

ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНИ

Виявлено особливості функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні і визначено фактори зовнішнього середовища, що призводять до підвищення невизначеності та ризиковості здійснення операцій на ринку корпоративних облігацій.

Ключові слова: *ринок корпоративних облігацій, транспарентність, асиметрія інформації, ефективність ринку, фрагментарність ринку.*

Ринок боргових цінних паперів є важливим сегментом всієї економіки держави, адже він здатен забезпечити необхідний ресурсний потенціал для розвитку всіх галузей економіки, оновлення та розширення виробництва тощо. У промислово розвинених країнах обсяг облігацій, випущених корпораціями, становить від 10-15% до 60-65% від загальної емісії корпоративних цінних паперів [1]. Що стосується України, то цей показник в період економічного зростання становив близько 25%, а в період кризи знизився до 6-10% (2009-2010 рр.) [2]. При цьому слід зауважити, що найбільшу частку склали цільові облігації будівельних компаній, як є засобом продажу нерухомості. Крім того, навіть за відкритого випуску цільові облігації зазвичай не мають вільного обігу на організованому фондовому ринку, оскільки випущені вони під конкретну фінансову схему, тому цей вид боргових зобов'язань навряд чи можна вважати фінансовими інструментами, а їхня емісія не є ринковою [3]. Отже, роль ринку корпоративних облігацій в Україні як ефективного механізму перерозподілу ресурсів залишається незначною. Зважаючи на це, подальший розвиток ринку облігацій потребує комплексного аналізу як виду фінансових інструментів, що включає оцінювання як індивідуальних властивостей облігацій, так і загальних властивостей середовища – фондового ринку.

Питання функціонування ринку корпоративних облігацій вивчали закордонні економісти, зокрема: М. Ансон, Дж. Бейлі, А. Дамодаран, Я. Міркін, Ф. Фабозці, С. Фокарді, У. Шарп та ін. Проте їхні роботи присвячені аналізу функціонування закордонних ринків цінних паперів, які характеризуються сталим розвитком. Оскільки український ринок має волатильний та невизначений характер, доцільно більше уваги приділити дослідженню його функціонування.

Вітчизняні науковці, такі як: Т. Буй, В. Геєць, Л. Долінський, І. Лютий, О. Мозговий, С. Мошенський, О. Охріменко, О. Чемодуров та ін., також проводили дослідження в зазначеній сфері. Результати вивчення наукової літератури свідчать про необхідність подальшого аналізу ринку корпоративних облігацій. Недостатньо вивченою залишається проблема інформаційної відкритості фондового ринку та ринку корпоративних облігацій як його складової.

Однією з причин недостатнього розвитку українського фондового ринку є те, що ринок не повною мірою забезпечує інвесторів інформаційними сигналами, не сприяє мобілізації ресурсів та диверсифікації ризиків. Тому метою статті є визначення особливостей функціонування ринку корпоративних облігацій України з точки зору інформаційної відкритості для всіх його учасників для підвищення темпів його розвитку.

Інформація відіграє ключову роль на фондовому ринку для потенційного інвестора.

У результаті вивчення наукової та практичної економічної літератури виявлено, що однією з проблем розвитку ринку корпоративних облігацій є низький рівень його транспарентності (інформаційної прозорості), тобто відкритої діяльності всіх учасників інвестиційного процесу – регулятора, емітентів, професійних учасників тощо [2, с. 4-11].

Одним із найважливіших завдань Національної комісії із цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) є захист прав інвесторів у напрямку забезпечення їхнього рівноправного доступу до інформації шляхом розробки нормативно-правових актів, які регламентують її склад, порядок та терміни розкриття. Основні нормативні документи, що регулюють розкриття інформації на фондовому ринку України, це Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [12], Положення ДКЦПФР № 1591 від 19.12.2006 р. «Про розкриття інформації емітентами цінних паперів» [13], Кодекс України про адміністративні правопорушення [14]. Розроблена нормативно-правова база в цій сфері враховує положення стандартів розкриття інформації Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO), принципів корпоративного управління Організації економічного співробітництва та розвитку (OECD), норм щодо розкриття фінансової звітності відповідно до міжнародних стандартів фінансової звітності. Враховуючи світові стандарти функціонування ринку цінних паперів, система розкриття інформації має ґрунтуватися на засадах вільного доступу, достовірності, відповідності, зрозумілості та своєчасного розкриття [10].

