

УДК 336.76

О. О. Коць,

к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів, Національний університет "Львівська політехніка"

ORCID ID: 0000-0001-7123-3635

Л. П. Бондаренко,

к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів, Національний університет "Львівська політехніка"

ORCID ID: 0000-0002-3313-3569

П. Г. Ільчук,

*д. е. н., професор, завідувач кафедри технологій управління,**Національний університет "Львівська політехніка"*

ORCID ID: 0000-0003-4636-2309

DOI: 10.32702/2306-6806.2020.10.15

ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ШЛЯХОМ ВИКОРИСТАННЯ СУБ'ЄКТАМИ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ

O. Kots,

*PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor
of the Department of Finance, Lviv Polytechnic National University*

L. Bondarenko,

*PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor
of the Department of Finance, Lviv Polytechnic National University*

P. Ilchuk,

*Doctor of Economic Sciences, Professor, Head of the Department
of Management Technologies, Lviv Polytechnic National University*

PROSPECTS FOR THE UKRAINIAN STOCK MARKET DEVELOPMENT THROUGH THE USE OF CORPORATE BONDS

Основним завданням дослідження було виявлення фактичного стану боргової складової фондового ринку України та перспектив розвитку ринку згідно з вибраним напрямом дослідження. У статті здійснено огляд боргового фондового ринку України, в тому числі, і практику використання єврооблігацій. У дослідженні виокремлено переваги залучення боргового фінансування для українських корпорацій шляхом використання облігацій. Особливу увагу приділено ідентифікації чинників, які впливають на динаміку індексів корпоративних єврооблігацій України. Також проаналізовано ринок облігацій України у 2020 р. та досліджено частку єврооблігацій у сукупному обсязі ринку облігацій. Виконано порівняльне аналізування динаміки обсягу ринків корпоративних єврооблігацій провідних країн світу. Сформовано висновки щодо перспектив розвитку фондового ринку України із використанням суб'єктами корпоративних облігацій.

The stock market of Ukraine is underdeveloped, so the issue of debt financing of the economy is relevant for Ukraine today. Raising capital through the Eurobond issuance promotes the development of the national stock market in accordance with international standards, the formation of competitive advantages of individual companies and Ukraine in general.

The main task of the study was to identify the actual state of the debt component of Ukrainian stock market and the prospects for its development in accordance with the chosen direction of the study. The article reviews the debt stock market of Ukraine, including the practice of using Eurobonds. The study highlights the benefits of borrowing debt financing for Ukrainian corporations through the bonds usage. Particular attention was paid to the identification of factors influencing the dynamics of corporate Eurobond indices of Ukraine. The state of Ukrainian bond market in 2020 was also analyzed and the share of Eurobonds in the total volume of the bond market was studied. Comparative analysis of the dynamics of corporate Eurobond markets of the world's leading countries has been done. Conclusions on the prospects for the development of Ukrainian stock market by using corporate bonds by its participants have been formed.

One of the methods of studying the effectiveness of corporate Eurobonds, including Ukrainian, was the analysis of T-spread index. It can be argued that there are significantly higher costs of raising capital in international markets by issuing Eurobonds for Ukrainian corporations compared to geographically closest competitors — Eastern European corporations, which significantly reduces the competitive advantages of domestic corporations.

The prospects for the development of Ukraine's corporate Eurobond market are satisfactory, access to international capital markets is open for Ukrainian corporations and the level of the cost of raising debt financing is acceptable (compared to the cost of capital in the domestic market).

Ukraine's corporate Eurobond market is one of the most dynamic in the world. At present, the decline of the Ukrainian economy, which is deeper than expected, does not help to revive borrowing debt financing by economic entities, and consequently the stock market of Ukraine.

