

Л. П. Довгань,
к.е.н., доцент, МАУП
Д. М. Самкова,
студентка, МАУП

ЕФЕКТИВНІСТЬ ТА КОНКУРЕНТНІСТЬ ЯК ФАКТОР ПІДВИЩЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ УКРАЇНСЬКОГО РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ

Доведено недостатній рівень інвестиційної привабливості українського ринку корпоративних облігацій, зумовлений низькою ефективністю та високою концентрацією. Досліджена галузева структура та динаміка емісійної діяльності. Запропоновані кроки по зниженню інвестиційних ризиків.

Ukrainian corporate bond market is proven to have insufficient investment attractiveness level. Emission activities industrial structure and dynamics is investigated. Steps to reduce investment risks are suggested.

Ключові слова: облігація, цінні папери, ефективність, конкурентноспроможність, рейтинг.

ВСТУП

Забезпечення конкурентоспроможності економіки України є нагальною проблемою, її розв'язання неможливе без кардинального оновлення морально та фізично застарілих виробничих фондів, динаміка зносу яких залишається негативною з початку 1990-х років, від 45 % на початку 1991 року до майже 60 % на кінець 2008. На сьогодні національні ресурси (із яких до 60 % джерел фінансування становлять власні кошти підприємств) залишаються недостатніми, а величина сукупних інвестицій, необхідних для заміни застарілих основних фондів у промисловості України, оцінюються експертами щонайменше у розмірі 100—150 млрд дол. США [1]. Зрозуміло, що коштів, які перевищують обсяг двох річних бюджетів держави, Україна самостійно акумулювати не спроможна. Розраховувати на залучення таких коштів Україна може лише у разі інтегрування в єдину економічну систему з економіками інших, особливо високорозвинених, країн. Цьому сприяє те, що типологією тенденцією розвитку міжнародних економічних відносин на початку XXI століття є інтернаціоналізація, глобалізація усіх сторін світової економіки, що досягла України, ставши нагальним пріоритетом на перспективу в контексті дотримання національних інтересів. Глобалізація міжнародного фінансового ринку створює передумови для інтегрування національних ринків облігацій, як частин фондового ринку.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Український ринок облігацій як складова частина ринку облігацій країн, що розвиваються, перебуває на стадії інтеграції до світового фондового ринку, і має позитивний характер інтеграційного розвитку, але поступається перед ринками інших країн, що розвиваються, щодо інвестиційного потенціалу та інвестиційної привабливості [2]. Тому актуальним для українського ринку облігацій є підвищення інвестиційної привабливості серед, насамперед, міжнародних інвесторів, шляхом як зменшення інвестиційних ризиків при вкладанні в українські корпоративні папери, так і удосконалення механізму діяльності цього ринку згідно з вимогами міжнародного фондового ринку. Аналіз робіт, присвячених функціонуванню ринку корпоративних облігацій в Україні [1-8], свідчить про те, що вони спрямовані переважно на вивчення динаміки змін цього ринку, його структурний аналіз на базі обробки макростатистичних даних по обсягам та галузевій структурі емісії. Дана робота торкається конкретних тенденцій та перспектив збільшення інвестиційної привабливості українського ринку корпоративних облігацій та задач, які треба розв'язати для її підвищення і впевненої інкорпорації до світового фондового ринку.

РЕЗУЛЬТАТИ

Успішність залучення інвестицій залежить, головним чином, від повноти врахування емітентом інтересів інве-

сторів, котрі прагнуть отримати найвищу дохідність своїх вкладень за прийнятної для них рівня ризику. Дослідження світової практики формування та розвитку фондового ринку свідчить, що умовою підвищення його інвестиційної привабливості є, по-перше, зниження інвестиційних ризиків і, по-друге, ефективність та висококонкурентність такого ринку. Чинниками зниження інвестиційних ризиків є як політичні (зміцнення політичної стабільності, подолання корупції, зменшення тіньової економіки, відокремлення влади від бізнесу, прозоре законодавство, надійність та незалежність судової системи тощо), так і економічні (підвищення надійності та ліквідності національних цінних паперів, наявність прозорих ринкових відносин, що гарантували б інвестору близьку до очікуваної дохідність його вкладень), передумови.

Поняття зниження інвестиційних ризиків пов'язане з бажанням інвестора гарантовано отримати очікувану дохідність облігації, для чого остання повинна бути надійною та ліквідною.

