УДК 336.648

Микола Васильович СТЕЦЬКО

кандидат економічних наук,
доцент,
доцент кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування,
Тернопільський національний економічний університет
E-mail: nsteco6691@gmail.com

ІНСТРУМЕНТАРІЙ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ У ФІНАНСУВАННІ ПІДПРИЄМСТВ

Стецько, М. В. Інструментарій корпоративних облігацій у фінансуванні підприємств [Текст] / Микола Васильович Стецько // Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: О. В. Ярощук (голов. ред.) та ін. – Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2017. – Том 27. – № 2. – С. 57-67. – ISSN 1993-0259.

Анотація

Вступ. *На відміну від ринків розвинених країн, характерною особливістю формування премії за ризик вкладень в облігації на ринках, що розвиваються, є те, що найбільший вплив на величину премії за ризик за облігаціями в таких країнах здійснює фактор ліквідності ринку загалом та конкретних цінних паперів зокрема. Другим за значущістю фактором впливу на премію за ризик є ризик зміни відсоткових ставок. Ризик дефолту емітентів у таких країнах є також досить високим, однак компонента кредитоспроможності є менш значущим фактором у сукупності систематичних ризиків. Через низькі суверенні рейтинги України кредитні рейтинги облігацій усіх вітчизняних емітентів мають спекулятивний рівень. Враховуючи цю обставину, всіх їх можна віднести до категорії високоризикових та, відповідно, високодоходних (HighYield бондів).*

Мета. *Метою статті є зменшення дефіцитів у науково-методичному забезпеченні використання інструментарію корпоративних облігацій на основі визначення детермінант премії за ризик вкладень у них.*

Метод (методологія). *Для досягнення поставленої мети та розв'язання завдань використано такі методи: аналізу і синтезу, порівняння та узагальнення; емпіричного дослідження та факторного аналізу; системного підходу та стратегії.*

Результати. *Дослідження детермінант премії за ризик є важливим насамперед з точки зору обґрунтування технологій зниження витрат підприємств на капітал. Визначено ключові причини нерозвиненості вітчизняного ринку корпоративних облігацій. Ідентифіковано фактори, що впливають на спред доходності та вартість облігацій: ризик дефолту емітента та потенціалу розвитку підприємства (кредитна компонента); базова ставка та довгострокові відсоткові ставки на фінансовому ринку (компонента відсоткових ставок); ліквідності ринку капіталів (компонента ліквідності); рівень інфляції та розвитку економічної кон'юнктури; інформаційні ризики. Визначено, що для зменшення ризику вкладень у корпоративні облігації необхідно на нормативно-правовому рівні імплементувати комплекс заходів щодо зменшення накладних витрат та підвищення надійності вкладень. До числа таких заходів слід зарахувати впровадження системи запобіжних ковенант.*

Ключові слова: *корпоративні облігації; премія за ризик; кредитний спред; ковенанти; єврооблігації; High-Yield Bond; кредитний рейтинг; ризик дефолту.*

© Микола Васильович Стецько, 2017

Mykola Vasyl'ovych STETSKO

PhD in Economics,
Associate Professor,
Department of Venture Finance and Insurance,
Ternopil National Economic University
E-mail: nsteco6691@gmail.com

ENTERPRISE FINANCING BY MEANS OF CORPORATE BONDS TOOLKIT

Abstract

Introduction. *In contrast to the markets of developed countries, forming characteristic risk premium investment bonds in emerging markets, is that the greatest effect on the risk premium on bonds in countries such factor provides market liquidity in general and specific securities in particular. The second most significant factor influencing the risk premium is the risk of changing interest rates. The risk of default of issuers in such countries is also quite high, but the component of creditworthiness is less significant factor in the combination of systematic risks. Due to low sovereign ratings of Ukraine, the credit ratings of bonds of all domestic issuers have a speculative level. Owing to this fact, all of them can be classified as highly risky and, accordingly, highly profitable (HighYield Bonds).*

Purpose. *The aim of the article is to reduce deficits in the scientific and methodological provision of the use of corporate bonds instruments on the basis of determining the determinants of the premium for the risk of investing in them.*

Method (methodology). *To achieve the goal and solve the problems, the following methods have been used: method of analysis and synthesis, method of comparison and generalization; method of empirical research and factor analysis; method of system approach and strategy.*

Results. *The research of the determinants of the risk premium is important, first of all, from the point of view of substantiating the technologies of reducing the cost of enterprises to capital. The key causes of underdevelopment of the domestic corporate bond market have been determined. We have identified factors that influence the spread of profitability and the value of bonds. They are the risk of default of the issuer and the potential of the enterprise development (credit component); base interest rate and long-term interest rates on the financial market (interest rate component); liquidity of the capital market (component of liquidity); the level of inflation and the development of economic conditions; information risks. It has been determined that in order to reduce the risk of investments in corporate bonds, it is necessary to implement at the regulatory level a set of measures to reduce overhead costs and increase the reliability of investments. The introduction of a safety covenant system can be defrined as one of such measures.*

Keywords*: corporate bonds; risk premium; credit spread; covenants; eurobonds; High-Yield Bond; credit rating; risk of default.*

JEL classification: G300, O016

Вступ

З огляду на банкоцентричний характер вітчизняного фінансового ринку, нерозвиненість ринку капіталів та низький рівень кваліфікації фінансового менеджменту на підприємствах, практика використання корпоративних облігацій для покриття потреби в капіталі є вкрай обмеженою. Водночас облігації є досить вигідним інструментом залучення коштів, зокрема, на довгостроковій основі. Йдеться перш за все про більш адекватні, порівняно з банківськими кредитами, відсоткові ставки та більш м'які вимоги щодо забезпечення облігаційних позик. Можна припустити, що з огляду на мізерний обсяг ресурсів, який залучається корпоративним сектором через емісію облігацій, цей фінансовий інструмент має значний потенціал розвитку. Причиною незначного поширення корпоративних облігацій як інструменту залучення коштів українськими підприємствами, серед іншого, є низький рівень теоретико-методичного та нормативно-правового забезпечення використання інструментарію облігацій. У вітчизняній фінансовій науці практично відсутні серйозні дослідження цього сегменту ринку капіталів. Водночас західні фінансисти звертають значну увагу на зазначену проблематику. Зокрема, у працях Ю. Фама та К. Френча [1], Ф. Фабоззі [2], Х. Багестані [3], Л. Фішера [4], Й. Бендера, Р. Бріанда, Ф. Нільсона, Д. Штефека [5] досліджуються фактори впливу на ринкові ціни корпоративних облігацій та премію за ризик, роль рейтингів у інвестиційній привабливості цінних паперів, механізми хеджування бонд-ризиків та низка інших.

