

## ВИПУСК КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ В УКРАЇНІ

Розглянуто сучасний стан українського фондового ринку, перспективи його розвитку та існуючі обмеження. Запропоновано аналіз українського ринку корпоративних облігацій як джерела фінансових ресурсів для підприємств. Накреслені перспективи випуску облігацій для підприємств.

*Ключові слова: ринок корпоративних облігацій, емітенти, фінансові ресурси*

Рассматривается современное состояние украинского фондового рынка, перспективы его развития и существующие ограничения. Предложен анализ украинского рынка корпоративных облигаций как источника финансовых ресурсов для предприятий. Обозначены перспективы выпуска облигаций для предприятий.

*Ключевые слова: рынок корпоративных облигаций, эмитенты, финансовые ресурсы*

Modern Ukrainian fund market condition, prospects of his development and existent limitations are analyzed. There is analysis of Ukrainian market of corporate bonds as source of financial resources for enterprises. The prospects of issue of bonds for enterprises are marked.

*Keywords: the market of corporate bonds, emitters, financial resources*

### Вступ

Актуальність пошуку альтернативних джерел фінансових ресурсів для підприємств зумовлена нестачею власних коштів підприємств для розвитку. У сучасних умовах, коли ринок банківського капіталу втратив лідируючі позиції як джерела фінансових ресурсів, саме фондовий ринок повинен стати найкращою його альтернативою. Збільшення кількості підприємств, емітентів цінних паперів можливо тільки за умов державної підтримки розвитку фондового ринку.

Проблематиці розвитку фінансового ринку та, зокрема, ринку корпоративних облігацій присвячено досить багато праць зарубіжних авторів, таких як Р. Брейлі, Ю. Брігхем, Д. Вайт, Л. Гітман, Е. Зельцер та ін. Серед вітчизняних вчених на особливу увагу заслуговують праці Л. Алексеєнко, Г. Калач, В. Корнеєва, І. Лютого, В. Міщенко, О. Мозгового, С. Мошенського, С. Науменкової, А. Пересади, С. Буя, Т. Нічосової, І. Білоус та ін.

У роботах зазначених авторів досить вичерпно розкриті питання створення ефективної системи державного регулювання та формування національної моделі фінансового ринку взагалі та 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 облігацій на фінансовому ринку; визначення факторів впливу на розвиток ринку корпоративних облігацій в Україні у контексті міжнародного досвіду становлення та функціонування таких ринків; визначення шляхів підвищення ефективності використання корпоративних облігацій для залучення фінансових ресурсів у реальний сектор економіки.

### Постановка завдання

Метою статті є дослідження ринку корпоративних облігацій в Україні як джерела формування фінансових ресурсів на вітчизняних підприємствах, аналіз перспектив випуску облігацій для підприємств.

### Результати

На підставі дослідження основних показників ринку корпоративних облігацій в Україні можна виділити 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.)
- новітній етап фільтрації учасників ринку корпоративних облігацій (з кінця 2008 року) [7].

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) змінюються на протилежні тенденції обмеження та фільтрації. Зокрема, протягом даного етапу розвитку ринку прогнозується 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) та відповідно підвищення частки емітентів, що працюють головним чином на внутрішній ринок.

До 2007 року в Україні спостерігався поступовий розвиток ринку облігацій. З 2008 року ми можемо побачити значне зниження обсягів випусків облігацій підприємств. Протягом 2009 року зареєстровано 240 випусків облігацій підприємств на суму 10,11 млрд грн (рис 1). Порівняно з 2008 роком обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств зменшився на 21,24 млрд грн [8].

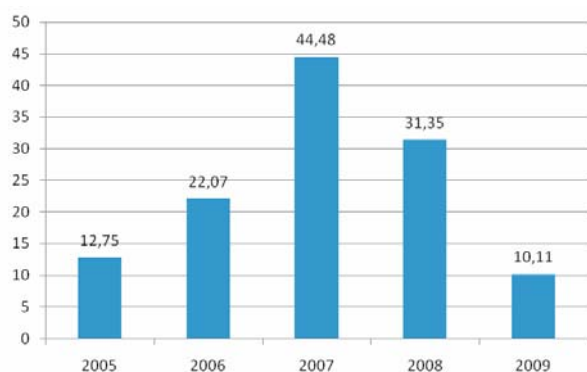


Рис. 1. Обсяги зареєстрованих випусків облігацій підприємств у 2005-2009 роках, млрд грн

Перелік емітентів, що зареєстрували у 2009 році найбільші обсяги випусків облігацій, наведено у табл. 1. Обсяг емісії облігацій цих емітентів становив 32,62 % від загального обсягу випусків облігацій підприємств [8].

