

УДК 336.761

Буй Т. Г.

ФАКТОРИ РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНИ

У статті визначено досягнення ринку корпоративних облігацій України за останні п'ять років, виокремлено проблеми, що заважають його подальшому розвитку, та першочергові заходи з прискорення інтеграції ринку корпоративних облігацій України до світової фінансової системи.

Вступ

Одним із важливих сегментів фінансового ринку є ринок корпоративних облігацій, який через свій динамічний розвиток протягом останніх років став суттєво впливати на розвиток національної економіки. На сьогодні залучення фінансових ресурсів за допомогою корпоративних облігацій є другим за обсягом засобом залучення підприємствами коштів на фондовому ринку. Тому розвиток ринку корпоративних облігацій має важливе макроекономічне значення, оскільки створює фінансові передумови для оновлення виробничого потенціалу підприємств та їх економічного зростання.

Актуальність дослідження напрямів удосконалення ринку корпоративних облігацій пояснюється тим, що нині цей ринок перебуває в Україні на стадії формування. Швидкий розви-

ток економіки України загалом, збільшення випуску традиційних та нових видів продукції, реконструкція старого та будівництво нового виробництва вимагають довгострокових інвестицій, - все це підводить проблему розвитку вітчизняного ринку корпоративних облігацій до загальнодержавного рівня.

Аналіз українського ринку корпоративних облігацій фахівцями почав здійснюватися порівняно нещодавно, оскільки цей ринок є молодим і динамічним. Серед його дослідників аналітики провідних банків Е. Найман, О. Горбань, О. Суляев, О. Печерицин, фінансові експерти В. Шафран, Ю. Прозоров, О. Вальчишен, а також відомі науковці А. Хачатурян, О. Мозговий, С. Мошенський, О. Охріменко, Д. Ткаченко.

Новизна статті полягає у виокремленні найістотніших досягнень та недоліків сучасного

ринку корпоративних облігацій України на підставі узагальнення статистичних даних та пакових публікацій.

Основне дослідження

За прогнозами аналітиків хедж-фонду *RAB Emerging Europe Fund*, фондовий ринок України у 2007 р. зацікавить портфельних менеджерів внаслідок збільшення внутрішнього попиту в країні, що сприяє зростанню ВВП, підвищення корпоративних прибутків, прискорення процесу реформування економіки, цільової спрямованості країни на вступ до ВТО, а в подальшому - до Європейського Союзу. ЄС нещодавно надав Україні статусу країни з ринковою економікою, покращивши перспективи торговельних зв'язків Києва з 25 членами блоку та сприяючи залученню більшої кількості іноземних інвесторів.

12 травня 2006 р. набрав чинності новий Закон «Про цінні папери й фондовий ринок», прийнятий Верховною Радою України 23 лютого 2006 р. Новий закон розроблено з метою приведення норм законодавства України про фондовий ринок у відповідність із європейським законодавством, нормами Цивільного та Господарського кодексів, що набрали чинності у 2004 р., а також удосконалення положень колишнього закону з урахуванням досвіду функціонування вітчизняного фондового ринку [1, с. 6].

Новим законом визначається класифікація цінних паперів в Україні, упорядковуються питання виникнення й передачі прав власності, установлюються вимоги й умови емісії, реєстрації випуску цінних паперів, а також вимоги до проспекту емісії й публічного розміщення цінних паперів, визначаються види й обов'язкові вимоги до професійної діяльності на фондовому ринку України та однакові вимоги до фондових бірж. Крім того, законодавчо запроваджується система розкриття інформації на фондовому ринку, що охоплює всіх його учасників, наводяться поняття «інсайдер» та «інсайдерська інформація», а також установлюються норми й обмеження, що регулюють використання інсайдерської інформації при висновки договорів із цінними паперами.

Позитивним чинником для розвитку ринку корпоративних облігацій України є те, що міжнародне агентство *Standard & Poor's* нещодавно змінило методику рейтингування й відтепер готове виставляти корпоративним позичальникам оцінки вищі, ніж країнам їх походження [5].

Тривалий час міжнародні агентства за рідкісним винятком обмежували рейтинги компаній і їх боргових зобов'язань суверенним рейтингом

країни. Першим від цього правила відмовилося агентство *Moody's*. На початку 2005 р. воно почало враховувати у своїй методології підтримку, яку держава може надавати корпоративним позичальникам, а також стан підприємств у разі дефолта суверену. За даними аналітиків *Moody's*, зміна методики частково пояснюється аналізом історичних даних. Раніше дефолт держави майже автоматично провокував дефолт компаній. Але в 90-ті рр. ХХ ст. ця залежність зникла.