Відповідно до [12-14], емітенти, які здійснили відкрите (публічне) розміщення цінних паперів, у тому числі облігацій підприємств, у визначені законодавством строки мають розкривати на фондовому ринку регулярну (квартальну та річну) та особливу інформацію. У випадку несвоєчасного розкриття, нерозкриття, розкриття не в повному обсязі або розкриття недостовірної інформації на фондовому ринку передбачено відповідальність у вигляді накладання штрафів. Проте певні проблеми щодо регулювання процесу розкриття інформації на фондовому ринку України все ж існують; як свідчить практика, емітенти цінних паперів не завжди дотримуються встановлених норм. Слід зазначити, що матеріальна відповідальність за порушення на ринку цінних паперів у сфері розкриття інформації непропорційна шкоді, що може бути заподіяна неправомірними діями емітента чи професійного учасника. Це пояснюється тим, що розміри штрафів прив'язані до неоподатковуваних мінімумів доходів громадян і не пов'язані з розмірами збитків, які можуть бути нанесені інвесторам. Отже нормативно-правова база у сфері розкриття інформації вимагає внесення певних змін з урахуванням особливостей розвитку ринку.

Головною ж причиною частих порушень на ринку цінних паперів є низький рівень інвестиційної культури його учасників та обмежена роль ринку як механізму розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів у вітчизняній економіці. Директор Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України Ю. Бойко вважає, що «на відміну від західних країн, в Україні розкриття інформації учасниками ринку все ще має вимушений характер. Причиною цього є відсутність у емітентів та представників ділових кіл розуміння економічного ефекту прозорості» [11]. Так зазвичай у нормативних документах фондових бірж визначено, що, у випадку порушення встановлених правил (в т. ч. несвоєчасного розкриття інформації емітентом), організатори торгівлі мають право здійснити процедуру делістингу або припинити обіг цінних паперів на біржі. На розвинутих фондових ринках це матиме для емітентів надзвичайно негативні наслідки у вигляді зниження репутації компанії, падіння вартості цінних паперів та підвищення вартості залученого капіталу. Оскільки обсяги національного фондового ринку значно нижчі, в порівнянні з ринками розвинених країн, названі дії організатора торгівлі не матимуть вагомого впливу на вітчизняних емітентів, тому факт своєчасного розкриття інформації не має суттєвого значення.

Стосовно професійних учасників фондового ринку, то слід зазначити, що вони надають свою звітність ДКЦПФР, що регламентовано відповідними нормативними актами. Комісія обробляє отримані дані та публікує інформацію про діяльність професійних учасників фондового ринку на офіційному сайті. Проте звітність професійних учас-

ників фондового ринку є досить обтяжливою як для них, так і для ДКЦПФР [9], тому інформація, що розкривається професійними учасниками ринку, потребує вдосконалення. Як зазначено в [9], необхідно застосовувати системний підхід у процесі вдосконалення механізмів звітності на фондовому ринку. Доцільно, щоб звітність професійних учасників розкривалася на єдиному інформаційному порталі, а передавали таку інформацію ті установи, які її концентрують (біржі та депозитарії).

Отже, недосконалість законодавчої бази у сфері розкриття інформації учасниками фондового ринку та недостатній рівень інвестиційної культури є головними причинами низького рівня транспарентності (прозорості) ринку цінних паперів, що негативно впливає на темпи розвитку українського ринку корпоративних облігацій. У такій ситуації інвестори не мають можливості отримати повну та достовірну інформацію про діяльність емітентів та врешті приймають рішення не інвестувати кошти в облігації.

У статті запропоновано виділити особливості функціонування ринку корпоративних облігацій з точки зору ступеня його інформаційної прозорості на основі концепції асиметрії інформації, теорії ефективності ринку та оцінки його фрагментарності, що зображено на рисунку 1.