Існує декілька можливостей для підвищення надійності та ліквідності цінних паперів. По-перше, це зниження кредитного ризику для інвестора. Впродовж 2000—2008 року українські корпоративні облігації вважалися дуже привабливим інвестиційним інструментом як серед українських, так і серед закордонних інвесторів. Дохідність цінних паперів місцевих емітентів суттєво перевищувала відсотки за паперами аналогічних західних компаній (12—15% проти 4—8%), при цьому ризик вкладень в українські облігації був невисоким. З 2000 по 2007 рік відбувся лише один дефолт по облігаціям внутрішньої позики. Технічні дефолти (несвоєчасний розрахунок емітента по своїм зобов'язанням, погашений згодом за рахунок нових надходжень) почастишали у 2008 році, сталося і декілька фактичних дефолтів. При цьому значно зросли ставки за облігаціями: з 14—15% річних на первинному і до 40—60% річних за окремими випусками на вторинному ринку. Почастішали також пред'явлення облігацій до оферти. Вказані процеси були зв'язані як з підвищенням ризику банкрутства емітентів, так і з масовим розпродажем облігацій інвесторами-нерезидентами [3].

Але у 2009 році, за оцінками, третина українських компаній-емітентів не зможе розплатитися за облігаціями у зв'язку з дефолтами/банкрутствами будівельних компаній, ретайлерів, деяких банків. Частково не виплати обумовлені поблажливістю інвесторів у попередній період діяльності ринку облігацій, які за умов стабільності та відсутності дефолтів до 2008 року не провадили достеменний аналіз платоспроможності емітентів. Внаслідок цього розповсюдились шахрайські випуски облігацій, що погашалися за рахунок нових і нових випусків за класичною схемою фінансової піраміди. З настанням економічної кризи і залишенням іноземними інвесторами українського ринку очікуються масові не виплати за фіктивними паперами [3].

Тим не менш, навіть в хитких умовах кризи, є можливість покращення привабливості українських корпоративних облігацій, наприклад, шляхом підвищення рейтингу облігації порівняно з рейтингом емітента. Для цього рекомендується перейти від випуску розповсюджених облігацій "під загальне зобов'язання", до облігацій

під заставу або під гарантії третіх осіб, що ставлять інвесторів у кращі умови в разі банкрутства емітента [4]. Прийняті нещодавно поправки до Закону "Про цінні папери", що визначають ознаки фіктивності емісії облігацій, мають суттєво підвищити безпеку інвестування [6]. Ще один крок — зниження цінового ризику інвестора, який пов'язаний із волатильністю ціни облігації: в разі зростання ринкових процентних ставок ціна раніше придбаних облігацій падає. Для оцінки цього ризику існує параметр — дюрація Маколея, що вираховується по відомій формулі [5], яка включає номінальну та ринкову вартість облігації, величину купонної виплати, та частоту виплат. Автор [4] вважає, що, згідно цієї формули, українським емітентам для зниження цінового ризику слід призначати строк облігацій до погашення не більший за 5 років.

Автор [10] пропонує випускати на українському ринку облігації, купонна ставка за якими була б прив'язана до рівня інфляції. Наприклад, якщо в цьому році інфляція складає 23%, то на тисячогривневу облігацію інвестор мав би 1230 гривень на кінець року. Іншим словом, інвестор не програвав би через інфляцію. Але Міністерство фінансів стверджує, що такий вид цінних паперів є занадто дорогим.

Важливим кроком до підвищення привабливості українських корпоративних облігацій є підвищення їх ліквідності, а, отже, подальший розвиток вторинного ринку, без зручностей якого не міг би існувати і первинний ринок інвестицій. Зрозуміло, що для успішного функціонування ринку цінних паперів необхідний чіткий та прозорий механізм взаємодії продавців та покупців, наявність учасників ринку, пропозиції та попиту на облігації, та наявність великої кількості облігацій з диверсифікованими параметрами. Передумовою успішного функціонування ринку є його ефективність та конкурентність.

Найчастіше термін "ефективність фондового ринку" розуміють виключно як інформаційну ефективність, тобто ступінь швидкості та повноти відображення всієї інформації, що впливає на ціноутворення, саме в цінах на активи. Деякі оглядачі (т.з. "неокласики") вважають, що ефективність фондового ринку досягається стихійно, завдяки знаходженню рівноважної ціни попиту та пропозиції. Інші ("інституціоналісти") виходять з того, що ринкова ефективність — це результат впливу на ринок (а зрештою — на процес прийняття рішення суб'єктом економічних відносин) злагоджено працюючих політичних та економічних інститутів, сталого та розумного складеного законодавства.

