Я.І. Легка, асп.

ВИЗНАЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РИЗИКІВ УКРАЇНСЬКОГО БОРГОВОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

В даній статті розглянута сутність облігації та ризики, що їм притаманні. Визначені основні тенденції розвитку сучасного українського боргового ринку цінних паперів.

In this article we are consider the nature of bonds and the risks they have We are using different approaches to understand the main trends of modern Ukrainian debt market securities.

Ключові слова: облігації, ризик дефолту, рейтингові агенції

Keywords: bonds, default risk, rating agencies

В той час, як українська економіка демонструє деякі ознаки виходу з кризи, більшість українських компаній, які оголошували про вихід на міжнародні біржі чи випуск боргових облігацій, за винятком кількох, відмовились від своїх планів до другої половини 2011 року. Необхідність вирішення нагальних соціально-економічних проблем, які стоять перед суб'єктами господарювання, територіальними формуваннями і державою в цілому, в умовах істотного дефіциту бюджетних коштів на всіх рівнях управління, розбалансованості корпоративних фінансів вимагає пошуку додаткових фінансових ресурсів, а відтак і формування повноцінного ринку боргових зобов'язань в нових умовах. В Україні цей ринок перебуває у стадії становлення, що характеризується численними проблемами, пов'язаними з незавершеністю теоретико-методологічного, нормативно-правового, організаційного, інформаційно-аналітичного забезпечення його ефективного функціонування.

Визначенням сутності боргових зобов'язань займалися такі вітчизняні та зарубіжні вчені, як С. Я Боринець, Н. Є. Бойцун, В. Ю. Шевченко, Н.Шелудько та ін. Питання визначення науково-методологічних засад корпоративних запозичень вивчали А.Бельзецький, В.Мазур, С.Майєр, В.Максимович, Г.Марковіц, М.Міллер, Ф.Модільяні, Ю.Трухан. Проблеми формування та функціонування вітчизняного ринку боргових зобов'язань і забезпечення його боргової безпеки висвітлювались у працях таких українських вчених, як О.Барановський, З.Луцишин, І. О. Лютий, О.Мозговий, та ін.

Проте й досі в економічній літературі відсутні однозначні підходи до тлумачення теоретичних засад боргових зобов'язань, а також визначення ризиків, що їм притаманні. Мета даної статті розкрити сутність поняття облігацій, надати характеристику інвестиційним ризикам даного виду цінних паперів та визначити основні тенденції боргового ринку України.

Так, цінні папери не можуть бути формою існування дійсного капіталу. Реальний капітал завжди функціонує окремо від цінних паперів. При їх продажу цінні папери дають їх емітенту можливість володіти капіталом, але самі вони не є капіталом. Одним із різновидів цінних паперів є облігації.

Облігація (Bonds) - цінний папір, що засвідчує її власнику зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного паперу в передбачений в ньому строк з виплатою фіксованого відсотка (якщо інше не передбачено умовами випуску)[1]. Таке визначення більш характерне для вітчизняних науковців, в закордонних джерелах робиться акцент саме на тому, що облігація є борговим інструментом. Облігація - є інвестицією, яку інвестор придбає на зазначений період з визначеною відсотковою ставкою прибутку по ній[2,3]. Облігації, які розміщуються на закордонних ринках, згідно з усталеною термінологією, називаються міжнародними і, у свою чергу, поділяються на іноземні, або закордонні, облігації та єврооблігації.

Зарубіжні, або іноземні, облігації – це цінні папери, які випущені й розміщені емітентом у будь-якій іноземній країні за допомогою внутрішнього національного суб'єкта ринку цінних паперів із цієї країни і у валюті країни розміщення позики. Валюта позики для позичальників є іноземною, а для інвесторів — національною. Найбільші ринки іноземних облігацій розташовані в Цюріху, Нью-Йорку, Токіо, Франкфурті-на-Майні, Лондоні та Амстердамі[4].