Серед недостатньо досліджених питань у контексті корпоративних облігацій є особливості їх використання емітентами, які функціонують на ринках, що розвиваються (наприклад, в Україні). Йдеться, зокрема, про порядок оцінки ризиків корпоративних облігацій в умовах, коли суверенні

рейтинги країни їх походження є надзвичайно низькими, механізми ціноутворення, інструменти забезпечення тощо.

Мета статті

Метою статті є зменшення дефіцитів у науково-методичному забезпеченні використання інструментарію корпоративних облігацій на основі визначення детермінант премії за ризик вкладень у них.

Виклад основного матеріалу дослідження

Для з'ясування стану вітчизняного ринку облігацій перш за все проаналізуємо відповідну статистичну інформацію. Статистика випусків облігацій підприємств містить як емісії проведені підприємствами реального сектору, так і випуски облігацій, що здійснені банками, страховими компаніями, іпотечними установами (фінансовий сектор). У контексті визначення впливу облігацій підприємств на фінансування реального сектору економіки, з аналітичною метою слід розрізняти загальний обсяг облігацій підприємств, що містить випуски, проведені як реальним, так і фінансовим секторами, а також кількісні параметри емісій підприємствами винятково реального сектору. На рис. 1 наведена динаміка випуску облігацій підприємствами протягом 2010-2016 рр. за загальним обсягом емісії та випусків, що здійснені підприємствами реального сектору, а також обсяги ОВДП.

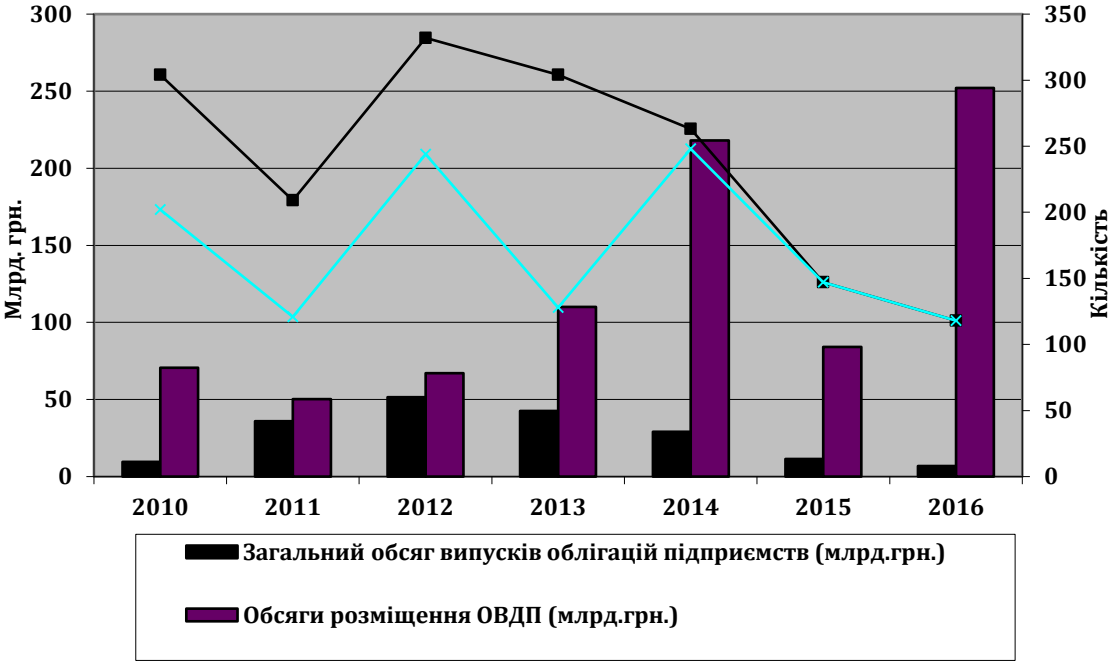

Рис. 1. Динаміка обсягів випусків облігацій підприємств та ОВДП в Україні (2010-2016 рр.)

Як бачимо, найбільші обсяги емісії зареєстровано у 2012 та 2013 роках (51,4 та 42,5 млрд грн або 6,5 та 5,3 млрд дол. США відповідно). У цих же роках зафіксовано найвищі обсяги випусків підприємствами реального сектору: 2012 р. – 39,58 млрд, 2013 р. – 34,42 млрд грн. Загалом у загальній структурі випусків облігацій у різні роки частка підприємств реального сектору економіки знаходиться в межах від 60 % (2011 р.) до 100 % (2015 та 2016 роки).

Протягом 2016 р. обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків облігацій підприємств склав всього 6760,5 млн грн. (118 випусків). З початком 2017 р. обсяг коштів, залучених на основі емісії облігацій, став ще меншим (у січні-лютому 2017 р. – всього 89,5 млн грн або близько 3,3 млн дол. США). Низькі обсяги залучення коштів на основі емісії корпоративних облігацій, окрім іншого, пояснюються ефектом витіснення ресурсів на користь державних облігацій (ОВДП). Зазначений ефект є можливим через високу доходність ОВДП та достатній рівень їх надійності, порівняно з корпоративними облігаціями. Так станом на початок 2017 р. середня доходність ОВДП складала 15-16 %, а в окремі періоди 2014-2016 років відсоткові ставки за державними облігаціями перевищували 25 %. Як випливає з діаграми, між розмірами залучення коштів на основі емісії ОВДП та обсягами випуску корпоративних облігацій існує зворотна залежність: у роки з максимальною емісією ОВДП спостерігається мінімальний випуск корпоративних облігацій. Аналіз тенденцій на глобальних ринках капіталів засвідчує протилежну картину до тієї, що спостерігається в Україні: через низькі відсоткові ставки за державними облігаціями

вони витісняються з ринку корпоративними цінними паперами. Так у 2016 р. номінальна доходність державних 10-річних облігацій у США, Японії, Великій Британії та Німеччині досягла історичного мінімуму і знаходилася в межах від -0,1 до 1,8 % [6]. Можна припустити, що активізація ринку корпоративних облігацій в Україні стане можливою лише за суттєвого зниження відсоткових ставок за ОВДП.