Фондовий ринок вважається високоефективним, якщо всім учасникам ринку доступна вся інформація без витрат на її отримання, якщо відсутні витрати на транзакції, обумовлені проведенням операцій на ринку, та якщо всі суб'єкти, що функціонують на ринку, визнають, що саме ціни відображають всю поточну інформацію. Очевидно, в реальних умовах, жоден ринок світу не може вважатися абсолютно ефективним, та все ж домінуючими умовами ринкової ефективності є наявність законодавчої бази, що регулює відносини між емітентами та інвесторами. Ефективність функціонування ринку та обопільна вигідність укладання контрактів залежать від того, наскільки добре працюють правила регулювання ринку, правова база економіки. Не менш значущим є ступінь

Таблиця 1. Обсяги емісій корпоративних облігацій для 9-ти найбільших галузей-емітентів, млн грн.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Разом
Банки та фінансові послуги	122	88	658	497	1732	4854	17299	9617	36268
Будівництво	17	259	351	1908	3689	6501	6604	9483	29713
Торгівля	28	68	358	409	709	1061	2283	1672	6919
Харчова пром.	64	90	322	394	475	580	663	743	3331
Електропостачання	0	8	500	0	21	0	0	1520	2049
Транспорт	5	20	881	401	323	77	124	0	1832
Чорна металургія	10	50	131	306	0	0	350	950	1796
Машинобудування	19	0	170	0	184	135	763	300	1670
Зв'язок	90	0	789	10	0	0	0	270	1659
С/г	5	14	0	30	15	30	185	520	1139
Разом, з урахуванням інших галузей	436	652	4373	4138	7868	13552	28738	25735	89063

інформаційної прозорості ринку цінних паперів, що визначається, перш за все, наявністю вільного доступу до інформації про фінансовий стан підприємства-емітента, його менеджмент та діяльність. Учасникам ринку має бути доступною не тільки інформація про минулі ціни та доходності облігацій, але й уся доступна інформація із періодичних видань, новин, аналітичних обзорів, а в ідеалі — також інсайдерська інформація, що наразі залишається закритою і ретельно охороняється. Не менш важливою також є швидкість передачі широкому загалу та повнота даних про котировку цін на папери емітента та обсяг торгів за його участю. За цих умов облігації справедливо оцінюються і забезпечують учасникам ринку можливість отримувати прибуток, співставимий з ризиком.

Для успішного ціноутворення необхідно мати об'єктивну і визнану всіма учасниками ринку систему оцінки ризиків вкладень у ті або інші облігації та обґрунтовану систему вимог до доходності паперів, що котируються. Градація облігацій за ступенем їх надійності визначається рейтингуванням, яким на світовому ринку охоплено понад 80% облігацій та емітентів. В Україні рейтингування цінних паперів знаходиться у початковому стані, і започатковано фактично у 2007 році [7], що обумовлено існуванням неорганізованого непрозорого ринку облігацій, учасники якого отримують прибутки завдяки ризикованим, а подекуди шахрайським операціям, і не зацікавлені у відкритті такого роду інформації. Практична відсутність системи рейтингування приводить до того, що, за даними агентства "Кредит-рейтинг" [9], існуючі кредитні рейтинги українських емітентів корпоративних облігацій за останні 3 роки майже на 90% є спекулятивними, що призводить до істотних розходжень думки інвесторів щодо оцінки облігацій та необґрунтованих коливань їх ціни, та істотно знижує їх ліквідності негативно позначається на обсягах за-

Таблиця 2. Галузева структура ринку корпоративних облігацій для 9-ти найбільших галузей-емітентів, %

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Разом
Банки та фінансові послуги	28.00	13.53	15.06	12.02	22.02	35.82	60.19	37.37	40.72
Будівництво	3.94	39.80	8.03	46.10	46.89	47.97	22.98	36.85	33.36
Торгівля	6.35	10.43	8.20	9.88	9.01	7.83	7.94	6.50	7.77
Харчова пром.	14.60	13.87	7.36	9.53	6.04	4.28	2.31	2.89	3.74
Електропостачання	0.00	1.16	11.44	0.00	0.27	0.00	0.00	5.91	2.30
Транспорт	1.15	3.07	20.15	9.70	4.11	0.57	0.43	0.00	2.06
Чорна металургія	2.29	7.67	2.98	7.38	0.00	0.00	1.22	3.69	2.02
Машинобудування	4.25	0.00	3.89	0.00	2.34	1.00	2.66	1.17	1.88
Зв'язок	20.62	0.00	18.04	0.25	0.00	0.00	0.00	1.05	1.86
С/г	1.10	2.15	0.00	0.72	0.19	0.22	0.64	2.02	1.28
Разом, з урахуванням інших галузей	100	100	100	100	100	100	100	100	100

лучених інвестицій.