Багато іноземних облігацій мають уже усталені назви на міжнародних ринках цінних паперів, які широко використовуються професійними учасниками цих ринків. Найвідомішими іноземними облігаціями є такі: «янкі» (Jankee Bonds), «самурай» (Samurai Bonds), «шибосай» (Shibosai Bonds), «даймio» (Daimio Bonds), «шогун» (Shogun Bonds) в Японії, «бульдожі» (Bulldog Bonds) в Англії, «Рембрандт» (Rembrandt Bonds) в Нідерландах, «матадор» (Matador Bonds) в Іспанії, «кенгуру» (Kengaroo Bonds) в Австралії[5].

Існує багато трактовок різних авторів терміну «єврооблігації» (eurobonds). Наприклад Н. Є. Бойцун та Н. В. Стукало визначають єврооблігації як облігації, випущені в іншій валюті, ніж валюта країни емітента[6]. О. І. Рогач дає більш ґрунтовне визначення єврооблігацій, як боргових цінних паперів, які випускаються одночасно на кількох провідних ринках капіталу у валюті третьої країни і купуються міжнародними інвесторами[7]. І. Поканай та А. Хачапурян розуміють під єврооблігаціями цінні папери, деноміновані у валюті, відмінній від валюти країни емітента, що розміщуються за допомогою синдикату андеррайтерів серед іноземних інвесторів, для яких така валюта, як правило, також є іноземною[8]. С. Я. Боринець у своєму визначенні єврооблігацій робить акцент на їх участі у міжнародних кредитних розрахунках[9]. В іноземній літературі можна зустріти більш прості визначення даного поняття, а саме під єврооблігаціями розуміють цінний папір, який виражає заборгованість позичальника, який повинен сплатити суму єврооблігації та нараховані проценти у встановлений період [10].

Ризики, пов’язані з інвестиціями в облігації взагалі, це перш за все кредитний ризик та процентний ризик, які ми відносимо до інвестиційних ризиків. Кредитний ризик пов'язаний з тим, що фактичні доходи по облігації можуть не співпадати з тими, що декларовані умовами випуску. Наприклад, у випадку неплатоспроможності емітента,

власник облігацій може розраховувати на деякі виплати, але вони можуть відрізнятися від зазначених як за розміром, так і за строками.

Невизначеність виплат може бути закладена в самих умовах випуску облігацій. Наприклад, емітент може зарезервувати за собою право дострокового викупу по завчасно визначеній вартості, якщо ринкові ставки дохідності змінилися неблагопріємним для емітента чином. В цьому випадку кажуть, що облігація несе в собі ризик дострокового викупу.

Процентний ризик є відображенням по відношенню до ринку облігацій системного(ринкового) ризику. Це ризик зміни дохідності на ринку в цілому. Якщо кредитний ризик різний для різних видів облігацій, то процентний ризик однаковий для усіх їх різновидностей. Тісно пов'язаний, але не тотожній процентному інфляційний ризик – ризик непередбачених змін темпів інфляції[11].

До визначення вартості облігації можна віднести такі ключові поняття:

- Вартість облігації(внутрішня вартість облігації);
- Накопичений відсоток;
- Вартість облігації з урахуванням фактору ризику;
- Чиста наведена вартість облігації.

На практиці інвестор, який бажає придбати облігацію, не звертає уваги на дохідність, яку обіцяють по цій облігації. Щоб оцінити дохідність, інвестор повинен враховувати вартість облігації, дату її погашення та купонні виплати. Дохідність при погашенні визначається як ставка дисконтування, яка прирівнює приведену вартість виплат по облігації до її ціни. Також розглядається поняття поточної дохідності, яка є величиною річних купонних платежів, поділені на вартість облігації. Щоб компенсувати можливість дефолту, корпоративні облігації повинні враховувати премію за ризик дефолту. Премія за ризик дефолту представляє собою різницю між обіцяною дохідність корпоративної облігації і дохідність в усіх інших випадках ідентичної державної облігації, яка є без ризиковою. Процентна ставка по облігації враховує такі компоненти:

- Премія за ризик дефолту;
- Премія по настанню строку погашення;
- Короткотермінова процентна ставка з відсутністю ризику дефолту.

