

ПІДВИЩЕННЯ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНСЬКИХ ЕМІТЕНТІВ НА МІЖНАРОДНИХ РИНКАХ

Саух О.С.

Київський національний університет імені Тараса Шевченка

Розроблено авторську модель встановлення ціни на облигації для українських емітентів, що надасть змогу підвищити конкурентоздатність таких облигацій та буде націлена на залучення іноземних інвесторів. Проаналізовано діяльність українських емітентів на міжнародних ринках боргових інструментів. Удосконалено систему управління емісіями облигацій українських емітентів на міжнародних ринках. Виявлено перспективність розвитку використання облигацій як засобу залучення коштів для українських суб'єктів господарювання. Надано рекомендації державним та недержавним емітентам.

Ключові слова: облигації, фондовий ринок, ціноутворення, конкурентоздатність, інвестиційна привабливість, економетрична модель, фондові біржі, оцінка ефективності, міжнародний ринок цінних паперів.

Постановка проблеми. Міжнародний ринок облигацій відкриває для компаній та держави джерело короткострокового та дострокового фінансування за меншу ціну, ніж на внутрішньому ринку, та з майже необмеженими можливими обсягами запозичень. В умовах нестачі внутрішніх та зовнішніх ресурсів для розвитку національної економіки та зважаючи на ефективність облигацій як інструменту залучення коштів, актуальною є проблема покращення інвестиційної привабливості облигацій українських емітентів на основі вдосконалення механізмів ціноутворення на облигації, що сприятимуть залученню іноземних інвестицій. Підвищення міжнародної конкурентоспроможності облигацій українських емітентів покликане сприяти вирішенню проблеми дорогого залучення коштів в Україні. Ефективне міжнародне розміщення облигацій є способом залучення більш дешевого капіталу в українські підприємства, що має стати важелем підвищення економічної активності в країні, а отже, економічного зростання. Рациональне залучення іноземних грошових засобів передбачає встановлення економічно та математично обґрунтованої ціни на боргові інструменти. У той час як необізнаність ринкової ситуації призводить до нереалізованих емісій або до переплат за занадто високу дохідність.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. На сьогоднішній день відсутня чітка модель або принципи формування конкурентоспроможності облигацій, особливо для країн, що розвиваються. Це призводить до нерационального залучення коштів через завищені відсоткові ставки або зовсім до відмови від такого способу фінансування.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Тематика міжнародного ринку облигацій давно перебуває у полі зору економістів як складова комплексу міжнародного ринку цінних паперів. Даному питанню присвячені праці видатних учених-економістів – А.М. Адама, Базилевича В.Д., Р. Брейлі, Е. Веспероні, Мендрула О.Г., Р.С. Мертона, Міркіна Я.М., Ф. Мішкіна, Старостіної А.О., Дж. Твінібоа, К. Харві, Шевченка В.Ю., С. Шмуклера та ін.

Мета статті. Метою дослідження є виявлення сучасних особливостей формування конкурентоздатності облигацій та розробка практичних рекомендацій щодо вдосконалення розміщення українських облигацій на міжнародних ринках.

Виклад основного матеріалу. Міжнародний ринок облигацій є складовою величезного за обсягом ринку цінних паперів, який складає 212 трлн. дол. США і слугує методом залучення грошових засобів для фінансування діяльності. На частку облигацій припадає майже 100 трлн. дол. США. За останні 25 років на ринку облигацій відбулися такі структурні зрушення: різке падіння дохідності облигацій, як номінальної, так і реальної, яка на сьогоднішній день коливається біля нуля; збільшення суверенного боргу; зростання боргового ринку країн, що розвиваються, і зменшення частки країн Великої сімки, зростання абсолютного та відносного обсягу корпоративного боргу [13]. Ринок облигацій є мультивалютним [9]. Основними валютами деномінації були долар США, євро та єна. Дохідність облигацій набагато нижча, ніж дохідність по акціям, дивлячись на біржові індекси S&P 500, DAX 30, Nikkei 225, FTSE 100 [13].

Ринок боргових інструментів в Україні знаходиться на етапі розвитку [4; 5]. Тому для залучення додаткових грошових засобів за нижчою ціною, ніж на вітчизняному ринку, необхідно виходити на міжнародний ринок боргових інструментів. Загалом з 2000 по жовтень 2015 року було 97 емісій: 25 державних та 72 недержавних на суму 45885 млн дол. США. Більшість емісій були деноміновані в доларах США.

За останні 15 років Україна була активним суб'єктом на міжнародному борговому ринку. Було емітовано 25 випусків облигацій на загальну суму у 23,5 млрд. дол. США. Це становить 51% від загального обсягу залучених засобів для допомогою облигацій державними і недержавними суб'єктами України. В свою чергу, приватні компанії залучили майже 22,5 млрд. дол. США.