Новий підхід дав змогу агентству істотно підвищити оцінку кредитоспроможності компаній з державною участю. Відтепер рейтинги боргових зобов'язань цілого ряду найбільших підприємств у країнах, що розвиваються, перевищують суверенні рейтинги.

Після *Moody's* на рішучий крок наважилось агентство *Standard & Poor's*. Тепер під час присвоєння рейтингів S&P урахує ймовірність запровадження обмежень на капітальні операції: чим вона менша, тим більше шансів отримати рейтинг, вищий за суверенний. Декільком компаніям уже вдалося перевищити рейтинг власних країн. Такий прорив здійснили 25 позичальників з Латинської Америки та Азії. Однак в Україні нововведення поки що не застосовано, проте за умови ефективного формування системи підтримки стратегічних секторів економіки декілька українських підприємств могли б розраховувати на отримання високих рейтингових оцінок.

Визначальною подією для розвитку ринку корпоративних облігацій України стало запровадження наприкінці травня 2006 р. української національної рейтингової шкали *Moody's Investors Service*, основним завданням якої є підвищення прозорості українського фінансового ринку та забезпечення більшої диференціації його учасників. Як і міжнародна шкала, у межах якої можуть надаватися рейтинги від *C* до *Aaa*, українська національна шкала допускає можливість присвоєння рейтингів від *uaC* до *uaAaa*.

На думку експертів, запровадження міжнародним рейтинговим агентством *Moody's* національної шкали рейтингів в Україні повинно привести до позитивних змін на ринку облігацій. Внаслідок такого нововведення українські облігації матимуть більше можливостей для розміщення і залучення коштів іноземних інвесторів, ліквідується монополізм у сфері рейтингових послуг, що на цей час стримує розвиток вітчизняного ринку облігацій.

Традиційно найбільшими інвесторами на ринку корпоративних облігацій розвинених країн є небанківські фінансові установи. Отже, подаль-

ше зростання кількості небанківських фінансових установ в Україні та обсягу їх активів є позитивним чинником для розвитку ринку корпоративних облігацій України.

За підсумками 2006 р. в Україні загальна кількість усіх небанківських фінансових установ зросла на 133 установи, або на 8,2%. Станом на 1 січня 2007 р. до Державного реєстру фінансових установ внесено 1745 установ, із них: 781 кредитну спілку, 411 страхових компаній, 315 ломбардів, 116 фінансових компаній, 79 недержавних пенсійних фондів, 41 адміністратор НПФ, дві інші фінансові установи [2, с. 12].

Окрім вищезазначених позитивних зрушень, існують і негативні чинники, які стримують розвиток ринку корпоративних облігацій України, а саме:

відсутність чітко сформованих правил та процедур обігу облігацій, що надають ринкам прозорості та захищають інтереси інвесторів;

недостатній контроль фондового ринку з боку держави, відсутність єдиної державної стратегії розвитку;

помітне відставання у пріоритетних напрямках розвитку ринку корпоративних облігацій. На сьогодні для розвинутих країн актуальними є проблеми впровадження нових електронних технологій, засобів контролю за їх діяльністю, спрощення механізму залучення заощаджень населення, а для українського ринку лише зараз набувають актуальність питання пошуку ефективного власника та створення дієвого інфраструктурного середовища.

Іноземні спостерігачі наголошують на необхідності підвищення ліквідності українського фондового ринку. Так, якщо до лістингу ПФТС входять кілька сотень компаній, то аналогічний показник на фондових біржах США становить кілька тисяч. Іноземні портфельні інвестори, які цікавляться вітчизняним ринком, бажають бачити більше компаній у лістингах українських організаторів торгівлі. В Україні є багато компаній, які потребують інвестицій, і фондовий ринок готовий задовольнити ці потреби.

За умов розвитку фінансового ринку України універсальним фінансовим посередником та інституційним інвестором на фондовому ринку стала банківська система. Привабливість банків для виконання цієї функції визначається поєднанням у них функцій грошово-кредитної установи та фондового оператора. Особливої ваги це набуває в умовах глобальної переорієнтації світових фінансових ринків, коли великі портфельні інвестори приділяють більше уваги новим ринкам, що розвиваються. У цих умовах відбува-

ється відтік капіталу з консервативних ринків: американського, європейського, азійського.

За результатами діяльності тимчасової робочої групи НБУ України та АУБ з питань облігацій суб'єктів підприємницької діяльності у 2005 р., було розроблено комплексну програму розвитку ринку корпоративних облігацій, що містила численні законодавчі зміни щодо ринку корпоративних облігацій [4]. Проаналізувавши зміни, що відбулися у регулюванні ринку корпоративних облігацій протягом 2005-2006 рр., можна дійти висновку, що деякі заходи, запропоновані вищезазначеною програмою, на цей час уже запроваджено.