Окрім зазначеного ефекту витіснення, недорозвиненість вітчизняного ринку корпоративних облігацій, на наш погляд, можна пояснити такими основними чинниками:

– загальною нерозвиненістю ринку капіталів та неякісною його інфраструктурою;
– відсутністю належного нормативно-правового забезпечення емісії, обігу та погашення корпоративних облігацій;
– слабкістю вітчизняних та надто високими ризиками для міжнародних інституційних інвесторів;
– високим рівнем накладних витрат, пов'язаних з емісією облігацій;
– відсутністю (або низьким рівнем) кредитних рейтингів потенційних емітентів облігацій та трендом до випуску незабезпечених цінних паперів;
– неготовністю більшості українських підприємств до виходу на ринок капіталів через відсутність зрозумілих правил гри на ньому, неякісний менеджмент та невиконання критеріїв корпоративного управління.

Перспективи широкого використання облігацій як інструменту фінансування корпоративного сектору економіки України залежать від вирішення окреслених проблемних питань. Бар'єри щодо запровадження цивілізованих правил гри на ринку існують як з вини регулятора, так і інших учасників ринку (фінансових посередників, інвесторів та емітентів). Нині НКЦПФР проводить роботу щодо очищення ринку від недобросовісних учасників, реформування нормативно-правового забезпечення процесів випуску корпоративних облігацій та удосконалення регулювання фінансових відносин між емітентом та інвестором. Необхідною умовою запровадження цивілізованих правил гри на ринку облігацій є належне теоретико-методичне забезпечення діяльності як інвесторів та посередників, так і емітентів. Теорія має давати відповідь на низку питань, без яких учасники ринку не зможуть ухвалювати кваліфіковані рішення, через що зазнаватимуть збитків та йтимуть з ринку. До таких питань перш за все належить премія за ризик вкладень в облігації. Від чіткої ідентифікації факторів впливу на ринковий курс та доходність залежать усі ключові рішення щодо облігацій: номінальна вартість, величина купона, терміни погашення тощо. З'ясування ключових детермінант премії за ризик є запорукою розробки заходів щодо зниження відсоткових ставок за облігаціями та, відповідно, здешевлення ресурсів для підприємств корпоративного сектору економіки.

У 1959 р. американський економіст Л. Фішер опублікував статтю «Детермінанти премії за ризик вкладень у корпоративні бонди», у якій уперше висунув гіпотезу, що премія за ризик вкладень у корпоративні облігації залежить від ймовірності невиконання зобов'язань за ними [4]. З того часу проблематика відсоткових ставок за облігаціями та премії за ризик належить до числа найважливіших напрямків дослідження корпоративних фінансів. Водночас вітчизняною фінансовою наукою та практикою досить часто ігноруються сучасні тенденції розвитку корпоративних фінансів, наукові методи вивчення фінансових процесів та новітні напрямки досліджень [7]. Дослідження детермінант премії за ризик є важливим перш за все з точки зору обґрунтування технологій зниження витрат підприємств на капітал. Премія за ризик за корпоративними облігаціями характеризує розмір компенсації, яку вимагають інвестори за взяття на себе додаткових ризиків, перш за все кредитних, порівняно з бенчмарком [5]. За більшістю гіпотез, вона дорівнює величині перевищення доходності відповідних ризикових облігацій над доходністю безризикових цінних паперів з аналогічним періодом обігу. Для позначення премії за ризик у науково-практичній літературі використовуються низку синонімічних термінів, зокрема «відсотковий спред» та «кредитний спред». В англосаксонській практиці премія за ризик позначається також як «ставка спреду» (Rate-Spread) та «спред доходності» (Yield-Spread). На наш погляд, більш виразно сутність премії за ризик характеризує поняття «спред доходності», оскільки зазначений спред характеризує не лише кредитну, а й інші складові впливу на премію. Проблема, однак, полягає у визначенні бази для спреду. Йдеться про вибір адекватного бенчмарку, який би був аналогічним за термінами, дюрацією та іншими параметрами. Здебільшого такою базою є доходність державних облігацій або ж середня доходність на відповідному ринку.

Традиційно вважається, що визначальним фактором впливу на розмір премії за ризик (кредитний спред) є кредитоспроможність емітента, що характеризується ймовірністю дефолту та відповідним кредитним рейтингом. Однак у низці емпіричних досліджень, зокрема, проведених Ю. Фама та К. Френчем [1], Е. Елтоном, М. Грубером, Д. Агравалем та К. Манном [8], О. Сарігом та А. Варгою [9], було доведено, що премія за ризик вкладень в облігації визначається не лише кредитною компонентою, а й не завжди пояснюваним впливом низки систематичних ризиків. Основні чинники, від яких залежить доходність корпоративних облігацій, можна сформулювати таким чином:

– ризики дефолту емітента та потенціал розвитку підприємства (кредитна компонента);

– базова ставка та довгострокові відсоткові ставки на фінансовому ринку (компонента відсоткових ставок);
– ліквідність ринку капіталів (компонента ліквідності);
– рівень інфляції та розвитку економічної кон'юнктури (макроекономічна компонента);
– інформаційні ризики (біхевіористична компонента).

Слід зазначити, що відсоткові ставки за корпоративними облігаціями, їх вартість та премія за ризик є досить чутливими до доходності державних облігацій. У разі зростання доходності останніх, за інших рівних умов, зростатимуть також відсоткові ставки за корпоративними облігаціями з одночасним зниженням їх ринкової вартості. Навпаки, якщо доходність державних цінних паперів падає, знижуються відсотки за корпоративними облігаціями з одночасним зростанням їх вартості.

