власних країн. Такий прорив здійснили 25 позичальників з Латинської Америки та Азії [1]. Проте Україну нововведення поки ще не торкнулося. Деякі українські корпорації могли б розраховувати на отримання високих рейтингових оцінок за умови ефективного формування системи підтримки стратегічних секторів економіки.

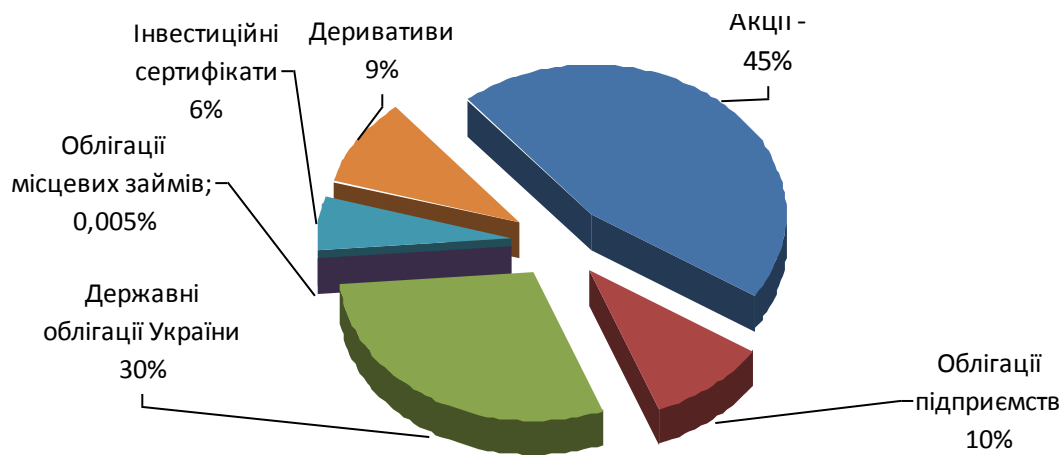


Рис. 2. Структура укладених біржових угод за фінансовими активами на 30.03.2011г. (складено автором за матеріалами [4])

Визначальною подією для розвитку ринку корпоративних облігацій України стало введення в травні 2006 року української національної рейтингової шкали Moody's Investors Service, основним завданням якої є підвищення прозорості українського фінансового ринку і забезпечення більшої диференціації його учасників [7]. За аналогією з міжнародною методикою, в рамках якої можуть присвоюватися рейтинги від С до А, українська національна шкала припускає можливість присвоєння рейтингів від *uaC* до *uaAA*.

Серед перспективних фінансових інструментів можна також відзначити корпоративні єврооблігації, які є поширеним джерелом залучення фінансових ресурсів у міжнародній практиці. Але для того, щоб введення цього фінансового інструмента в практику діяльності українських корпорацій мало позитивні наслідки, слід змінити українське законодавство у бік створення умов для прямого виходу національних емітентів на ринок єврооблігацій та створення ефективного механізму емісії та обігу корпоративних облігацій.

Інтеграція національних інвесторів та емітентів у структуру ринку єврооблігацій має стати однією із стратегічних цілей розвитку вітчизняного ринку. Слід зауважити, що кварталний обсяг ринку єврооблігацій перевищує 1 трлн. дол. і майже 95% синдікованих кредитів залучаються саме до боргових інструментів цього ринку [1]. Ринок єврооблігацій складає 60% обсягу залучених фінансових ресурсів або 80% обсягу залучень, оформлених борговими цінними паперами.

Проте, законодавчі обмеження і досить складна процедура реєстрації випуску єврооблігацій і одержання дозволу на їх звернення за межами України не стимулює розвиток ринку єврооблігацій в нашій країні.

Серед торгових майданчиків України лідером з торгівлі корпоративними облігаціями залишається ПФТС. Так, за підсумками перших двох місяців 2011 обсяг торгів на ній склав 2,1 млрд. грн. або 74,6% ринку. В цілому за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку з 5 січня по 1 березня 2011 загальний обсяг торгів корпоративними облігаціями в Україну склав 2,7 млрд. грн.[5].

Для всіх фінансових інструментів, допущених до торгів на фондовій біржі ПФТС розраховується свій рейтинг. Не виняток і корпоративний сектор боргових зобов'язань (Табл. 1).