Лістинг облигацій українських емітентів відбувався на 6 біржах. Та українські емісії мали крос-лістинг на чотирьох парах бірж: ірландській та берлінській; лондонській та берлінській; люксембурзькій та берлінській; швейцарській ФБ та берлінській біржі.

На ірландську та люксембурзьку біржу, та на ірландську і берлінську біржі через крос-лістинг припало 59% всіх емісій. Також 6 випусків облигацій було реалізовано на позабіржовому ринку. Всі 6 компаній, що продавали свої боргові інструменти на позабіржовому ринку, виходили на міжнародний ринок лише по одному разу.

Кредитний рейтинг країни є одним з найважливіших факторів вартості позикових коштів. По-перше, кредитний рейтинг показує ризик неплатеж емітента. Чим нижчий рейтинг, тим більшу необхідно встановлювати відсоткову ставку для компенсації ризику для інвестора.

По-друге, кредитний рейтинг недержавних суб'єктів, як правило, не може бути вищим, ніж держави [1; 2; 6]. Тобто найнадійніший банк країни, який мав би рейтинг A2-Aa1, через низьку платоспроможність держави рівнем B2 отримав би рейтинг B2. І тепер банк не має змоги залучати позикові кошти за низької вартістю. Різниця між ціною грошей з рейтингом емітента A1 і B2 дорівнює приблизно 5-8%, при тому що ставка з A1 на 2010 рік складала 2-4%, а B2 – 9-11%, тобто в 3-4 рази дорожча.

З 2000 по жовтень 2015 року було емітовано 72 випуски облігацій на міжнародні фінансові ринки недержавними суб'єктами на суму 22408 млн дол. США (рис. 1). Емісії мали рейтинги від Са до Ва2, який є на 2 пункти вищим, ніж рейтинг України під час лістингу. Це є доволі рідкісним явищем, коли випуску облігацій присвоюють рейтинг вищий, ніж самому емітенту та державі.

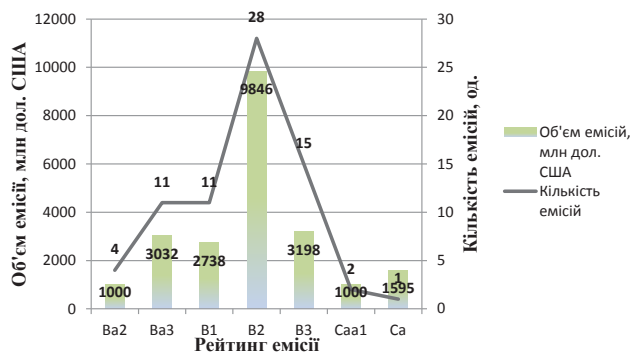


Рис. 1. Кількість та обсяг емісій за кредитними рейтингами

Джерело: складено автором за даними [10; 11; 12]

У більшості випадків дане явище пов'язане з гарантування виплати третьою стороною боргу у випадку неплатежу емітента. Загалом таких емісій було 4 з рейтингом Ва2 і 11 з Ва3. Наприклад, випуск облігацій Приватбанком у 2007 році на суму 500 та 37 млн дол. США гарантувала британська компанія SPV Credit Finance PLC, емісії банку «Альфа-банк Україна» були гарантовані материнською компанією – російським Альфа-банком. Всі три випуски у 2006 році Укрексімбанку були гарантовані Credit Suisse International, тому і отримали Ва2.

Інші 58 випусків не мали гарантування, тому їх рейтинг був або таким же, або нижчим, ніж український. Найбільше емісій має рейтинг B2. Її сумарна вартість майже 10 млрд дол. США. Рейтинг B1 та Ва3 мали по 11 випусків на суму 2738 та 3032 млн дол. США відповідно. B3 отримали 15 емісій за суму майже 3200 млн дол. США. Переддефолтні рейтинги Са1 і Са мали 2 і 1 емісії на суми 1 і 1,595 млрд дол. США.

З такого розподілу можна стверджувати, що в більшості на міжнародні ринки виходять фінансово стійкі компанії та ті, чий борг є гарантованим. Лише 3 емісії мали вкрай низький рейтинг, одна з яких Нафтогаз у 2009 році з її постійни-

ми «газовими війнами» та боргами, Ощадбанк у 2013 році, коли рейтинг України понизили до B3, і Метінвест у 2010.

Компанії, які емітували облігації на міжнародні ринки, в своїй більшості були фінансовими: банки або інвестиційні компанії. На них припало майже 61% всій емісії у грошову вираженні (рис. 2). 13,7% та 12,7% залучених коштів були для агро- та харчової промисловості та електроенергетики. Металургія та добувна промисловість емітувала боргових цінних паперів на 1525 млн дол. США або 6,8%.