Іншим важливим фактором підвищення інвестиційної привабливості корпоративних облігацій є конкурентність, що нерозривно пов'язана із структурованістю фондового ринку. Для того, щоб бути конкурентним, ринок має містити значну кількість боргових цінних па-

перів інвестиційно привабливих емітентів (принаймні, не менше 100 емітентів) і ступінь контролю над ринком з боку окремих емітентів має бути зведений до мінімуму. Дослідження показують, що за час існування ситуація на ринку корпоративних облігацій в цілому розвивалась у напрямку зростання конкуренції.

У табл.1 наведено дані щодо динаміки загальної кількості та обсягів емісій корпоративних облігацій, кількості емітентів, а також частки у структурі первинного ринку найбільшого емітента та сукупної частки найбільших п'яти емітентів за період 2001—2009 рр.

Аналіз даних, наведених у табл. 1, вказує, що характерними тенденціями українського ринку корпоративних облігацій до початку всесвітньої фінансової кризи було постійне збільшення обсягів емісії поряд зі збільшенням кількості зареєстрованих випусків та кількості емітентів, але при майже стабільному рівні концентрації ринку, що виражається у деяких коливаннях частки емісії найбільших емітентів у структурі первинного ринку облігацій. У той же час оптимістичним для деконцентрації ринку є перманентна зміна складу середніх та дрібних емітентів за час функціонування ринку, повний перелік яких публікується на сайті аналітичного агентства CBonds [8].

Щодо галузевої структури ринку корпоративних облігацій, то його концентрованість ще вища, оскільки, принаймні за останні п'ять років, найбільшими емітентами були і залишаються три галузі — банківські та фінансові послуги, будівництво та торгівля, за якими з великим відривом ідуть харчова промисловість, транспорт, а в останній час — електропостачальна галузь (табл. 1).

Питома частку дев'яти найбільш потужних галузей-емітентів по роках приведено в табл. 2 і відображено графічно на рис. 1.

До початку всесвітньої фінансової кризи ринок корпоративних облігацій був одним з найбільш динамічних сегментів фінансового ринку України, але все ще з недостатньою кількістю учасників, однак, з диверсифікованими параметрами облігаційних займів та широким попитом з боку інвесторів. Досі пропозиція корпоративних облігацій в Ук-

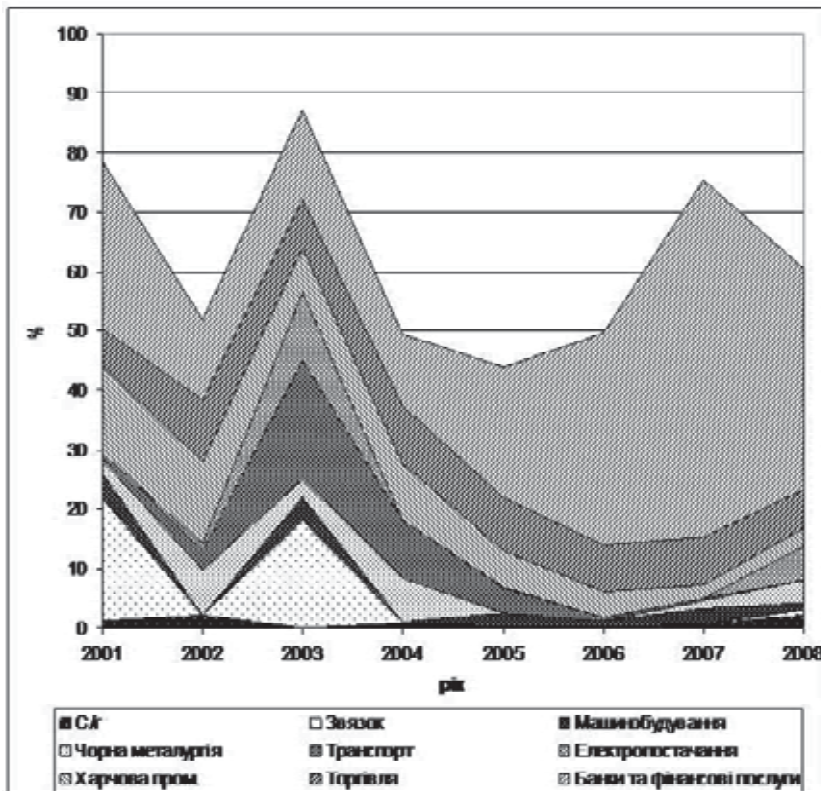


Рис. 1. Газуєва структура ринку корпоративних облигацій для 9-ти найбільших галузей-емітентів

раїні, як і в економіках країн, що розвиваються, обмежується емісією облигацій кількох десятків найбільших компаній, за даними агентства Cbonds. Такий стан справ пояснюється, передусім, надмірною вартістю емісії облигацій, яка включає витрати на реєстрацію, андеррайтинг, комісію посередникам, податки, виготовлення бланків цінних паперів тощо, внаслідок чого емісійну діяльність можуть дозволити собі лише найпотужніші суб'єкти економіки.