*Ключові слова: фондовий ринок, облигації, боргове фінансування, суб'єкти господарювання, розвиток.
Key words: stock market, bonds, debt financing, business entities, development.*

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Фондовий ринок України є слабо розвинутим, тому для України сьогодні актуальним є питання розвитку боргового фінансування економіки, а залучення капіталу через випуск єврооблігацій сприяє розвитку національного фондового ринку відповідно до міжнародних стандартів, формуванню конкурентних переваг як окремих підприємств, так і України загалом на міжнародних ринках капіталу. Також можна стверджувати, що єврооблігації є інструментом інтернаціоналізації фінансового сектору України. Проте через недостатність досвіду залучення капіталу через єврооблігації, низький рівень розвитку фондового ринку, високу вартість боргового фінансування, українські підприємства не можуть у повній мірі сприйняти переваги єврооблігацій та перспективи, що формуються завдяки їхньому використанню.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Для подальшого розвитку фондового ринку України шляхом використання корпоративних облигацій необхідно чітко ідентифікувати переваги використання таких цінних паперів. Про переваги використання єврооблігацій як інструмента стратегічного боргового фінансування пише О.В. Криворучко [7, с. 14—16]. Т.Г. Буй розкриває альтернативні способи випуску облигацій для українських підприємств, наводячи їхні переваги і недоліки, а також розкриває чинники, що визначають рівень зацікавленості українських підприємств у залученні капіталу через випуск єврооблігацій [1, с. 25—28]. Р.К. Ардалан розкриває взаємозв'язок емісії єврооблігацій та ринкової вартості підприємства [2, с. 63—69] та доводить, що наявний тісний зв'язок між першою емісією єврооблігацій та вартістю підприємства, а от між подальшими емісіями та вартістю підприємства такого взаємозв'язку не спостерігається.

Аналізування випусків єврооблігацій українськими підприємствами здійснила О.П. Масина [8, с. 153—157], О.В. Олійник та І.В. Сідельнікова [10, с. 73—82], виокремивши розподіл емісій українських єврооблігацій за обсягами, галузями, найбільш активними вітчизняними операторами, організаторами емісій, структурою інтересів іноземних інвесторів тощо. А класифікацію чинників, що визначають рівень дохідності облигацій запропоновано Л.В. Могилко [9, с. 39]. О.А. Шуба досліджує особливості єврооблігаційних запозичень країн з ринками, що розвиваються [12, с. 35—38]. Можливості використання єврооблігацій для стабілізації фінансового стану Єврозони у періоди криз розкривають Л. Кодогно та П. ван ден Нурд [3]. Як результат моделювання автори пропонують підходи до вибору інструментів монетарної та фіскальної політики та доводять доцільність використання єврооблігацій як інструменту боргового фінансування економіки, що дозволяє згладжувати негативні наслідки впливу економічних криз.

Моделювання кредитних спрейдів для єврооблігації в єнах здійснюють С. Пинонен, Дж. Батен та В. Хоган [4], а також деталізують відмінності між ризиковими та безризиковими облигаціями. Переваги та недоліки зовнішніх запозичень на ринку єврооблігацій наводить О.В. Олійник [11, с. 119], а також автор розглядає перспективи розвитку фондового ринку України.

Недостатньо дослідженими на сьогодні залишаються напрями розвитку фондового ринку, адже за загального мінімального його розвитку на сьогодні (або, як стверджують аналітики, його практичної відсутності) необхідним є вибір найбільш перспективного і найбільш необхідного, адже одночасно розвивати фондовий ринок Україна за всіма сегментами не вдасться.

МЕТА СТАТТІ

Основною метою написання статті є виявлення перспектив розвитку фондового ринку України шляхом використання суб'єктами корпоративних облигацій. Окремими завданнями є ідентифікація перспектив розвитку боргового фондового ринку України, характеристика облигацій, що перебувають в обороті на фондовому ринку України, аналізування динаміки T-spread index, аналізування динаміки обсягу ринків корпоративних облигацій провідних країн світу.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Українські підприємства почали використовувати єврооблігації для залучення боргового фінансування на фондовому ринку у 2002 р. [5, с. 25].