Так як процентний ризик облігації є значним компонентом її загального ризику, то виникає необхідність в більш формальній мірі процентного ризику, який об’єднав строк погашення, купонні ставки та специфічні риси облігації. Диференціювання вартості облігації по ставці процента забезпечує формальну міру чутливості ціни облігації до змін процентних ставок. Дюрация облігації – це зважений строк усіх грошових потоків від облігації, враховуючи купони, де ваги основані на строках та величині грошових потоків.

Треба зауважити на тому, що найбільшим показником, який використовується для оцінки ризику дефолту, є рейтинг облігації фірми. Щоб перейти до визначення ризику дефолта, необхідно сказати взагалі про ризик. В фінансовій сфері ризик розуміється,

як вірогідність того, що прибуток на зроблену інвестицію буде відрізнятися від очікуваного. Компонентами ризику можна визначити такі, як:

- Специфічний ризик фірми (firm-specific risk). Ризик стосується однієї або декілька фірм, розуміється на рівні фірми.
- Ринковий ризик (market risk). Ризик зміни ринкових умов в економіці.
- Проміжні ризики.

Ризик дефолта є однією з різновидностей ринкового ризику, що в свою чергу також відноситься до інвестиційних ризиків.

Найпоширенішими у світі формами рейтингового оцінювання облігацій є такі значення індексу оцінки облігацій як Moody's Investor Service, Standard & Poor's Corporation, Duff and Phelps, Fitch Investors Service. Принципи щодо діяльності рейтингових агентств розроблені технічним комітетом Міжнародної організації комісії з цінних паперів IOSCO та прийняті для застосування у вересні 2003 року. Найбільшими рейтинговими агенціями в світі представлені в таблиці 1 [12].

Таблиця 1. Перелік найвпливовіших рейтингових агенцій

Рейтингова агенція	**Сторінка в Інтернеті**	**Нинішня форма**	**Види претензій, рейтинг яких оцінюється**	**Геогр. пошир. рейтингів**
A.M. Best Co.	www.ambest.com	1899	Боргові зобовязання та привілейовані акції страхових компаній;	65 країн
Dun & Bradstreet	www.dnb.com	1933	Фінансова стабільність, кредитоспроможність і платоспроможність компаній	230 країн
Japan Rating And Investment Information, Inc. (R&I)	www.r-i.co.jp	1985	Облігації (корпорацій, суверенів), обігові кредитно-грошові документи	35 країн
Moodys Investors Service	www.moodys.com	1962	Облігації (корпорацій, суверенів, фінансових інституцій)	70 країн
Standard & Poors	www.standardandpoors.com	1941	Облігації від промислових підприємств, фінансових інституцій	> 70 країн
Thomson Financial Bankwatch	www.bankwatch.com	1974	Емісії боргових зобовязань банків та фірм з обслуговуванням цінних паперів;	85 країн
Duff & Phelps Credit Rating Co.	www.dcrco.com	1932	Цінні папери з фіксованим доходом	> 50 країн
Fitch IBCA	www.fitchibca.com	1997	Боргові зобовязання та привілейовані акції корпорацій, суверенів та урядів, структурне фінансування	70 країн
Fitch (2000)	www.fitchibca.com	2000	Боргові зобовязання та привілейовані акції корпорацій,структурне фінансування	75 країн

С. Я. Боринець зазначає, що процес присвоєння є досить суб'єктивним. Тобто рішуче значення має група аналітиків, яка працює з підприємством(емітентом). При визначенні рейтингу облігацій значна увага приділяється тому, що присвоєні рейтинги опираються переважно на закриту інформацію. Теоретично, рейтинг, наданий облігації компанії, повинен в значному ступені залежати від фінансових коефіцієнтів, які вимірюють спроможність компанії виповняти свої забовязання по боргам та створювати передбачувані та стійкі грошові потоки. Існує значна кількість фінансових коефіцієнтів для вимірювання ризику дефолту. Відмічається строга залежність між присвоєним компанії рейтингом та її ефективністю, згідно фінансовим коефіцієнтам[9].