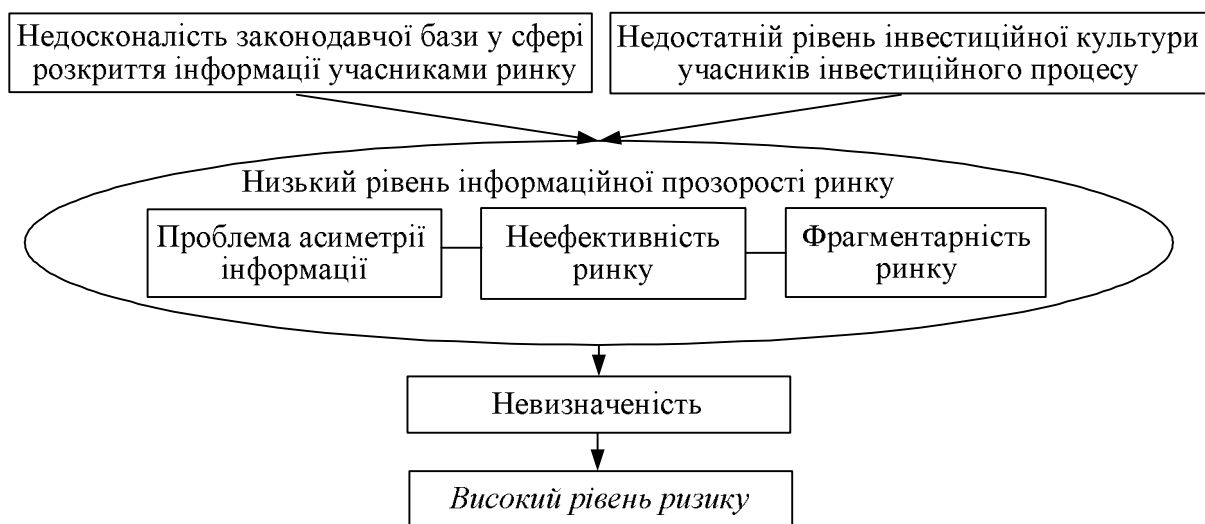


Рисунок 1 – Зв'язок між інформаційною прозорістю та ризиком

Необхідно більш детально розглянути кожен із зв'язків, поданих на рисунку 1. Так, однією з характерних рис недостатньої інформаційної прозорості боргового ринку цінних паперів в Україні є проблема асиметрії інформації. Концепція асиметрії інформації (агентських відносин) виходить із гіпотези, що один з контрагентів поінформований краще за іншого [15; 16]. Отже, нерівний доступ до інформації для різних груп учасників ринку призводить до великої кількості інсайдерських угод за цінами, що не відображають реальну вартість паперів. Це призводить до маніпулювання ринковими цінами і дохідностями активів та значно спотворює статистику торгів [5; 6].

Як зазначає національне рейтингове агентство «Рюрик», на фондовому ринку України спостерігаються масові прецеденти інсайдерських угод [17]. Протягом останніх років значно зросла кількість випадків прийняття рішень про придбання чи продаж цінних паперів не на підставі доступної опублікованої інформації, а на підставі інформації, якою володіє лише обмежене коло посадових осіб або працівників емітента. Незважаючи на розробку законодавчої бази щодо боротьби зі зловживанням інсайдерською інформацією на фондовому ринку України (Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо інсайдерської інформації» № 3306-VI від

22.04.2011 р.), більшість норм залишається недієвими. В українській практиці ще не було жодного факту встановлення відповідальності за розголошення інсайдерської інформації. Така ситуація значно знижує і без того низьку ліквідність фондового ринку України.

Таким чином, проблема асиметрії інформації, а також низький рівень захищеності власників облігацій з юридичної точки зору є причиною того, що цей вид цінних паперів стає недостатньо привабливим для інвесторів. Це, у свою чергу, призводить до подорожчання фінансових ресурсів для емітентів через необхідність підвищення доходності облігацій як компенсації за ризик, надання додаткових умов для покращення інвестиційної привабливості паперів, а саме, надання права оферти та відмова від права відзиву. Усе це має негативні наслідки для позичальників, тому що збільшує їхні фінансові ризики. Отже, брак прозорості та достовірної інформації негативно впливає на більшість емітентів та інвесторів і в цілому є значною перешкодою для ефективного розвитку ринку облігацій.