Розвиток боргового фінансування економіки України у напрямі залучення капіталу на міжнародних ринках зумовлено тим, що:

- 1) на національному (внутрішньому) ринку капіталу немає достатнього обсягу ресурсів, які планують залучити підприємства;
- 2) на національному (внутрішньому) ринку капіталу ціна капіталу є значно вищою, ніж на міжнародних ринках капіталу;
- 3) диверсифікувати валютний ризик через формування капіталу на міжнародних ринках капіталу є простіше (як завдяки різновидам іноземних валют, що використовуються, так і завдяки інструментам хеджування, що використовуються на цих ринках);
- 4) тільки залучення капіталу на міжнародних ринках дає змогу сформувати підприємству власну міжнародну боргову історію, що у перспективі спрощує подальше залучення ресурсів на цих ринках, натомість залучення капіталу суто на внутрішньому ринку капіталів не дає змоги сформувати таку боргову історію, наявність якої дає змогу залучити ресурси на більш вигідних умовах;
- 5) залучити капітал на міжнародних ринках спроможні лише достатньо зрілі прозорі підприємства, які

Таблиця 1. Характеристика окремих українських єврооблігацій, що перебували в обороті за станом на 30.07.2020 р.

Емітент, випуск	Купон	Дата погашення	Обсяг, млн дол. США	Валюта емісії	Рейтинг
Суверенні єврооблігації					
Україна, 2021	7,75%	01.09.2021	1409	USD	B3/B/B
Україна, 2025	7,75%	01.09.2024	1328	USD	B3/B/B
Україна, 2028	9,75%	01.11.2028	1600	USD	B3/B/B
Україна, 2032	7,38%	25.09.2032	3000	USD	B3/B
Україна, пов'язані з ВВП		31.05.2040	3214	USD	/B/
Корпоративні єврооблігації					
Кернел, 2022	8,75%	31.06.2021	500	USD	/B/BB-
МХП, 2026	6,95%	01.04.2026	550	USD	B3/B/B
МХП, 2029	6,25%	19.09.2029	350	USD	B3/B/B
ДТЕК, 2024	10,75%	12.12.2024	1275	USD	//
Метінвест, 2026	8,50%	23.04.2026	648	USD	B3/B/BB-
Метінвест, 2029	7,75%	17.10.2029	500	USD	B3/B/BB-
Нафтогаз, 2024	7,125%	19.07.2024	600	EUR	//
Банківські єврооблігації					
Укресімбанк, 2022	9,63%	27.04.2022	750	USD	B3/B
Укресімбанк, 2023	9,00%	09.02.2023	125	USD	B3/B
Укресімбанк, 2025	9,75%	22.01.2025	600	USD	B3/B
Ощадбанк, 2023	9,38%	10.03.2023	700	USD	B2//B
Ощадбанк, 2025	9,63%	20.03.2025	250	USD	B2//B

Джерело: сформовано авторами за даними [1].

працюють відкрито і можуть надати усю необхідну інформацію про свою діяльність — це сприяє позитивному іміджу перед інвесторами.

Частка єврооблігацій у сукупному ринку облігацій України становить 83—84% для корпоративного сектору, 51—59% для муніципального сектора та 42—46% для державного сектора [1]. Тобто випуск єврооблігацій для підприємств є реальною перспективою залучення фінансових ресурсів на міжнародних ринках капіталу, проте, враховуючи особливості цих цінних паперів, доступними вони є далеко не для всіх суб'єктів господарювання. Особливості ведення бізнесу в Україні та необхідні умови розміщення єврооблігацій на поточний момент часу робить їх доступними, передусім, для великих підприємств.

Характеристику окремих українських єврооблігацій, що перебували в обороті за станом на 30.07.2020 р. наведено в таблиці 1.

Однією з негативних характеристик практики залучення позикового капіталу українськими суб'єктами господарювання шляхом емісії корпоративних єврооблігацій, є обмежена кількість суб'єктів та незначна кількість емісій корпоративних єврооблігацій. Зацікавленість іноземних інвесторів в єврооблігаціях українських підприємств зумовлена, передусім, високими процентними ставками, адже пропонується дохідність боргових цінних паперів є однією із найвищих у світі.