Подальший розвиток конкурентності українського ринку корпоративних облигацій вбачається не тільки у збільшенні обсягів випуску облигацій, а й у диверсифікації емітентів облигацій. У інвестора має бути вибір різноманітних корпоративних облигацій для формування повноцінного інвестиційного портфелю. Достатня ліквідність вторинного ринку — також визначальний фактор розвитку ринку корпоративних боргових цінних паперів, проте в Україні, як і в інших країнах, що розвиваються, корпоративні боргові цінні папери зосереджені в руках кількох інституційних інвесторів, які купують і тримають ці активи до погашення [11].

ВИСНОВКИ

Успішне залучення інвестицій залежить головним чином від повноти врахування емітентами інтересів інвесторів, котрі за серйозного інвестиційного ризику, або відсутності інформації, яка заслуговує на довіру щодо цінних паперів та їхніх емітентів, відмовляються від вкладень, незважаючи на високу обіцяну дохідності пропонувананих паперів. Саме тому, незважаючи на більш як конкурентну дохідність капіталу в Україні, потрібного припливу інвестицій немає. Відповідно, найважливішою умовою успішного залучення інвестицій є зниження інвес-

тиційних ризиків, як політичних (зміцнення політичної стабільності, посилення боротьби з корупцією і тіньювою економікою, відокремлення бізнесу від влади, зміцнення судової системи), так і економічних (підвищення надійності та ліквідності українських цінних паперів). Зацікавленим сторонам необхідно саме зараз, незважаючи на тимчасові кризові явища, сконцентрувати зусилля на вирішення трьох першочергових завдань: формування ринкових цін активів і недопущення їхніх істотних та необґрунтованих коливань; підтримання максимальної ліквідності активів; забезпечення учасників ринку об'єктивною інформацією щодо присутніх на ньому активів та їхніх емітентів. Державна політика у сфері регулювання фондового ринку має заохочувати появу нових емітентів облигацій з-поміж різних об'єктів господарювання. Це дасть можливість збільшити кількість інвесторів, забезпечить конкуренцію середовище серед учасників фондового ринку і стимулюватиме інвесторів та емітентів вважати до процесу купівлі-продажу облигацій.

Література:

1. Закон України "Про цінні папери". [Електронний ресурс]. — <http://zakon.rada.gov.ua>
 2. Постанова КМУ "Про затвердження Національної рейтингової шкали" від 26.04.2007 №665 // Офіційний вісник України. — 2007. — №32. — С. 25.
 3. [Електронний ресурс]. — <http://cbonds.ru>
 4. Crowley J. Giving Ukrainian Capital Markets New Options // Investgazeta. — 2009. — №5. — Р. 56—57.
 5. Macaulay F. R. Some Theoretical Problems Suggested by the Movement of Interest Rate, Bonds Yields, and Stock Prices in the U.S. since 1856. N.Y. // National Bureau of Economic Research. — p.44.
 6. Вуй Т.Г. Роль корпоративних боргових цінних паперів у фінансових системах країн, що розвиваються // Наукові записки Національного університету "Острозька академія" // Сер. Економіка. — 2007. — Ч. 2. — № 9. — С. 77—85.
 7. Даниленко А.А. Актуальні питання прямих іноземних інвестицій до України з ЄС (у контексті розширення євросоюзу на схід) // Фінанси України. — 2008. — № 1. — С. 27—135.
 8. Охріменко О. Індикативний аналіз ринку облигацій України в контексті міжнародної інтеграції // Ринок цінних паперів України. — 2008. — № 5—6. — С. 35—40.
 9. Рейтингове агентство "Кредит—рейтинг" [Електронний ресурс]. — <http://credit-rating.ua>
 10. Руденко В. Бонд—009 // Галицьки контракти. — № 3—4. — С. 20.
 11. Чемодуров О. Зниження інвестиційних ризиків корпоративних облигацій // Економіка України. — 2006. — № 11. — С. 46—53.
- Стаття надійшла до редакції 28.07.2009 р.