Іншою важливою характеристикою розвитку ринку є його ефективність. Більшість досліджень ефективності фінансових ринків присвячено саме інформаційній ефективності і пов'язані з гіпотезою ефективності ринків (efficient market hypothesis) Ю. Фама [18] та її уточненими модифікаціями. Ринок вважається ефективним відносно певної інформації, якщо на основі цієї інформації не можна прийняти рішення про купівлю або продаж цінних паперів, що дозволяє отримати прибуток, який відрізняється від нормального, тобто надприбуток. Коли з'являється будь-яка нова інформація, здатна змінити ціну, всі учасники ринку реагують на неї однаково і миттєво. Іншими словами, на абсолютно ефективному ринку зміни цін не можуть бути випадковими.

Згідно гіпотези існує три ступені ефективності ринку: слабкий (ринку оперує інформацією про попередні ціни на цінні папери), середній (у поточних ринкових цінах відображена вся загальнодоступна інформація – історична та публічна інформація), сильний (поточні ринкові ціни відображають не лише загальнодоступну, а й приватну інформацію) [18]. На думку У. Шарпа [19], А. Дамодарана [4], на практиці ринки розвинених країн, як правило, характеризуються слабкою ефективністю. Що стосується українського ринку, то слід виокремити такі особливості:

- загальнодоступна інформація не є відображенням реальної ситуації;
- деякі учасники ринку мають доступ до інсайдерської інформації;
- на ринку відбуваються технічні угоди за цінами, що не відображають реальну вартість паперів тощо.

Із цього можна зробити висновок, що український фондовий ринок має ознаки неефективності або ірраціональності. За такої ситуації курси цінних паперів часто не відповідають їхній реальній інвестиційній вартості, коливання цін можуть мати випадковий характер, а деякі інвестори можуть отримувати надприбутки. У зв'язку із цим використання ринкових цін для оцінки фінансових інструментів є недоцільним, що ускладнює процес прийняття рішення інвестором.

З гіпотезою ефективного ринку Ю. Фама співвідноситься проблема фрагментарності фінансового ринку, що є наслідком його низької інформаційної ефективності. Фрагментарність ринку цінних паперів означає, що операції на ньому здійснюються у великій кількості локальних центрів, де зосереджена інформація про учасників ринку, попит і пропозицію. За умови зменшення фрагментарності відбувається консолідація ринку – об'єднання, інтеграція в єдине ціле за рахунок підвищення зв'язків між учасниками.

Важливо відрізнити первинну фрагментарність від вторинної. У країнах з ринками, що формуються та розвиваються, проявляється саме первинна фрагментарність ринку, що суттєво знижує ефективність інвестиційного процесу. Учасники таких ринків

прагнуть до зниження фрагментарності, тобто підвищення консолідації та централізації. Вторинна фрагментарність виникає на високорозвинутих ринках, які намагаються позбавитись від надмірної консолідації та концентрації, що вже була досягнута та на певному етапі почала гальмувати економічний розвиток. Тому значення поліцентричної інфраструктури починає збільшуватися. Незважаючи на зростання структурної фрагментарності інформаційні зв'язки між учасниками все більше зміцнюється завдяки використанню інформаційних технологій [7].

Як зазначав С. З. Мошенський [8], в Україні спостерігається підвищена первинна фрагментарність фінансового ринку. Така ситуація характерна й для ринку корпоративних облігацій. Так, біржовий обіг корпоративних облігацій в період кризи становив менше 10% від загального обсягу обігу облігацій, а переважна більшість операцій здійснювалася на неорганізованому ринку, що видно з таблиці 1.

Таблиця 1 – Обіг корпоративних облігацій в Україні (2001-2010 рр.)