Як бачимо, найбільшими емітентами облігацій є державні підприємства. Це пояснюється нестабільністю фінансового ринку України, відсутністю зацікавленості в придбанні цінних паперів з боку населення та відповідно небажанням підприємств ризикувати, випускаючи цінні папери. Населення не довіряє будь-яким фінансовим установам. Все це досить ускладнює процес розвитку фондового ринку України, робить майже неможливим розміщення облігацій серед населення. В той час як державні підприємства мають хоча б деякі гарантії держави і тим самим теоретично мають більше можливостей розміщення серед населення.

Таблиця 1

**Перелік емітентів, які зареєстрували найбільші випуски облігацій у 2009 році**

Назва емітента	Обсяг випуску, млн грн	Частка у загальному обсязі емісій, %
ДП «Харківське державне авіаційне орденів Жовтневої революції та Трудового Червоного Прапора виробниче підприємство»	1620,00	16,03
ДП Київський авіаційний завод «Авіант»	858,00	8,49
ЗАТ «Сільпо Рітейл»	350,00	3,46
ДП «Одеська залізниця»	250,00	2,47
ДП «Придніпровська залізниця»	220,00	2,17

Винятком серед названих підприємств є ЗАТ «Сільпо Рітейл». Але це підприємство входить до структури найбільшого оператора продуктової роздрібної торгівлі в Україні Fozzy Group (оборот продуктового роздрібного підрозділу в 2008 р. – 10,2 млрд грн). Наглядова рада ЗАТ «Сільпо Рітейл» в 2009 році прийняла рішення провести закриті розміщення іменних процентних забезпечених облігацій серії А на суму 350 млн грн. Папери номіналом 1 тис. грн випущені у бездокументарній формі терміном

обігу до 24 червня 2018 р. Ставка з цінних паперів встановлена у розмірі 25 % на весь період звернення.

Згідно з повідомленням компанії, 100 % передбачуваного випуску планує викупити ВАТ «Закритий недиверсифікований венчурний корпоративний інвестиційний фонд «Рітейл Капітал», що є членом спостережної ради «Сільпо Рітейл». «Рітейл Партнерс» належить ГК Fozzy Group, основним завданням якої є структуризація фінансових потоків всередині групи компаній. Залучені кошти будуть спрямовані на рефінансування кредитів, залучених від ЗАТ «Фоззі» та ТОВ «Фоззі-Фуд», що входять до групи компаній.

Таким чином, проблем із розміщенням облігацій ЗАТ «Сільпо Рітейл» немає, тому що весь випуск планується під конкретного інвестора.

Що стосується Укрзалізниці, то 10 серпня 2009 року залізниці України почали розміщення дворічних облігацій на загальну суму 1 млрд грн. Загальна кількість випущених облігацій за всіма залізницями складає 920 080 шт. Строк погашення – 24.08.2011.

Як повідомляється в проспектах емісії облігацій, обсяг випуску облігацій серії А Донецької залізниці склав 150 млн грн, Південно-Західної залізниці (ПЗЗ, серія В) – 200 млн грн, Придніпровської залізниці (серія А) – 220 млн грн, Південної залізниці (серія А) – 100 млн грн, Одеської залізниці (серія А) – 250 млн грн, Львівської залізниці (серія А) – 80 млн грн.

При цьому номінал всіх облігацій – 1 тис. грн. По цінних паперах, випущених у бездокументальній формі зі ставкою прибутковості 24 % річних, встановлена щомісячна купонна виплата.

Крім того, відповідно до проспекту емісії, основною метою розміщення облігацій є залучення ресурсів для погашення заборгованості підприємств за зовнішніми позиками. На ці цілі планується направити 70 % залучених в результаті емісії коштів.

При цьому ще 30 % від залученої суми залізниці спрямують на вдосконалення системи швидкісних перевезень транзитних вантажів.

Андерайтером всіх випусків облігацій виступив «Експрес-банк» (Київ), а їх розміщення має відбутися протягом року на Українській міжбанківській валютній біржі. Як зазначається в проспекті емісії, кредитне агентство «Кредит-Рейтинг» привласнило емісії облігацій всіх зазначених емітентів рейтинг uaBBB зі стабільним прогнозом.

Проблем із розміщенням облігацій Укрзалізниця не має. Вже відомо, що «Альфа-Банк» уклав угоду з придбання облігацій залізничниць серії А та В. Загальна кількість придбаних акцій – 325 000 шт. Сума угоди – 343 242 250 грн.

Придбаний портфель включає в себе:

- облігації Державного підприємства «Одеська залізниця»;
- облігації Державного територіально-галузевого об'єднання «Південна залізниця»;
- облигації Державного територіально-галузевого об'єднання «Південно-Західна залізниця».