До розрахункових факторів систематичного ризику, що визначають спред доходності корпоративних облігацій, можна зарахувати інформаційні ризики, ризик зміни відсоткових ставок на ринку та ризик ліквідності цінних паперів. В останньому випадку йдеться про ймовірність стагнації ринку капіталів, за якої мінімізуються будь-які трансакції. Ризик ліквідності характеризує потенційну необхідність суттєвого зниження цін на облігації для їх реалізації. Слід зазначити, що останнім часом з'являються дослідження, у яких доводиться, що кредитний ризик слід інтерпретувати як систематичний недиверсифікований ризик [10]. Відповідно до досліджень Ян Лу, на ринках розвинених країн волатильність ринкової ціни облігацій і відповідно премія за ризик на 57 % пояснюється впливом кредитних ризиків, які характеризують ймовірність дефолту емітента. Другим за впливовістю фактором є ризик ліквідності, а третій – ризик зміни відсоткових ставок [11]. З огляду на те, що ринки капіталів в країнах, що розвиваються, характеризуються низькою ліквідністю, найбільшою загрозою для держателів облігацій є проблеми з їх реалізацією, навіть за достатнього рівня кредитоспроможності. Відтак можна припустити, що найбільший вплив на величину премії за ризик вкладень у корпоративні облігації в таких країнах чинить фактор ліквідності ринку загалом та конкретних цінних паперів зокрема. Приклад України, Бразилії, Аргентини, Індонезії та низки інших країн показує, що в країнах, що розвиваються, відсоткові ставки постійно зазнають сильних коливань. Таким чином, другим за значущістю фактором впливу на премію за ризик є ризик зміни відсоткових ставок. На наш погляд, ризик дефолту емітентів у таких країнах є також досить високим, про що свідчать низькі кредитні рейтинги підприємств. Однак усе ж компонента кредитоспроможності є менш значущим фактором у сукупності систематичних ризиків.

Залежно від рівня ризику (відповідно кредитного спреду), корпоративні облігації поділяються на облігації інвестиційного рівня (так звані першокласні цінні папери з рейтингами від AAA та BBB-) та облігації субінвестиційного рівня (високоризикові цінні папери з рейтингами нижче BBB- або ж узагалі без рейтингу). Для розв'язання завдання активізації використання боргових інструментів ринку капіталів для залучення ресурсів підприємствами слід вдаватися до нетрадиційних рішень. Одним із таких рішень є емісія високоприбуткових облігацій (HighYield бондів, HYB). Поняття HYB виникло у США і використовується для позначення ринкового сегменту корпоративних облігацій спекулятивного рівня. Відповідно до визначення М. Фрідсона, високоприбуткові облігації – це публічні, неконвертовані корпоративні облігації субінвестиційного рівня, однак щодо яких відсутній дефолт або банкрутство емітента [12]. У той час, як відсотки за облігаціями інвестиційного рівня є не набагато вищими за доходність державних облігацій, спред доходності по рентабельність HYB є досить високим. Останніми роками глобальний ринок високоприбуткових облігацій суттєво зріс і перевищив півтора трильйони доларів США. На початок 2017 року інституційні інвестори вкладають кошти у більш як 3500 облігацій.

Високоприбуткові облігації уже тривалий час вважаються ефективною формою залучення капіталу корпоративним сектором у США та Європі. Зокрема цей тип облігацій широко використовуються підприємствами, корпоративні права яких не мають обігу на фондовому ринку та (або) компаніями, які не бажають витрачати кошти на рейтингування. Серед типових цілей використання цього інструменту слід назвати фінансування операцій типу M&A, LBO, MBO, а також фінансування зростання компаній, що не представлені на фондовому ринку. Окрім цього, до емісії HYB вдаються недавно створені інноваційні компанії, що швидко розвиваються (стартапи, венчурні тощо). Держателями HYB є, як правило, спеціалізовані HY-фонди, а також інституційні інвестори: пенсійні фонди, страхові компанії, банки. У глобальному вимірі найбільшими вкладниками у HYB є американські інституційні інвестори.

У науково-практичній літературі HYB позначають також як сміттєві облігації. Однак ми не погоджуємось із таким визначенням. На наш погляд, до розряду «сміттєвих» належить лише той сегмент високоризикових облігацій, ринкова ціна яких впала менше ніж на 50 % від їх номіналу. На початкових етапах розвитку цього інструменту на ринку капіталів (80-ті роки минулого століття) клас високоризикових облігацій формувався винятково за рахунок так званих занепалих ангелів «fallen angels» (FA), тобто облігацій інвестиційного рівня, що втратили свої рейтинги унаслідок зниження їх надійності. Дослідження глобального ринку HYB дозволяє виокремити у ньому три сегменти:

– облігації, що на час їх емісії характеризувалися рейтингами інвестиційного рівня, однак у результаті погіршення кредитоспроможності опустилися до спекулятивного рівня («занепалі ангели» – «fallen angels», FA);
– облігації, емітентами яких є не досить великі або ж новостворені підприємства (у тому числі стартапи), що характеризуються високим потенціалом розвитку, однак через низький стартовий рівень кредитоспроможності мають невисокі рейтинги;
– єврооблігації, емітентами яких є підприємства, які походять з ринків, що розвиваються (emerging markets), та мають спекулятивні рейтинги з початку емісії, перш за все через низькі суверенні рейтинги країни походження.

В останніх двох випадках середня тривалість підготовчих робіт на залучення коштів через HYB складає в середньому від 3 до 6 місяців. Йдеться про період з моменту прийняття рішення щодо емісії облігацій до власне розміщення.