Показник	Роки									
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Обсяг біржового обігу облігацій, млрд грн	0,12	0,79	2,04	4,34	6,54	12,13	17,36	16,61	7,07	6,71
Загальний обсяг обігу облігацій, млрд грн	0,89	2,16	9,01	21,28	32,62	62,38	134,73	205,21	81,13	69,5
Питома вага біржового обігу облігацій, %*	13,48	36,57	22,64	20,39	20,05	19,45	12,89	8,09	8,71	9,65

* розраховано за даними ДКЦПФР [2]

Окрім того, що біржовий обіг облігацій і так є незначним, слід зазначити, що торгівля корпоративними облігаціями первинного та вторинного ринків здійснюється на 10 організаторах торгівлі (біржах). Можна стверджувати, що ринок боргових цінних паперів в Україні є поліцентричним. Цю тезу також запропоновано довести кількісно – на основі розрахунку рівня концентрації ринку, який можна визначити за допомогою індексу Херфіндала-Хіршмана. Цей показник відображає характер розподілу часток між конкурентами і розраховується за формулою (1) [20]:

$$HHI = \sum_{i=1}^n s_i^2 \quad (1)$$

де HHI – індекс Херфіндала-Хіршмана;

n – кількість суб'єктів на ринку.

Ринок характеризується незначним рівнем концентрації, якщо $HHI < 0,1$, середній рівень концентрації відповідає діапазону $0,1 < HHI < 0,18$ та висока концентрація спостерігається на ринку за $HHI > 0,18$ [20]. З метою визначення концентрації ринку облігацій розраховано частки бірж як найбільших організаторів торгівлі цінними паперами. Результати розрахунків наведено в таблиці 2.

Як видно з таблиці 2, біржовий ринок корпоративних облігацій в Україні характеризується підвищеним рівнем концентрації. У 2007 р. найвище значення індексу свідчило про те, що майже весь організований ринок облігацій був зосереджений на одній біржі (ПФТС). Протягом аналізованого періоду спостерігалася тенденція до зниження індексу концентрації і в 2010 р. він майже досяг середнього рівня. Така ситуація, з одного боку, призводить до підвищення конкуренції між біржами, що, за умови впро-

вадження якісних інформаційних технологій, сприятиме консолідації ринку. Це, у свою чергу, матиме позитивний вплив на розвиток ринку, а саме, сприятиме підвищенню його ліквідності, забезпечить визначення справедливої вартості цінних паперів. З другого боку, на українському ринку, де функціонує 10 бірж, а частка неорганізованого ринку становить більше 90%, інформаційні зв'язки між учасниками недостатньо розвинені. Тому можна стверджувати, що на вітчизняному ринку корпоративних облігацій проявляється первинна фрагментарність. Це призводить до ускладнення обміну інформацією щодо цін, обмеження можливості учасників ринку встановлювати зв'язки між собою та з іншими ринками, виникнення диспропорцій й порушення процесу ціноутворення та врешті до погіршення ефективності прийняття рішень щодо придбання цінних паперів.

Таблиця 2 – Концентрація ринку корпоративних облігацій України (2007-2010 рр.)

Організатор торгівлі	Обсяги обігу облігацій, млн грн			
	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.
УФБ	14,48	18,8	0,02	0,46
КМФБ	1,31	9,92	614,19	723,61
Іннекс	0,03	13,62	3,11	0,29
ПФБ	0,11	2,63	294,3	0,07
УМВБ	0	35	1550,25	1175,5
УМФБ	0,22	353,55	1008,23	890,37
СЄФБ	0	47,37	6,5	6,69
ПФТС	17216,96	14774,46	2623,14	2173,29
ПТІС	0	0	0	0
Перспектива	126,3	1356,42	712,74	757,02
УБ	0	0	261,16	973,88
Біржовий обіг облігацій, млн грн	17359,41	16611,77	7073,64	6701,18
Індекс концентрації*	0,984	0,798	0,227	0,199

* розраховано за даними ДКЦПФР [2]

Зазначені особливості ринку корпоративних облігацій (асиметрія інформації, неефективність та фрагментарність ринку) є характерними ознаками його недостатньої інформаційної прозорості (низької транспарентності). Приймаючи рішення в умовах браку достовірної та якісної інформації, інвестор опиняється в ситуації невизначеності (рисунк 1). Посилення невизначеності, у свою чергу, впливає на підвищення рівня ризиковості фінансових операцій з корпоративними облігаціями та значно знижує їхню інвестиційну привабливість. Отже, посилення інформаційних зв'язків та зміцнення рівня довіри між учасниками ринку корпоративних облігацій сприятиме збільшенню обсягів інвестування в цей вид цінних паперів.