Не лише тримацями облігацій, але і їхніми емітентами є здебільшого банки. Це зумовлено постійною потребою формування капіталу для ведення власної діяльності, адже власний капітал не має значної частки у структурі капіталу банків. Натомість у підприємств часто власний капітал становить 50% і більше, що зменшує їхню потребу у залученні боргового фінансування через емісію облігацій.

Внутрішні муніципальні та корпоративні облігації окремими емітентами активно використовуються для залучення боргового фінансування. Зокрема подальше залучення боргового фінансування шляхом випуску муніципальних облігацій планує Львів та Харків, а у корпоративному секторі розміщення облігацій планує Укравтодор, Укрзалізниця та ЕСКА Капітал. В четвертому кварталі 2020 р. Україна планує повернутися на ринок комерційних єврооблігацій і залучити 1 млрд дол. США. Залучені кошти будуть використані для завершених

розрахунків по активній операції з управління боргом, яка полягала у викупі на відкритому ринку державних деривативів (ВВП-варант) у 2020 році. Також можливістю випуску єврооблігацій розглядає Енергоатом.

Інші суб'єкти господарювання випуск єврооблігацій на поточному етапі діяльності не розглядають. Тобто бачимо, що учасниками залучення боргового фінансування через єврооблігації в Україні є незначне число підприємств, більшість з яких є своєрідними "гігантами" у відповідній галузі економіки.

Одним із методів дослідження ефективності корпоративних єврооблігацій, у тому числі і українських, може бути аналізування T-spread index, який розраховується як різниця між дохідністю випуску корпоративних облігацій і дохідністю по державних паперах США, Великобританії чи Німеччини — відповідно до валюти випуску та з порівнянню модифікованою дюрацією (в розрахунках враховуються ефективні прибутковості випусків).

Дохідність українських корпоративних єврооблігацій у 2020 р. є доволі високою, а отже, вартість залучення капіталу на міжнародних ринках для вітчизняних корпорацій залишається досить вартісним. Суттєвий вплив на дохідність вітчизняних корпорацій, а отже, і на вартість залучення капіталу, здійснила криза, спричинена COVID-19. Хоча у 2 половині 2020 р. ситуація і стабілізується, однак наразі T-spread index ще не досяг значень початку 2020 р.

Якщо проаналізувати динаміку T-spread index корпорацій Східної Європи (як географічно найближчих економік для України), а також Німеччини (як найбільшої економіки Європейського Союзу), то можна стверджувати, що значення T-spread index є суттєво нижчими, що свідчить про значно нижчу дохідність за такими облігаціями, а отже і нижчу вартість залучення капіталу для східноєвропейських та німецьких корпорацій. Можна стверджувати про значно вищі витрати залучення капіталу на міжнародних ринках шляхом емісії єврооблігацій для українських корпорацій порівняно з географічно найближчими конкурентами — східноєвропейськими корпораціями, що суттєво знижує конкурентні переваги вітчизняних корпорацій.

Зниження вартості залучення капіталу на міжнародних ринках для українських корпорацій (у т.ч. і шляхом емісії єврооблігацій), насамперед, залежить від макроекономічних та політичних чинників української економіки (екзогенні чинники). Хоча внутрішні чинники, такі як кредитна історія та досвід діяльності на закордонних ринках також чинять суттєвий вплив.

Динаміка ринку корпоративних єврооблігацій України є позитивною і за 2018—2020 рр. він зріс на 36,87% досягнувши 11,48 млрд дол. США. Основний приріст обсягу ринку корпоративних єврооблігацій України відбувся у 2019—2020 рр., тоді як значна кількість ринків єврооблігацій у цей період скорочувались (зокрема ринок єврооблігацій Польщі), що свідчить про позитивну динаміку розвитку економіки України загалом та провідних корпорацій зокрема впродовж останніх 2 років. Однак ринок корпоративних єврооблігацій України є надто незначним у порівнянні з аналогічними ринками розвинутих економік — Німеччини, Іспанії, Італії, не кажучи про провідні ринки світу — Великобританія, США, Нідерланди та Китай (табл. 2).