Численні емпіричні дослідження на прикладі американського та європейського ринків HYB доводять, що зазначений тип облігацій є традиційно недооціненими, відповідно їх ризиковість та доходність постійно завищується. Йдеться про гіпотезу «надмірної компенсації» за ризик дефолту [13]. Переоцінка ризиків пояснюється низкою факторів, зокрема висока волатильність HYB зумовлена не стільки фундаментальними причинами, як психологічними чинниками, які по суті не впливають на величину грошових потоків, що генеруються компаніями. Таким чином, суттєвою детермінантою спреду доходності за HYB є біхевіористична компонента.

У таблиці 1. наведено результати досліджень експертів Cass Business School (Лондон) ризиків та доходності вкладень у різні типи американських інвестиційних активів (державні облігації, різні типи корпоративних облігацій та акцій провідних підприємств). На основі дослідження динаміки курсів 534 «fallen angels» (FA) за шестирічний період науковцями Cass Business School було доведено, що курс облігацій падає до моменту зменшення рейтингів та у перші 6-7 днів після їх переходу в категорію HYB. Однак максимум через 30 днів після зменшення рейтингів курс знову починає зростати [14]. Для пояснення причини падіння курсу FA після зниження їх рейтингу, серед іншого, можна застосовувати аргументацію біхевіористичних фінансів. Йдеться, зокрема, про гіпотезу «надмірної реакції», відповідно до якої індивіди, ухвалюючи фінансові рішення, надмірно реагують на погані новини, а на хороші новини реакція є більш помірною.

Таблиця 1. Ризики та індекси доходності інвестиційних активів (2000-2016 рр.) [14]

Показники	Американські казначейські зобов'язання	Корпоративні бонди інвест-рівня	HYB	Fallenangels (FA)	Акції, що входять в індекс S&P 500
Річна доходність, у %	5,36	6,57	7,10	11,04	5,29
Рівень ризик (St. div.), у %	1,31	1,59	2,91	3,49	4,38
Коефіцієнт Шарпа	0,23	0,25	0,15	0,21	0,07
Максимальний збиток, у %	4,80	14,96	33,47	36,20	50,95

Емпіричні дослідження засвідчили, що інвестори активно продають цінні папери, курс яких знижується, навіть за наявності сприятливих прогнозів щодо позитивного розвитку вартості активів. Відтак новина про падіння рейтингу облігацій суттєво впливає на прийняття інвесторами рішень щодо їх продажу. Окрім цього, великі інституційні інвестори ухвалюють рішення щодо продажу таких облігацій, оскільки їхніми внутрішніми положеннями передбачено, що в портфелях мають бути лише цінні папери з інвестиційним рейтингом. Таким чином, тиск на курс FA облігацій посилюється і вони знецінюються нижче своєї реальної вартості. З іншого боку, якщо актив є недооціненим, то його привабливість підвищується. Саме тому, індекс доходності FA є найвищим серед альтернативних активів.

Як випливає з досліджень A. Clare., St. Thomas та N. Motson, протягом 2000-2016 рр. загалом дохідність облігацій типу HYB була в 1,34 раза вищою, ніж середня дохідність акцій компаній, що входять в індекс S&P 500. Причому рівень ризику таких облігацій, які характеризуються показником стандартного відхилення, виявився у 1,5 рази нижчим, ніж зазначених акцій. Облігації типу «fallen angels» за менших ризиків у середньому виявилися більш ніж у два рази прибутковішими, ніж акції. Ризик вкладень у корпоративні облігації інвестиційного рівня виявився в 1,81 раза меншим за вкладення в HYB та у 2,75 раза меншим, ніж в акції провідних компаній. Доходність класичних облігацій, однак, виявилася вищою за інвестиції в акції, але нижчою за вкладення у високоризикові облігації.

Досить виразним критерієм вкладень в активи, який ураховує параметри ризику та доходності, є коефіцієнт Шарпа, що розраховується як відношення спреду доходності активу до стандартного відхилення. Коефіцієнт показує рівень премії за ризик на одиницю ризику. Найкращими інвестиційними активами за цим критерієм є корпоративні облігації інвестиційного рівня та казначейські зобов'язання США з коефіцієнтами Шарпа 0,25 та 0,23 відповідно. Облігації категорії FA також характеризуються досить високим значенням коефіцієнта. Найменш привабливими з точки зору співвідношення ризик-доходність є акції підприємств. Цілком логічно, що саме за цією категорією активів зафіксовано найбільший рівень максимального збитку (майже 51 %), у той час, як за казначейськими зобов'язаннями лише 4,8 %.

З огляду на зростання відсоткових ставок у США та низькі базові ставки в Європі, для європейських інвесторів HYB є досить привабливим активом. У 2016 р. доходність глобального портфеля інвестицій у HYB (в євро) склала близько 14 %, що перевершило очікування інвесторів. Згідно з прогнозами, у 2017 р. рентабельність вкладень у високодохідні облігації буде дещо нижчою, однак не нижчою середнього по ринку рівня. Водночас очікується суттєве зниження середнього рівня дефолту за HYB. Якщо в минулому році прогнози щодо частки дефолту на ринку високодоходних облігацій перевищували 10 %, то в нинішньому – 2,5-3,5 %. У зіставленні з іншими сегментами ринку облігацій відсотки за HYB є набагато менш чутливими до політики центральних банків Європи та США.

Суттєвим сегментом глобального ринку високодоходних корпоративних облігацій є облігації емітентів, які належать до ринків, що розвиваються (emerging markets). Перш за все йдеться про корпоративні єврооблігації (євробонди). Під євробондами розуміють середньо- та довгострокові боргові цінні папери, які розміщуються на міжнародних ринках капіталів у валюті, що є іноземною для емітентів та в іншій країні, ніж країна, у валюті якої деноміновані облігації. Зазначимо, що єврооблігації не мають нічого спільного із загальноєвропейською грошовою одиницею євро. Облігації здебільшого емітуються у дол. США, хоча є випадки випуску облігацій, деномінованих у євро та англійських фунтах. У практиці країн, що розвиваються, поширеною є опосередкована схема випуску єврооблігацій через дочірню компанію, що створюється в офшорній зоні у вигляді спеціальної інвестиційної компанії (special purpose vehicle, SPV). У цьому випадку іноземна дочірня компанія від свого імені випускає цінні папери через андеррайтера, який розміщує їх серед інвесторів, а українська корпорація при цьому виступає гарантом за позикою [15]. Через відсутність чітких правил, що регламентують пряме розміщення єврооблігацій, забюрократизованість відповідних процедур та пов'язаний з цим високий рівень накладних витрат українські емітенти використовують опосередковані схеми залучення коштів через емісію євробондів. Хоча у цьому разі також виникають додаткові накладні витрати. Станом на березень 2017 р. лише 10 представників вітчизняного реального сектору економіки знаходились у стані обслуговування єврооблігацій. Ключові параметри корпоративних облігацій українських емітентів, що репрезентують реальний сектор економіки, наведено в таблиці 2.