Висновки. У статті визначено особливості функціонування ринку корпоративних облігацій з точки зору інформаційної відкритості для всіх його учасників. Ринок облігацій в Україні характеризується наявністю високого ступеня асиметрії інформації, має ознаки неефективності та високої фрагментарності. Доведено поліцентричність та фрагментарність вітчизняного ринку облігацій через розрахунок індексу концентрації. Зазначені особливості ринку корпоративних облігацій свідчать про брак якісної та достовірної інформації, що призводить до підвищення невизначеності, а відповідно, й ризику під час прийняття інвестиційних рішень.

Таким чином, питання ідентифікації та оцінки ризиків інвестування в корпоративні облігації набувають особливого значення. Подальші дослідження автора будуть присвячені розробці методичних рекомендацій з оцінки ризиків, що виникають у процесі інвестування в облігації.

Список літератури

1. Білоус І.В. Посткризові перспективи ринку корпоративних облігацій України / І.В. Білоус // Фінанси України. – 2010. – № 9. – С. 100-106.
2. Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <<http://www.ssmc.gov.ua>>.
3. Долінський Л.Б. Моделювання дефолтів за облігаційними позиками / Л.Б. Долінський // Фінанси України. – 2009. – № 4. – С. 65-74.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов [пер. с англ.] / А. Дамодаран. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
5. Долинский Л.Б. Актуальные вопросы экспертной оценки долговых ценных бумаг в Украине / Л.Б. Долинский // БизнесИнформ. – 2010. – № 3 (1). – С. 14-17.
6. Долінський Л.Б. Теоретичне підґрунтя інвестиційної оцінки цінних паперів в Україні / Л.Б. Долінський // Фінанси України. – 2008. – № 5. – С. 87-95.
7. Мошенский С.З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С.З. Мошенский. – М.: Экономика, 2010. – 240 с.
8. Мошенський С.З. Стан вітчизняного ринку цінних паперів та його вплив на інвестиційну безпеку / С.З. Мошенський // Вісник Житомирського державного технологічного університету. – 2009. – № 1 (47). – С. 221-224.
9. Оптимізація звітності профучасників ринку [Електронний ресурс] // Цінні папери України. – 2011. – № 23 (668). – Режим доступу: <<http://www.securities.org.ua>>.
10. Розкриття інформації на фондовому ринку [Електронний ресурс] // Цінні папери України. – 2010. – № 13 (607). – Режим доступу: <<http://www.securities.org.ua>>.
11. Інформаційний сайт Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України. Єдиний інформаційний масив даних про емітентів цінних паперів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <<http://www.smida.gov.ua>>.
12. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <<http://zakon.rada.gov.ua>>.
13. Про розкриття інформації емітентами цінних паперів. Положення ДКЦПФР № 1591 від 19.12.2006 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <<http://zakon.rada.gov.ua>>.
14. Кодекс України про адміністративні правопорушення від 07.12.1984 р. № 8073-X [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <<http://zakon.rada.gov.ua>>.
15. Стиглер Дж. Экономическая теория информации / Дж. Стиглер // Вехи экономической мысли. Т. 2. Теория фирмы. – СПб.: Экономическая школа, 1995. – С. 507-529.
16. Akerlof G. The Market of Lemons: Qualitative Uncertainty and The Market Mechanism / G. Akerlof // Quarterly Journal of Economics. – 1970. – Vol. 84. – P. 488-500.
17. Офіційний сайт Національного рейтингового агентства «Рюрик» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <<http://rurik.com.ua>>.
18. Fama E.F. The Theory of Finance / E.F. Fama, M.H. Miller. – The University of Chicago: Holt, Rinehart and Winston, Inc., 1972. – 346 p.
19. Шарп У. Инвестиции [пер. с англ.] / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М.: Инфра-М, 2001. – 1028 с.
20. Онищенко Ю.І. Рівень концентрації вітчизняної банківської системи [Електронний ресурс] / Ю.І. Онищенко. – Режим доступу: <<http://intkonf.org>>.