Зокрема, з прийняттям Закону України «Про цінні папери й фондовий ринок» було знято обмеження щодо випуску облігацій акціонерними товариствами, що містилися у Законі України «Про цінні папери і фондову біржу». В новій редакції Закону йдеться про те, що юридична особа має право розміщувати облігації на суму, котра не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами.

Більшість експертів вважають, що обмеження щодо випуску облігацій акціонерними товариствами не мали правових та економічних підстав і створювали дискримінаційні умови емісійної діяльності зазначених підприємств, особливо з огляду на те, що обмеження стосовно випуску не застосовувалися до приватних підприємств, товариств з обмеженою, повною відповідальністю, командитних та інших видів господарських товариств. Для уникнення незручностей акціонерні товариства створювали дочірні підприємства у формі товариств з обмеженою відповідальністю, які без усіляких обмежень випускали необхідний обсяг корпоративних облігацій. Але реалізація зазначених схем була доцільною з точки зору збільшення фінансових витрат, терміну розміщення облігацій та зменшення рівня захищеності прав інвесторів.

Наступний пункт програми розвитку ринку корпоративних облігацій обґрунтував запровадження постійно діючого, прозорого механізму середньострокового рефінансування банків НБУ під заставу корпоративних облігацій. Розвиток активних операцій банків на ринку корпоративних облігацій стримується неможливістю отримання ними в НБУ середньострокового рефінансування під заставу придбаних банком корпоративних облігацій. Водночас така можливість зберігається за іншими банківськими активами: державними цінними паперами, векселями, майновими правами. На цей час на організованому ринку вже сформувався сегмент ринкових ліквідних об-

лігації підприємств, щодо яких здійснюються постійні котирування на купівлю-продаж.

На початку 2007 р. НБУ України почав розробляти нове положення про оцінку банківських активів, які можуть прийматися у заставу під рефінансування. Незабаром НБУ без дисконту рефінансуватиме не лише ОВДП, а й облігації муніципалітетів, іпотечні облігації, а також покриті корпоративні облігації (*assets backed securities*). Однак, єдиним реальним інструментом, за допомогою якого НБУ погоджується підтримати ліквідність банків під 100 % ціни, є лише ОВДП. Інші папери з переліку, включеного до постанови НБУ № 378, у Нацбанку або не беруть у забезпечення, або ж оцінюють їх з дисконтом до 50 %. Найближчим часом НБУ буде без дисконту приймати в забезпечення свого рефінансування також корпоративні облігації, емітенти яких мають рейтинг не нижчий, ніж «А-». Такі дії НБУ безумовно призведуть до активізації торгів на фондовому ринку та підвищення його ліквідності.

Проте деякі пункти програми розвитку ринку корпоративних облігацій НБУ та АУБ досі залишаються неопрацьованими, зокрема, внесення змін до законодавства щодо запровадження нового виду цінних паперів - зовнішніх облігацій підприємств та визначення основних умов їх розміщення, обігу та погашення.

Корпоративні єврооблігації є загальновизнаним у світі засобом залучення фінансових ресурсів, який має великі перспективи для розвитку в Україні. Але для того, щоб запровадження цього фінансового механізму у практику діяльності українських компаній мало позитивні наслідки, слід продовжувати вдосконалення українського законодавства в напрямку полегшення умов прямого виходу українських емітентів на ринок єврооблігацій та створення детального механізму випуску та обігу облігацій.

Наприкінці 2005 р. ДКЦПФР затвердила положення «Про порядок надання дозволів на розміщення і оборот цінних паперів українських емітентів за межами України», яким передбачено запровадження нових правил випуску зарубіжних цінних паперів. Корпоративним емітентам доводиться отримувати спеціальні дозволи ДКЦПФР на розміщення за кордоном своїх цінних паперів (це стосується не лише єврооблігацій, але й IPO, випуску депозитарних розписок - ADR та GDR). Для отримання цього дозволу емітенти повинні надати ДКЦПФР повну інформацію про свої цінні папери, їх обсяги та форму випуску, а також покупця, продавця і торговельний майданчик, на якому здійснюватиметься купівля-продаж українських цінних па-

перів. Крім того, випуск єврооблігацій корпоративних емітентів обмежено до розміру 30 % статутного фонду.

Інтеграція національних інвесторів та емітентів у структуру ринку єврооблігацій є стратегічною метою розвитку вітчизняного ринку. Квартальний обсяг ринку єврооблігацій перевищує 1 трлн дол. США. Майже 95 % синдікованих кредитів залучаються до боргових інструментів цього ринку. Ринок єврооблігацій становить 60 % обсягу залучених фінансових ресурсів або 80 % обсягу залучень, оформлених борговими цінними паперами [3].