Ринок корпоративних єврооблігацій України є одним із найбільш динамічних у світі. Варто вказати, що значна кількість ринків корпоративних єврооблігацій скоротилась за обсягами. Зокрема мало місце скорочення обсягів ринків таких країн, як Бельгія (-4,23%), Люксембург (-5,60%), Швеція (-3,76) та Росія (-18,01%). Це свідчить про те, що перспективи розвитку ринку кор-

поративних єврооблігацій України є задовільними, доступ до міжнародних ринків капіталів для українських корпорацій відкритий і рівень вартості залучення боргового фінансування є прийнятним (у порівнянні з вартістю капіталу на внутрішньому ринку).

ВИСНОВКИ

Очікується, що низький рівень інфляції (нижче таргета, встановленого НБУ) буде утримуватися і надалі, адже високою є ймовірність, що споживчий і інвестиційний попит залишатимуться низькими внаслідок впливу на економіку COVID-19 та карантинних заходів, що його супроводжують. Вплив на ВВП буде негативним, а як наслідок — залучення боргового фінансування за доволі низькими цінами відбуватиметься дуже низькими темпами та обсягами. Для боргового фінансування стан економіки (фаза економічного циклу) та ціна такого фінансування є ключовими критеріями прийняття рішень щодо його залучення, в тому числі і на міжнародних ринках капіталу шляхом випуску єврооблігацій. Нині падіння української економіки, що є глибшим, ніж очікувалося, не сприяє пошукванню залучення боргового фінансування суб'єктами господарювання, а відповідно і фондового ринку України.

У подальших дослідженнях доцільно зосередити увагу на напрямках розвитку фондового ринку України, зокрема розглянути перспективи, вигоди та втрати від допуску на український фондовий ринок іноземних боргових цінних паперів.

Література:

1. Analytical system Cbonds. URL: <http://cbonds.com>. (дата звернення: 15.09.2020).
2. Ardalan R. K. Eurobond Issue And Firm Value. Journal of Business & Economics Research (JBER). 2008. Vol. 6 (11). URL: <https://doi.org/10.19030/jber.v6i11.2490> (дата звернення: 10.09.2020).
3. Codogno L., Noord P. Going Fiscal? A Stylised Model With Fiscal Capacity and a Eurobond in the Eurozone. Amsterdam Centre for European Studies Research Paper. 2020. No. 2020/03. 42 p.
4. Pynnonen S., Batten J., Hogan W. Dynamic Equilibrium Correction Modelling of Yen Eurobond Credit Spreads. IIS Discussion Paper. 2006. № 127. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.923768> (дата звернення: 08.09.2020).
5. Буй Т.Г. Проблеми використання корпоративних єврооблігацій для залучення коштів на міжнародних ринках капіталу. Економіка та держава. 2011. № 8. С. 25—28.
6. Гриценко О.В. Вплив юридичних аспектів на випуск єврооблігацій українськими емітентами. Університетські наукові записки. 2005. № 3. С. 221—227.
7. Криворучко О.В. Оцінка переваг використання єврооблігацій для залучення інвестицій. Інвестиції: практика та досвід. 2009. № 3. С. 14—16.
8. Масина О.П. Аналіз практики використання єврооблігацій при залученні українськими підприємствами ресурсів на міжнародних фінансових ринках. Формування ринкових відносин в Україні. 2012. Вип. 1. С. 153—157.
9. Могилко А.В. Проблемні аспекти здійснення державних єврооблігаційних запозичень. Формування ринкових відносин в Україні. 2013. № 1. С. 36—40.
10. Олійник О.В., Сідельнікова І.В. Єврооблігаційні позики як інструмент мобілізації боргового фінансування вітчизняними корпораціями на міжнародному ринку капіталу. Вісник Кам'янець-Подільського національного університету імені Івана Огієнка. Економічні науки. 2014. Вип. 9. С. 73—82.
11. Олійник О.В. Особливості діяльності України на ринку державних єврооблігацій в умовах нестабільності. Збірник наукових праць Харківського національного педагогічного університету імені Г. С. Сковороди. Економіка. 2014. Вип. 14. С. 114—135.