Аналіз існуючих рейтингових систем у різних галузях фінансів вказує на те, що їх структура, з математичної точки зору, може бути представлена у вигляді ієрархії. Підставою для такого представлення є "векторний" характер рейтингу та його складових, що є відображенням інтегральності оцінки: рейтинг, як правило, утворюється на основі показників складових рейтингової системи, а складові являють собою рейтинги нижчого порядку. В результаті, рейтингова система може бути представлена у вигляді домінантної ієрархії.

Завдання рейтингових агентств полягає у визначенні майбутньої кредитоспроможності окремої компанії, цінного паперу чи зобов'язання станом на певну дату. Рейтингові агенства можуть впливати на ринок цінних паперів. Кредитний рейтинг може вплинути на доступ емітента до капіталу, на структуру фінансових операцій та визначити типи інвестиційних кураторів тощо. Деякі регулятори (Національні комісії з цінних паперів та фондового ринку або еквівалентні їм органи) використовують рейтинги, встановлені рейтинговими агентствами для регулятивних цілей.

Зважаючи на вплив, який можуть мати думки рейтингового агентства на ринок цінних паперів, інвестори, кредитори, емітенти, так само, як і регулятори ринку цінних паперів зацікавлені в діяльності рейтингових агентств. Основною метою регулювання ринку цінних паперів, як зазначено у "Завданнях та принципах регулювання ринку цінних паперів" IOSCO (Міжнародна організація комісії з цінних паперів), є захист інвесторів, забезпечення чесного, ефективного та прозорого ринку цінних паперів, а також зниження системного ризику. Пропонуючи незалежний аналіз широкого спектру інформації, рейтингові агентства роблять великий внесок для досягнення таких цілей[13].

В Україні випуск облігацій набрав чинності після прийняття змін до Закону «Про цінні папери і фондову біржу» у червні 1999 р. Завдяки затвердженим тоді поправкам з'явився новий вид фінансових інструментів — облігації зовнішніх державних позик України.

Згідно зі ст. 14.1 зазначеного Закону, «облігації зовнішніх дер¬жавних позик України — цінні папери, що розміщуються на між¬народних та іноземних фондових ринках і підтверджують зобов'¬язання України відшкодувати пред'явникам цих

облігацій їх номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій»[14].

Далі ми пропонуємо розглянути сучасний стан ринку українських облігацій та виявити його основні особливості. За результатами 2010 року боргова криза торкнулася низки економічно розвинутих країн, що значно вплинуло на міжнародний ринок облігацій в цілому. Як результат, Україну стала лідером за рівнем оцінки ризику дефолту з боку іноземних інвесторів у 2009 році. Так згідно з динамікою вартості кредитно-дефолтних свопів (CDS) України в 2008-2010 роках їх показники були більшими ніж у таких країн, як Греція, Ірландія, Португалія, Венесуела та Аргентина. На кінець 2010 року вартість 5-річних доларових CDS України знизилася в 2,5 рази – з 1 271,886 до 512,93, що свідчить про переоцінку ризиків та покращення ставлення інвесторів до України[15].

На тлі постійних новин щодо зростання обсягів боргу таких розвинутих країн, як Греція, Ірландія, Португалія, Бельгія, Іспанія та Італія, США та Японія, та можливості взаємних прострочень розрахунків зростає недовіра інвесторів до боргового ринку загалом, що відображається на рівні відсоткових ставок та постійну переоцінку ризиків. Як наслідок, ліквідність на міжнародних ринках облігацій скорочується.