До першої п'ятірки підприємств-емітентів у рейтингу належать чотири банки ("Промінвестбанк", "Сбербанк Росії", ПАТ "Банк Російський Стандарт", "ВТБ Банк"), що підтверджує домінування банківського сектора на ринку корпоративних облігацій. Подібна тенденція спостерігалася і в 2010 році [3]. Слід зазначити, що значна частка банків у структурі емітентів корпоративних облігацій не повинна сприйматися як негативна тенденція, яка пояснюється обмеженнями по залученню інвестиційних ресурсів підприємствами реального сектора економіки.

У той же час слід відзначити, що при такої активної участі банків у формуванні ринку корпоративних облігацій України розвиток останнього залежить від системних змін і поточної ситуації в банківському секторі. Тому ризики ринку корпоративних облігацій в значній мірі визначаються ризиками банківської системи.

У галузевому розрізі на ринку корпоративних облігацій беззаперечним лідером серед нефінансових підприємств-емітентів є сфера капітального будівництва [3]. Головна причина цього - необхідність кредитування будівельних проектів на початкових стадіях їх реалізації на тлі зростання цін на нерухомість у країні. Власники так званих "будівельних облігацій", як правило, безпроцентних, мають право на отримання площі в новобудовах відповідно до кількості наявних у них облігацій.

*Таблиця 1*

Рейтинг емітентів корпоративних облігацій за даними ПФТС станом  
на 01.03.2011г. [5]

<i>№</i>	<i>Назва / емітент</i>	<i>Рейтинг</i>
<b>Котирувального списку 2 рівня</b>		
1	Промінвестбанк (серія В)	1
2	Дочірній банк Ощадбанку Росії (серія Е)	2
3	ПАТ "Банк Російський Стандарт" (серія В)	3
4	ВТБ Банк (серія С)	4
5	Євро Лізинг (серія В)	5
6	ТОВ "БІЗНЕС-ЦЕНТР ШЕВЧЕНКІВСЬКИЙ" (серія А)	6
7	ЗАТ "Чорноморсько ТРАНСПОРТНА КОМПАНІЯ" (серія А)	6
8	Науково-виробничий центр "Борщагівський хіміко-фармацевтичний завод" (серія А)	7
10	ТОВ "МД Холдинг" (серія А)	9
...	...	...
25	Будівельна фірма (серія А)	24
26	ПАТ "Брокбізнесбанк" (серія А)	25
...	...	...
37	Костянтинівський завод металургійного обладнання (серія А)	32
38	АБ Бізнес Стандарт (серія В)	33
9	ЗАТ "Веста-Дніпро" (серія А)	34
42	Альтера Фінанс (серія А)	35
46	ДТЕК (серія А)	36
48	ТОВ "Консалтинговий Блок" (серія В)	37

При зазначених особливостях і тенденціях розвитку національного ринку фінансових послуг не втрачають актуальності ряд проблем, які необхідно вирішувати, виходячи з інвестиційного призначення ринку корпоративних облігацій.

Умовно проблеми ринку корпоративних облігацій можна об'єднати в чотири групи (рис. 3).