Таблиця 2. Динаміка обсягу ринків корпоративних єврооблігацій провідних країн світу та окремих країн Східної Європи у 2018—2020 рр.

Країни	Обсяг ринку, млрд дол. США	
	01.01.2018 р.	01.10.2020 р.
Бельгія	42,990	41,170
Білорусія	0,34	0,92
Великобританія	1517,670	1668,820
Греція	19,872	26,457
Данія	97,678	103,296
Іспанія	237,298	307,203
Італія	366,759	396,391
Казахстан	15,764	16,070
Китай	486,881	701,805
Люксембург	776,287	732,798
Нідерланди	701,017	812,243
Німеччина	808,714	1038,760
Росія	123,003	100,845
США	6204,740	7915,230
Україна	8,387	11,480
Швеція	299,212	287,963
Японія	295,792	427,485

Джерело: сформовано авторами за даними [1].

12. Шуба О.А. Особливості єврооблігаційних запозичень країн з ринками, що розвиваються. Інвестиції: практика та досвід. 2013. № 22. С. 35—38.

References:

1. Analytical system Cbonds (2020), available at: <http://cbonds.com> (Accessed 15 September 2020).
2. Ardalan, R. K. (2008), "Eurobond Issue And Firm Value", Journal of Business & Economics Research (JBER), [Online], vol. 6(11), available at: <https://doi.org/10.19030/jber.v6i11.2490> (Accessed 10 September 2020).
3. Codogno, L. and Noord, P. (2020), "Going Fiscal? A Stylised Model With Fiscal Capacity and a Eurobond in the Eurozone", Amsterdam Centre for European Studies Research Paper, vol. 2020/03.
4. Pynnonen, S. Batten, J. and Hogan, W. (2006), "Dynamic Equilibrium Correction Modelling of Yen Eurobond Credit Spreads", IIS Discussion Paper, [Online], vol. 127, available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.923768> (Accessed 08 September 2020).
5. Buy, T. H. (2011), "Problems of using corporate Eurobonds to raise funds in international capital markets", Ekonomika ta derzhava, vol. 8, pp. 25—28.
6. Hrytsenko, O. V. (2005), "Influence of legal aspects on the issue of Eurobonds by Ukrainian issuers", Universytetski naukovi zapysky, vol. 3, pp. 221—227.
7. Kryvoruchko, O. V. (2009), "Assessing the benefits of using Eurobonds to attract investment", Investytsii: praktyka ta dosvid, vol. 3, pp. 14—16.
8. Masyna, O. P. (2012), "Analysis of the practice of using Eurobonds in attracting resources by Ukrainian enterprises in international financial markets", Formuvannia rynkovykh vidnosyn v Ukraini, vol. 1, pp. 153—157.
9. Mohylko, L. V. (2013), "Problem aspects of the implementation of government Eurobond borrowings", Formuvannia rynkovykh vidnosyn v Ukraini, vol. 1, pp. 36—40.
10. Oliynyk, O. V. and Sidelnikova, I. V. (2014), "Eurobond loans as a tool for mobilization of debt financing by domestic corporations in the international capital market", Visnyk Kamianets-Podilskoho natsionalnoho universytetu imeni Ivana Ohienka. Ekonomichni nauky, vol. 9, pp. 73—82.
11. Oliynyk, O. V. (2014), "Features of Ukraine's activity on the market of government Eurobonds in conditions of instability", Zbirnyk naukovykh prats Kharkivskoho natsionalnoho pedahohichnoho universytetu imeni H. S. Skovorody. Ekonomika, vol. 14, pp. 114—135.
12. Shuba, E. (2013), "Features of Eurobond borrowing of the countries with emerging markets", Investytsii: praktyka ta dosvid, vol. 22, pp. 35—38.

Стаття надійшла до редакції 10.10.2020 р.