Аналіз емісій міжнародних боргових зобов'язань за останні роки свідчить, що основними емітентами є транснаціональні компанії та фінансові інститути (табл. 2). Світовий обсяг корпоративних облігацій у 2009 р. становив 23942,8 млрд дол. США[16]. Збільшення обсягів емісії зазначених облігацій сприяє вирішенню проблеми довгострокового інвестування та розвитку економіки.

Таблиця 2. Обсяг боргових зобов'язань у світі залежно від емітента за період 2007−2009 рр., млрд дол. США

Країна	**Емітент боргових зобов'язань**	2007	2008	2009
Велика Британія	фінансові інститути	2183,1	2471,1	2830,3
	підприємства	273,5	268,8	293,5
	уряд	10,5	8,5	49,7
Іспанія	фінансові інститути	1396,6	1441,7	1625,9
	підприємства	52,4	46,7	56,2
	уряд	84,4	94	142,2
Італія	фінансові інститути	834,9	942,3	1063
	підприємства	78,6	71,4	94,6
	уряд	247,4	219	244,7
Франція	фінансові інститути	1260,4	1335,7	1560,8
	підприємства	304,9	307,2	400,5
	уряд	42,1	44,8	55,9
США	фінансові інститути	4883,1	5124,9	5469,2
	підприємства	713,7	912,4	1232,2
	уряд	3,4	3,8	10,8

Джерело: за даними Банку міжнародних розрахунків

Аналіз індексу суверенних єврооблігацій України EMBI+Ukraine показує тенденцію стрімкого скорочення, знизившись з початку 2010 року в 2,3 рази – з 1 000 до 443 з

найнижчим рівнем навесні 2010 року. На думку експертів ринку, зниженню значення індексу сприяла переоцінка ризиків дефолту суверену рейтинговими агентствами на фоні скорочення політичної невизначеності та стабілізації ставок за державними запозиченнями в березні, а також підписання кредитного договору з МВФ у липні 2010 р.

На противагу 2008-2009 рокам, на фоні позитивних зрушень у макроекономіці протягом 2010-2011 років відбувається поступове підвищення рейтингів суверенного дефолту України рейтинговими агентствами Fitch, S&P та Moody's.

На нашу думку, ці зміни були пов'язані зокрема з виділенням МВФ кредиту для України обсягом 15,15 млрд. дол. США і заходами по виконанню вимог МВФ, що передували траншу, зокрема посиленням заходів фіскальної консолідації з боку уряду.

На міжнародних ринках капіталу протягом 2010 року кількість емісій українських єврооблігацій скоротилася з 37 до 31, а кількість емітентів – з 21 до 15 (включно з урядом України та містом Київ). У 2010 році єврооблігації України були представлені 8 доларовими емісіями загальним обсягом 6,3 млрд. дол., а також 600 млн. євро, з погашеннями у 2011-2020 роках, та 35,1 млрд. японських йєн (успішно погашено наприкінці року). На фоні заходів зі стабілізації фінансового стану країни з боку уряду, зокрема зниження відсоткових ставок на внутрішньому ринку в першому кварталі 2010 року, послаблення політичної невизначеності та, як наслідок, переоцінки ризиків зовнішніми інвесторами крива доходностей суверенних облігацій України змістилася вниз. Так, протягом першого кварталу доходності по суверенних єврооблігаціях скоротилися з 11-15% залежно від терміну погашення (2011-2017 рр.) до 7%, протягом другого кварталу коливалися від 5-7% у квітні до 7-9% у травні, завершивши рік на рівні 4-7,6%.

Протягом 2010 р. порівняно з попереднім роками відбулося значне звуження спредів і зниження рівня доходностей як по банківських, так і по решті корпоративних єврооблігацій. Якщо на початок року доходності за цими класами активів були на рівні 14-24% залежно від терміну погашення та стану емітента (за винятком Київстару, що торгувався на рівні 10%), то наприкінці року вони знизилися по більшості емітентів до рівня 5-12% з одночасним звуженням спредів.