Останній випадок випуску єврооблігацій відбувся у кінці січня 2017 р.: компанія «Кернел» удало розмістила п'ятирічні бонди на суму 500 млн дол. США, що перевищує обсяг усіх емісій корпоративних облігацій, що відбулися у 2016 р. на вітчизняному ринку. Як бачимо, рейтинги облігацій усіх випусків є досить низькими і належать до спекулятивного рівня. За облігаціями чотирьох емітентів рейтинги відкликані. Таким чином, усі єврооблігації українських емітентів можна зарахувати до категорії HYB. Найважливішим ринковим індикатором привабливості облігацій є показник YTM (Yield to maturity) – доходність до погашення), який відіграє свого роду ставки дисконтування, за якою усі майбутні грошові потоки за облігаціями приводяться до теперішньої вартості [16]. Показник є досить чутливим до величини та своєчасності сплати купонів за облігаціями. У разі затримки виконання зобов'язань ринкова вартість облігацій різко падає, відповідно параметр YTM різко зростає. Відповідну картину можемо спостерігати на прикладі деяких вітчизняних емітентів єврооблігацій (агрохолдинг «Мрія», ПАТ «Авангард», ПАТ «Укрлендфармінг»). Якщо ставка YTM є вищою, ніж ставка доходності за купоном, то ринкова ціна облігації буде вищою за їх номінальну вартість. Компанії «Кернел», «Ферекспо» та «МХП», попри рейтинги субінвестиційного рівня, демонструють позитивну динамку щодо ринкової вартості та доходності до погашення.

Важливою детермінантною, що визначає надійність та інвестиційну привабливість облігацій, є їх забезпеченість. Відповідно до вітчизняних нормативно-правових актів, емітенти можуть розміщувати як забезпечені, так і незабезпечені облігації. Облігації є забезпеченими, якщо емітентом укладаються відповідні договори поруки щодо забезпечення виконання зобов'язання стосовно погашення основної суми боргу та виплати доходу за облігаціями або якщо емітентом видається гарантія щодо виконання зазначених зобов'язань. Облігації вважаються забезпеченими порукою, якщо емітент визначив їх такими в рішенні про розміщення облігацій та проспекті їх емісії та уклав відповідний договір поруки з поручителем щодо забезпечення виконання зобов'язання. Якщо гарант (банк, інша фінансова установа) гарантує перед власниками облігацій виконання емітентом зобов'язання за облігаціями і про це зазначено в проспекті емісії, то вони вважаються забезпеченими гарантією [17]. Аналіз емпіричних даних засвідчує, що значна кількість вітчизняних емітентів вдаються до емісії незабезпечених облігацій

та за відсутності кредитних рейтингів. Ця обставина на порядок підвищує ризики інвестування коштів у облігації та є одним із пояснень відсутності попиту на них.

Таблиця 2. Параметри корпоративних єврооблігацій українських емітентів, станом на березень 2017 р.*

Підприємство-емітент	Дата погашення	Біржа	Обсяг емісії, млн дол. США	Купон, %	Доходність YTM, %	Ринкова ціна, %	Рейтинг (Fitch)
«Авангард» (Avangardo IPL)	29.10.2018	London S.E., Berlin Exchange	200	10	108	31,5	WD (відізваний)
«Кернел» (Kernel Holdings S.A)	01.31.2022	Irish S.E.	500	8,875	8,044	102,5	B+
«Феррекспо» (FerrexpoFinancePlc)	07.04.2019	Irish S.E.	346	10,375	9,13	102,3	B –
«МХП» (MHP S.A.)	04.02.2020	Irish S.E.	750	8,25	7,32	100,3	B –
«ДТЭК» (DTEK Financeplc)	31.12.2024	Irish S.E.	1275	10,75	14,32	80,5	C
«Інтерпайп» (InterpipeLimited)	02.08.2017	London S.E.; Luxem-bourg S.E.	200	10,25	B.I.	29,5	WD
«Укр-залізниця» (UkrainianRailway)	15.09.2021	Irish S.E.	500	9,88	10,94	97,5	CCC
«Метінвест» (Metinvest B.V.)	28.11.2017	Irish S.E.	290	10,5	B	95,5	C
«Метінвест» (Metinvest B.V.)	14.02.2018	Irish S.E.	750	8,75	B.I.	95,5	C
«Укрленд-фармінг» (Ukrlandfarming)	26.03.2018	Irish S.E.	500	10,875	B.I.	31,5	WD
«Мрія» (MriyaAgroHolding)	19.04.2018	Irish S.E.	400	9,45	B.I.	7,0	WD

**За даними DragonCapital, J. P. Morgan, Bloomberg.*

Договори, що регламентують відносини між емітентами облігацій та інвесторами, мають містити статті, що зобов'язують емітентів здійснювати свою фінансово-господарську діяльність таким чином, щоб це не призвело до погіршення його кредитоспроможності та здатності виконувати свої зобов'язання. Практикою використання HYB у США з часом вироблено стандартизований перелік запобіжних ковенант (covenants) для емітентів облігацій:

– негативні ковенанти (negativecovenants, restrictivecovenants) – зобов'язання не вдаватися до певних дій, спрямованих на погіршення здатності виконувати зобов'язання перед кредиторами, що є держателями облігацій;
– активні ковенанти (affirmative covenants) – зобов'язання щодо вчинення певних дій, спрямованих на забезпечення кредитоспроможності емітента та його здатності виконувати зобов'язання перед кредиторами;
– фінансові ковенанти – зобов'язують емітента підтримувати на певному рівні ключові фінансові параметри;
– ковенанти ризикової події (event risk covenants) – містять запобіжники на випадок критичного погіршення ліквідності емітента та у разі загрози злиття чи поглинання.