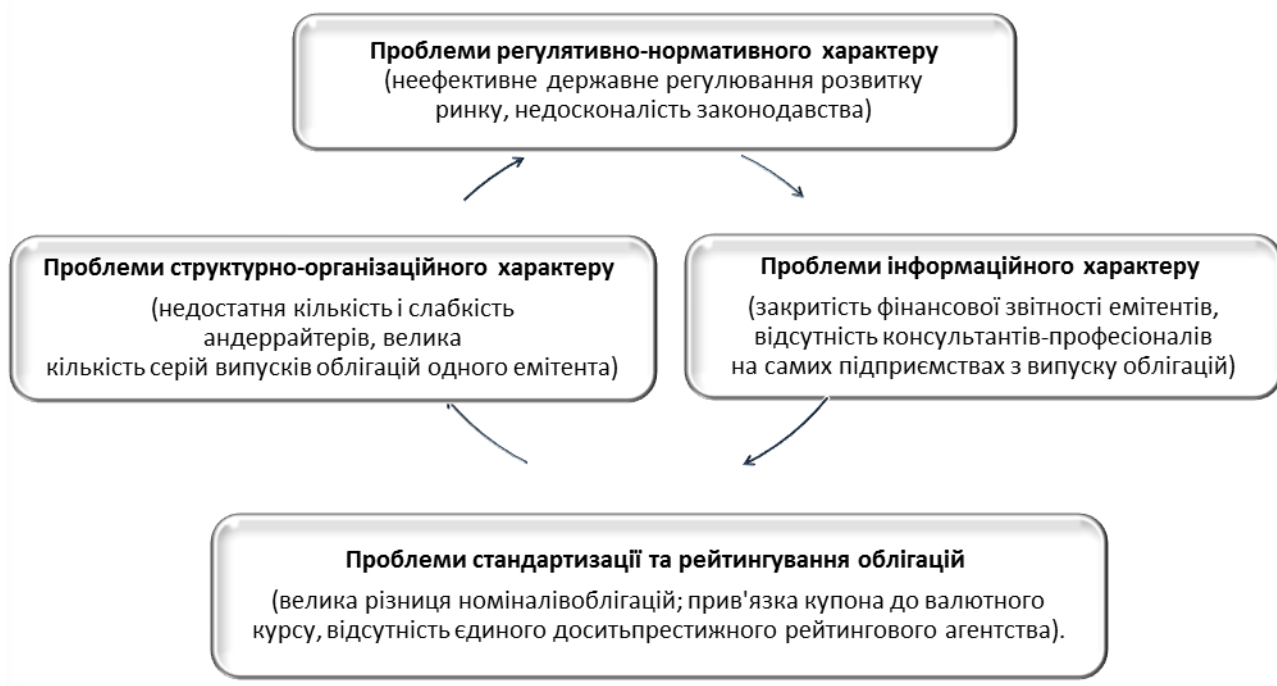


Рис. 3. Систематизація проблем розвитку ринку корпоративних облігацій України

Крім цього, суттєвими перешкодами розвитку національного ринку корпоративних облігацій є:

а) обмежена ліквідність ринку, яка проявляється в тому, що і первинний, і вторинний ринок корпоративних облігацій є ринком інституційних, а не індивідуальних інвесторів;

б) складність адекватної оцінки рівня кредитного ризику позичальника та короткі терміни обігу облігацій;

в) наявність прихованих "вбудованих" додаткових умов обігу облігацій, які підвищують ризики для їх власників.

На нашу думку основними напрямками розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні є наступні:

1. формування стабільного макроекономічного та політичного середовища, з адекватною законодавчою базою, що регламентує випуск та обіг облігацій, і зваженою податковою політикою держави в цій сфері.

2. розвиток інших сегментів фінансового ринку, що функціонують в єдиній макроекономічній системі (банківських кредитів, акцій, ринку державних цінних паперів).

3. створення самого ринку корпоративних облігацій з широкою базою емітентів, які здатні обслуговувати зобов'язання по облігаційному боргу, і інвесторів, які бажають вкладати свої капітали в корпоративні облігації.

**Висновки.** З усього вищевикладеного випливає, що останнім часом значно підвищилася ефективність функціонування ринку корпоративних облігацій України і відбулася його інтеграція у світовий ринок фінансових послуг. Однак непослідовна і суперечлива державна політика щодо іноземних інвесторів, низький рівень корпоративного управління, відсутність прозорості фінансової звітності підприємств та низка інших причин призвели до того, що корпоративні облігації все ще не виконують функції інвестиційних інструментів.

Удосконалення законодавства, що регулює випуск, обіг, використання корпоративних облігацій, податкове стимулювання, поліпшення корпоративного управління та формування інфраструктури ринку боргових зобов'язань, сприятиме підвищенню ефективності функціонування корпоративних облігацій в Україні, що дозволить сформувати міцну основу для довгострокового зростання економіки України, підвищити добробут населення, створити прозорий, справедливий і ефективний фондовий ринок, адаптувати національний ринок цінних паперів до міжнародних вимог і забезпечити стабільність фінансової системи держави в цілому.

### Література

1. Буй Т. Г. Фактори розвитку Ринку корпоративних облігацій України / Т.Г. Буй // Наукові записки НаУКМА. - 2007. - Т. 68: Економічні науки. - С. 12-16.
2. Булеев И.П. Проблемы оценки эффективности интеграции предприятий: синергический подход / И.П. Булеев, С.В. Богачев // Економіка Промисловості – №47(4) – 2009 – С. 21-32.
3. Давиденко Н. М. Корпоративні Облігації Як Фінансові Інструменти на фондового ринку України / Н. М. Давиденко // Інноваційна економіка. - 2010 - № 4 (18). - С. 238-241.
4. Офіційний сайт ДКЦПФР [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.ssmsc.gov.ua> .



5. Офіційний сайт Першої фондової торгової системи [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.pfts.com>.
6. Національне рейтингове агентство «Рюрик» [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.rurik.com.ua>.
7. Офіційний сайт Moody's Investors Service [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.moody.com>.