Протягом 2010 року було реструктуризовано єврооблігації девелоперської компанії «XXI століття» обсягом 175 млн. дол., ІСД обсягом 150 млн. дол. та Інтерпайп Україна обсягом 200 млн. дол. (не враховуючи зобов'язання за купонними платежами)[17].

Рівень доходностей за муніципальними єврооблігаціями, представленими трьома випусками міста Києва (з погашенням у 2011, 2012 та 2015 рр.) протягом першого кварталу знизився з 21-24% до 15-18%, а наприкінці року – до 9-11%.

Протягом першого півріччя спостерігалася виражена тенденція на зниження доходностей на єврооблігації українських емітентів. У березні 2010 року при одночасному зниженні рівня доходностей відбулася зміна форми кривої доходності – її нахил змінився з негативного на позитивний, що може свідчити про очікування зовнішніх інвесторів щодо зростання відсоткової ставки.

Сучасний український ринок корпоративних облігацій перебуває на стадії становлення і не може конкурувати з ринками розвинених країн. Починаючи з 2001 року відбулося різке збільшення випуску корпоративних облігацій у результаті змін у податковому законодавстві та стабілізації економіки України. Наступний сплеск емісії облігації цих емітентів було зафіксовано в 2005 р., він склав 12748,28 млн грн, що у 3,1 рази більше, ніж у попередньому році. Різке збільшення випущених облігації пояснювалося очікуваннями політичної стабілізації, розвитком товарного ринку та збільшенням інвестиційних сподівань. У 2009 р. сукупний обсяг емісії корпоративних облігацій у порівнянні з 2007 р. скоротився у 4,7 рази, що є наслідком фінансової кризи.

Таким чином, динаміка випуску корпоративних облігацій відображає зміни в інвестиційному середовищі, тобто зміни в монетарній та валютній політиці, нестабільність законодавчої бази та інфляційні очікування.

Література:

1. http://uk.wikipedia.org/wiki. - Енциклопедичний словник.
2. http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/bonds - Фінансовий словник.
3. The Oxford Dictionary for the Business World. - Oxford University Press, 1993. - 996 p.
4. http://www.prime-tass.ru/stock/eurobonds.asp - Агентсво економічної інформації.
5. Буклемишев О. В. Ринок єврооблігацій. — М.: Дело, 1999. — 232 с.
6. Бойцун Н.Є., Стукало Н.В. Міжнародні фінанси. – Дніпропетровськ.:АРТ-Прес.-2004.-328 с.
7. Рогач О.І., Філіпченко О.С. Міжнародні фінанси. – К.:Либідь.- 2003. – 784с.
8. Поканай І., Хачатурян А. Практичні аспекти випуску корпоративних і муніципальних єврооблігацій: крізь юридичні тернії до фінансового успіху//Юридичний журнал.-2003.-№11(17).- С.58-67.
9. Боринець С. Я. Міжнародні фінанси: Підручник. — К.: Знання-Прес, 2006.-494с.
10. http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Eurobonds. - Фінансовий словник.
11. Бланк И.А. Основи финансового менеджмента. - К.: Ника-Центр, 1999.-Т.1.-С. 185-259.
12. http://www.reuters.com/finance/bonds - Сайт інформаційно-аналітичного агенства Рейтерс(Reuters).
13. http://www.credit-rating.com.ua/ru/Analytical.html?_m=publications&_t=rec&id=2454)-Кредитний рейтинг України та українських компаній.
14. Закон України «Про цінні папери і фондову біржу»//Урядовий кур'єр.-1991.-№2.-С.12-18. - (Преамбула із змінами, внесеними згідно із Законом N 719-XIV (719-14) від 03.06.99).
15. За даними інформаційної агенції Bloomberg.
16. Статистична інформація Банку міжнародних розрахунків. – Режим доступу : http://www.bis.org/ – 25.01.2010 р.
17. www.cbonds.com