Типові обмеження, що накладаються на емітентів у межах першої групи ковенант, зводяться до такого: заборона щодо взяття на себе додаткових зобов'язань, заборона щодо надання активів у забезпечення за іншими кредитами чи позиками, обмеження щодо продажу окремих активів (зазвичай встановлюється максимальна вартість активів, які можуть бути реалізовані без узгодження з кредиторами), обмеження щодо виплати дивідендів та зменшення статутного капіталу, не вживати дій, спрямованих на реорганізацію емітента, обмеження щодо операцій з пов'язаними особами. Зазначимо, що окреслені обмеження можуть бути пом'якшені за згоди колективних представників кредиторів.

Набір активних ковенант може містити зобов'язання емітента страхувати активи та забезпечувати їх збереження у належному стані, здійснювати господарську діяльність відповідно до законодавства, дотримуватися принципу безперервної діяльності (going concern), надавати колективним представникам держателів облігацій доступу до фінансової та управлінської звітності підприємства. До цього типу запобіжників слід зарахувати також зобов'язання щодо цільового використання залучених у результаті емісії коштів.

Фінансові ковенанти спрямовані на здійснення ефективної фінансово-господарської діяльності емітента, яка б забезпечила належний рівень ключових фінансових показників підприємства. Йдеться, зокрема, про структуру капіталу, показники ліквідності, рентабельності, мінімальне значення власного капіталу, частку поточних зобов'язань та низку інших. Ковенанти ризикової події можуть передбачати право держателів облігацій на довгострокове їх погашення у разі порушення умов погашення облігацій інших емісій або ж порушення умов інших кредитних договорів. В окремих випадках, зокрема у разі зміни контролюючого власника або ж за суттєвої зміни структури емітента, умовами випуску може бути передбачено зобов'язання щодо дострокового погашення облігацій. Відповідно до американської та європейської практики таке погашення здійснюється здебільшого за курсом 101 % до номіналу. Загалом у разі порушення окреслених ковенант, кредитори за облігаціями мають залишати за собою право на дострокове погашення облігацій або ж на вимогу щодо додаткового кредитного забезпечення. Вітчизняними нормативно-правовими актами до цього часу не запроваджено запобіжних ковенант у разі емісії корпоративних облігацій загалом та незабезпечених облігацій зокрема. Імплементація зазначених запобіжників, на наш погляд, має бути складовою комплексу заходів щодо активізації вітчизняного ринку корпоративних облігацій.

Висновки та перспективи подальших розвідок

За результатами проведеного дослідження визначено ключові причини нерозвиненості вітчизняного ринку корпоративних облігацій: ефект витіснення зазначених облігацій державними борговими зобов'язаннями через високі відсоткові ставки за останніми; нерозвиненість ринку капіталів та неякісна його інфраструктура; відсутність належного нормативно-правового забезпечення емісії, обігу та погашення корпоративних облігацій; слабкість вітчизняних інституційних інвесторів; високі накладні витрати; низькі кредитні рейтинги потенційних емітентів облігацій; неготовність більшості українських підприємств до виходу на ринок капіталів через відсутність зрозумілих правил гри на ньому; неякісний менеджмент та невиконання критеріїв корпоративного управління.

Суттєвий внесок у вирішення окреслених проблем може зробити якісне теоретико-методичне забезпечення функціонування ринку облігацій. Визначальним при цьому є ідентифікація та аналіз факторів, що впливають на спред доходності та вартість облігацій. Основні детермінанти доходності корпоративних облігацій можна сформулювати таким чином: ризик дефолту емітента та потенціалу розвитку підприємства (кредитна компонента); базова ставка та довгострокові відсоткові ставки на фінансовому ринку (компонентна відсоткових ставок); ліквідність ринку капіталів (компонента ліквідності); рівень інфляції та розвитку економічної кон'юнктури (макроекономічна компонента); інформаційні ризики (біхевіористична компонента).

На відміну від ринків розвинених країн, характерною особливістю формування премії за ризик вкладень в облігації на ринках, що розвиваються, є те, що найбільший вплив на величину премії за ризик вкладень у корпоративні облігації в таких країнах здійснює фактор ліквідності ринку загалом та конкретних цінних паперів зокрема. Другим за значущістю фактором впливу на премію за ризик є ризик зміни відсоткових ставок. Ризик дефолту емітентів у таких країнах є також досить високим, однак компонента кредитоспроможності є менш значущим фактором у сукупності систематичних ризиків.

Через низькі суверенні рейтинги України, кредитні рейтинги облігацій усіх вітчизняних емітентів мають спекулятивний рівень. Враховуючи цю обставину, всіх їх можна зарахувати до категорії високоризикових та, відповідно, високодоходних (High Yield бондів), які також позначаються як «сміттєві». Йдеться як про облігації, що обертаються на внутрішньому ринку капіталів, так і про єврооблігації, що розміщені на міжнародних фондових майданчиках. Незважаючи на високий рівень ризику, обсяги залучення коштів вітчизняними підприємствами на основі єврооблігацій є на порядок вищими, ніж величина ресурсів, що залучаються на українському ринку капіталів. Для полегшення доступу підприємств на міжнародні ринки слід максимально спростити, здешевити та чітко упорядкувати механізм прямого залучення коштів підприємствами на основі емісії єврооблігацій. Для зменшення ризику вкладень у корпоративні облігації необхідно на нормативно-правовому рівні імплементувати комплекс заходів щодо підвищення їх надійності. До числа таких заходів належить упровадження системи запобіжних ковенант.

Список літератури

1. Fama, E. F. Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds / Fama E. F., Fench K. R. // Journal of Financial Economics. – 1989. – Vol. 25. – No. 1. – Pp. 23-49.