Згідно з Наказом Міністерства промислової політики України від 13 липня 2009 року № 478 «Про припинення шляхом реорганізації діяльності ДП «Київський авіаційний завод «Авіант»»: «У зв'язку з кризовим станом державного підприємства «Київський авіаційний завод «Авіант» (заборгованість складає більш 1 (одного) млрд грн та неухильно збільшується; чисельність працівників скорочується перш за все за рахунок високопрофесійних кадрів; фактично припинено виробництво літаків; зобов'язання перед замовниками та державою у визначені контрактами терміни не виконуються та ін.) припинив свою діяльність, а саме приєднався до державного підприємства «Авіаційний науково-технічний комплекс ім. О. К. Антонова». Затверджено комісію з припинення діяльності ДП КиАЗ «Авіант». З моменту призначення комісії з припинення діяльності ДП КиАЗ «Авіант» до неї переходять повноваження щодо управління справами юридичної особи – ДП КиАЗ «Авіант». Голова комісії має право прийняття рішень та підписання організаційно-розпорядчих документів щодо управління ДП КиАЗ «Авіант», які є обов'язковими до виконання працівниками ДП КиАЗ «Авіант», у тому числі має право видавати довіреності, укладати та підписувати будь-які договори, документи, зокрема, пов'язані з випуском та розміщенням облігацій на суму 858 000 тис. грн згідно з розпорядженням Кабінету Міністрів України від 22 квітня 2009 року № 476-р «Про заходи щодо фінансового оздоровлення Харківського державного авіаційного виробничого підприємства та державного підприємства «Київський авіаційний завод «Авіант», у тому числі глобальні сертифікати, заяви, розпорядження довідки, документи з отримання ISIN, звіти тощо».

## Висновки

Таким чином, випуск облігацій в Україні

можуть здійснювати тільки ті підприємства, котрі мають конкретних інвесторів, під яких здійснювати емісію. На жаль, ними можуть бути тільки великі державні підприємства. Але розвиток ринку облігацій повинен стати досить важливою та необхідною альтернативою серед фінансових ресурсів. Сучасні тенденції в економіці відображають потребу в таких ресурсах. Але існує низка проблем, котрі заважають розвитку та функціонуванню ринку корпоративних облігацій України. Ці проблеми визначаються як регулятивні (недосконалість державного регулювання та слабкість структур, що саморегулюються); інвестиційно-торговельні (недостатня інвестиційна привабливість корпоративних облігацій, спекулятивний чи/або технічний характер угод); структурно-організаційні (недостатня ліквідність і сегментна диспропорційність, нерозвинена інфраструктура); інформаційні (закритість реального стану підприємств-емітентів, неадекватність аналітичних і прогнозних оцінок, низька якість професійних консультативних та інших послуг).

Ефективність ринку корпоративних облігацій визначається, насамперед, ефективністю господарської діяльності його ініціаторів – підприємств-емітентів та якісними характеристиками корпоративних облігацій (ціна, доходність, ризики, ліквідність). Визначення аспекту інформаційної ефективності передбачає оцінку повноти і достовірності доступної інформації про діяльність підприємства-емітента корпоративних облігацій, визначення привабливості корпоративних облігацій через прогнозування варіативного співвідношення цін їх попиту і пропозиції та міри інвестиційного ризику протягом певного проміжку часу.

## БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV [Текст] // Голос України. – 2006. – 14 квіт. – № 69.
2. Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» від 28.12.1994 р. № 334/94-ВР [Текст] // Голос України. – 1995. – 14 лют.
3. Білоус, І. В. Інвестиційна привабливість корпоративних облігацій та їх ризики [Текст] / І. В. Білоус // Формування ринкових відносин в Україні: зб. наук. пр. – К.: НДЕІ, 2008. – № 3. – С. 91-95.
4. Буй, Т. Г. Розширення можливостей фінансування розвитку корпорацій шляхом випуску боргових цінних паперів [Текст] / Т. Г. Буй // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 5. – С. 190-197.
5. Науменкова, С. В. Використання структурованих цінних паперів для фінансування корпорацій в Україні [Текст] / С. В. Науменкова, С. В. Буй // Фінанси України. – 2010. – № 2. – С. 89-101.
6. Нічосова, Т. В. Формування механізму управління емісійною діяльністю підприємства на ринку облігацій [Текст] / Т. В. Нічосова, І. О. Лютий // Фінанси України. – 2008. – № 6. – С. 1-10.
7. Нічосова, Т. В. Ринок корпоративних облігацій реального сектора економіки [Текст] / Т. В. Нічосова, І. О. Лютий // Фінанси України. – 2006. – № 7. – С. 59-68.
8. Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua>
9. Офіційний сайт Державного комітету статистики [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

*Надійшла до редколегії 10.12.2010.*

*Прийнята до друку 14.12.2010.*