Законодавчі обмеження і доволі складна та обтяжлива процедура реєстрації випуску єврооблігацій, отримання дозволу на їх обіг поза межами України, безперечно, не сприятиме розвитку єврооблігацій в Україні та безпосередній участі українських емітентів на ринку єврооблігацій.

Однією з пропозицій програми було також скасування обов'язкового рейтингування суб'єктів та інструментів фондового ринку, запровадженого рішенням ДКЦПФР № 542 від 8.12.2004 р. «Про введення системи обов'язкового рейтингування суб'єктів та інструментів фондового ринку».

Оплата послуг рейтингового агентства збільшує загальну вартість запозичення через випуск облігацій. Для деяких компаній ця стаття витрат може виявитися критичним тягарем і змусить скористатися альтернативними інструментами, найдоступнішими з яких на цей час є банківське кредитування. Крім того, загальний термін, необхідний для випуску облігацій, збільшується завдяки процедурі рейтингування приблизно до трьох місяців. Приблизно 60 днів потрібно для проходження процедури рейтингування, 30 днів потрібно ДКЦПФР для розгляду документів з реєстрації випуску облігацій.

На думку основних учасників ринку корпоративних облігацій України, отримання кредитних рейтингів емітентами облігацій підприємств є недоцільним, оскільки інвестори, що купують українські корпоративні облігації, поки що не звертають уваги на наявність у того чи іншого емітента кредитного рейтингу, оцінюючи кредитні ризики емітента самостійно.

Проте на цьому етапі для скасування рейтингування не було прийнято жодних заходів, більше того, 26.04.2007 р. постановою Кабінету Міністрів № 665 було затверджено Національну рейтингову шкалу.

Відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» національна рейтингова шкала - це шкала.

поділена на визначені групи рівнів та рівні, кожен з яких характеризує здатність позичальника своєчасно та в повному обсязі виплачувати відсотки й основну суму за своїми борговими зобов'язаннями, а також його платоспроможність. Національна шкала використовується для оцінки кредитного ризику позичальника - органу місцевого самоврядування, суб'єкта господарювання та окремих боргових інструментів - облігацій, іпотечних цінних паперів, позик.

Національна рейтингова шкала передбачає надання довгострокових (більше 1 року) і короткострокових (до 1 року) кредитних рейтингів. При цьому виділяються два рівні рейтингів: інвестиційний і спекулятивний. Найвищим рівнем довгострокового кредитного рейтингу є *uaAAA*, потім ідуть *uaAA*, *uaK*, *uaBBB*, *uaBB*, *uaB*, *uaCCC*, *uaCC*, *uaC* і *uaD*-дефолт. Короткострокові кредитні рейтинги містять *uaK1*, *uaK2*, *uaK3*, *uaK4*, *uaK5* і *uaKD*.

Висновки

Таким чином, підсумовуючи, можна зазначити, що останнім часом значно підвищилась ефек-

тивність функціонування ринку корпоративних облігацій України та прискорила його інтеграція у світовий фінансовий простір. Проте непослідовна і суперечлива державна політика щодо іноземних інвесторів, низька культура корпоративного управління, відсутність прозорої фінансової звітності підприємств та інші причини призвели до того, що корпоративні облігації ще недостатньо виконують функцію залучення інвестиційних ресурсів. Удосконалення законодавства, що регулює випуск, обіг, використання корпоративних облігацій, податкове стимулювання, корпоративне управління та інфраструктуру ринку боргових зобов'язань, сприятиме підвищенню ефективності функціонування облігацій підприємств в Україні, а це дасть змогу запровадити міцну основу для довгострокового зростання економіки України, підвищити добробут людей, створити прозорий, справедливий і надійний фондовий ринок, адаптувати національний фондовий ринок до міжнародних фінансових ринків і, в кінцевому підсумку, - забезпечити стабільність фінансової системи держави.

1. *Валюшко А.* Рынок ценных бумаг для сильнейших // Юридическая практика.- 2006.- № 17.- С. 6.
2. Огляд ринку фінансових послуг у 2006 р. // Цінні папери України.- 2006.- № 14 (457).- С. 12.
3. Internal Market Strategy priorities 2003-2006 // The

- official Journal of the European Union.- 2004.- 152 p.
4. www.cbonds.info.ua- інформаційна агенція «Cbonds»
5. www.standardandpoor's.com- офіційний сайт Standard & Poor's Corporation

T. Bui

FACTORS OF UKRAINIAN CORPORATE BOND MARKET DEVELOPMENT

Achievements of corporate bonds market of Ukraine for the last five years are determined, the present problems of its further development and the top-priority measures for the speeding-up of Ukrainian corporate bonds market intergration into the world financial system are emphasized.