2. Fabozzi, F. J. Fixed Income Analysis Workbook / F. J. Fabozzi. – Hoboken, N. J., 2007. – 694 p.
3. Baghestani, H. On the Rationality of Professional Forecasts of Corporate Bond Yield Spread / H. Baghestani // Applied Economics Letter. – 2005. – Vol. 12, No. 4. – Pp. 213- 216.
4. Fisher, L. Determinants of Risk Premiums on Corporate Bonds / L. Fisher // Journal of Political Economy. – 1959. – Vol. 67, No. 3. – Pp. 217-237.
5. Portfolio of Risk Premia: A New Approach to Diversification / J. Bender, R. Briand, F. Nielsen, D. Stefek // Journal of Portfolio Management. – 2010. – Vol. 36. – No. 2. – Pp. 17-25.
6. Bank for International settlements. 86 th Annual Report, 2015-2016. – Режим доступу: http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2016e.htm.
7. Зимовець, В. В. Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки [Текст] / В. В. Зимовець, О. О. Терещенко // Фінанси України. – 2015. – № 9. – С. 78-95.
8. Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds / E. J. Elton, M. J. Gruber, D. Agrawal, C. Mann // Journal of Finance. – 2001. – Vol. 56. – No. 1. – Pp. 247-277.
9. Sarig, O. Bond Price Data and Bond Market Liquidity / O. Sarig, A. Warga // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 1989. – Vol. 24, No. 3. – Pp. 367-378.
10. Giesecke, K. Correlated Default with Incomplete Information / K. Giesecke // Journal of Banking and Finance. – 2004. – Vol. 28, No. – Pp. 1521-1545.
11. Yun, Lu. Risikoprämien von Unternehmensanleihen: eine theoretische und empirische Untersuchung / Lu. Yun. – Dresden: Techn. Univ., 2013 – 224 p.
12. Fridson, M. S. The High Yield Asset Class / M. S. Fridson // Extra Credit, The Journal of High Yield Bond Research, Merrill Lynch & Co. – 2001. – May/June. – Pp. 3-18.
13. Altman, E. I. The Anatomy of the High Yield Bond Market / E. I. Altman // Stern School NYU Working Paper, November. –1998. – 25 p.
14. Clare, A. Fallen Angels: The investment opportunity / A. Clare, St. Thomas, N. Motson // Centre for Asset Management Research Cass Business School in cooperation with Invesco PowerShares, 2016. – 9 p. – Режим доступу: ttp://www.cassknowledge.com/cass-consulting
15. Буй, Т. Г. Проблеми використання корпоративних єврооблігацій для залучення коштів на міжнародних ринках капіталу [Текст] / Т. Г. Буй // Економіка та держава – № 8. – 2011. – С. 25.
16. Терещенко, О. О. Ставка дисконтування у прийнятті фінансово-інвестиційних рішень [Текст] / О. О. Терещенко // Фінанси України. – 2010. – № 9. – С. 77-91.
17. Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу. Затверджено Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 27.12.2013 № 2998 [Текст] // Офіційний вісник України від 14.02.2014 – 2014 р., № 12, стор. 56, стаття 384, код акту 71405/2014.

References

1. Fama, E. F. & Fench, K. R. (1989). Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 25 (1), 23-49.
2. Fabozzi, F. J. (2007). *Fixed Income Analysis*. N. J.
3. Baghestani, H. (2005). On the Rationality of Professional Forecasts of Corporate Bond Yield Spread. *Applied Economics Letter*, 12 (4), 213- 216.
4. Fisher, L. (1959). Determinants of Risk Premiums on Corporate Bonds. *Journal of Political Economy*, 67(3), 217-237.
5. Bender, J., Briand, R., Nielsen, F., Stefek, D. (2010). Portfolio of Risk Premia: A New Approach to Diversification. *Journal of Portfolio Management*, 36(2), 17-25.
6. *Bank for International settlements. 86 th Annual Report*, 2015-2016. (2016). Retrieved from: http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2016e.htm.
7. Zymovets', V. V. & Tereshchenko, O. O. (2015). Korporatyvni finansy yak dominanta finansovoyi nauky. *Finansy Ukrayiny*, 9, 78-95.
8. Elton, E. J., Gruber, M. J., Agrawal, D., Mann, C. (2001). Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds. *Journal of Finance*, 56 (1), 247-277.
9. Sarig, O. & Warga, A. (1989). Bond Price Data and Bond Market Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24 (3), 367-378.
10. Giesecke, K. (2004). Correlated Default with Incomplete Information. *Journal of Banking and Finance*, 28, 1521-1545.
11. Yun, Lu. (2013). *Risikoprämien von Unternehmensanleihen:eine theoretische und empirische Untersuchung*. Dresden: Techn. Univ.
12. Fridson, M. S. (2001). The High Yield Asset Class. Extra Credit. *The Journal of High Yield Bond Research*, May/June, 3-18.
13. Altman, E. I. (1998). The Anatomy of the High Yield Bond Market. *Stern School NYU Working Paper*, November, 25.

14. Clare, A., Thomas, St., Motson, N. (2016). Fallen Angels: The investment opportunity. *Centre for Asset Management Research Cass Business School in cooperation with Invesco PowerShares*. Retrieved from: ttp://www.cassknowledge.com/cass-consulting.
15. Buy, T. H. (2011). Problemy vykorystannya korporatyvnykh yevrooblihatsiy dlya zaluchennya koshtiv na mizhnarodnykh rynkakh kapitalu. *Ekonomika ta derzhava*, 8, 25.
16. Tereshchenko, O. O. (2010). Stavka dyskontuvannya u pryynyatti finansovo-investytsiynykh rishen'. *Finansy Ukrayiny*, 9, 77-91.
17. Polozhennya pro poryadok zdiysnennya emisiyi oblihatsiy pidpryyemstv, oblihatsiy mizhnarodnykh finansovykh orhanizatsiy ta yikh obihu. (2014). Zatverdzheno Rishennyam Natsional'noyi komisiyi z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku 27.12.2013 # 2998. *Ofitsiynyy visnyk Ukrayiny,* 14.02.2014, 12, 56.

Стаття надійшла до редакції 14.06.2017 р.