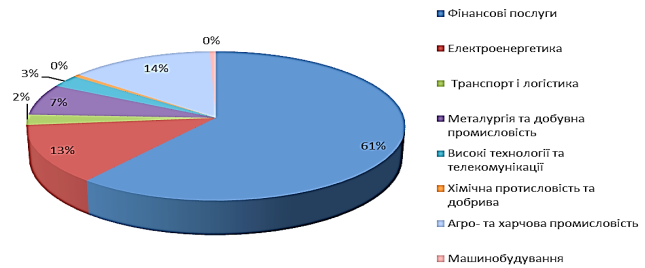


Рис. 2. Галузева структура емітентів

Джерело: складено автором за даними [14]

Найменше припало на транспорт і логістику, яка представлена лише Укрзалізницею на суму 500 млн дол. США, – 2,2%, високі технології – Київстар GSM – всі три емісії сумарно на 601 млн дол. США, – 2,7%, хімічну промисловість та добрива – 0,6% або 125 млн дол. США, та машинобудування. Остання галузь представлена лише компанією «ЗАЗ», яка залучила 125 млн дол. США.

Однією з основних показників стану фінансового ринку країни є форма кривої дохідності боргових цінних паперів, яка показує залежність дохідності однорідних фінансових інструментів від їх термінів до погашення. Крива використовується для оцінки відсоткового ризику [14; 16].

При аналізі кривої дохідності необхідно виділяти однорідні за ризиком облігації. Розглянуті 4 основні групи за рейтингами: Ва2+Ва3, B1, B2, B3.

Облігації з рейтингом B1 мають криву дохідності, яка паралельна осі абсцис, що означає, що в майбутньому інвестори не очікують зміну відсоткових ставок за теорією очікувань (рис. 3). За теорією ліквідності український фінансовий ринок не потребує значної ліквідності у короткостроковому періоді.

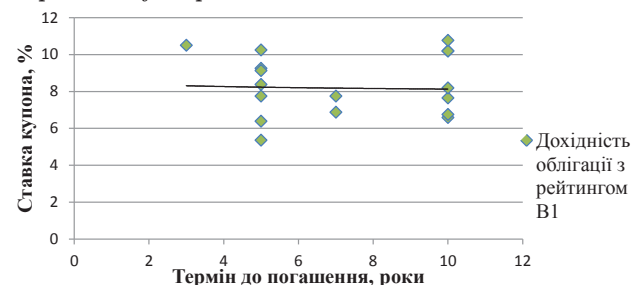


Рис. 3. Крива дохідності облігації з рейтингом B1

Джерело: складено автором за даними [10; 11; 12]

Всі емісії України з рейтингом B1 були привабливими лише для інвесторів, які не бажають сильно ризикувати. Облігації мали купон 6,58%, 6,75% та 7,65% на 10 років та 6,875% на 7 років, 6,385% на 5 років. Якщо для інвестора кредитний

рівень В1 є прийнятним, то саме ці боргові цінні папери є оптимальним вкладенням грошей, маючи тимчасово завищену дохідність.

Облігації за кредитним рейтингом В2 мають інверсну криву дохідності, але з невеликим нахилом. Менш фінансово стійкі компанії не потребували невідкладно додаткової ліквідності, але загальний рівень купонів вищий на 2-3%. Ця дохідність пояснюється премією за додатковий ризик неплатежу. Всі облігації, які мали дохідність 9% і вище, є привабливими для інвестора. До таких відносились облігації 14 недержавних суб'єктів господарювання. Також облігації України та Києва з купонами 9,25% та 9,375% мали більшу інвестиційну привабливість.

Облігації з рейтингом В3 мають криву дохідності з додатним нахилом, що приближається до прямої, паралельної до осі X. Цінні боргові папери з рейтингом, який на 1 пункт вище переддефолтного, показують, що із збільшенням терміну до погашення дохідність зростає. Пояснюється це тим, що ті компанії, які на момент емісії вже були у скрутному становищі, не можуть гарантувати, що через 5-15 років вони зможуть повернути номінальну вартість облігації, а ймовірність того, що вони через 2-5 років не збанкрутують більша, ніж через 10.

Облігації українських емітентів з рейтингами Ва2 та Ва3 є найнадійнішими, і у випадок неплатежу були гарантовані іноземними компаніями. Крива дохідності має від'ємний нахил, тут, як і на ринку більш ризикових паперів В1 і В2, спостерігається криза ліквідності. Емітенти дуже зацікавлені в отриманні позикових коштів навіть за високою вартістю (рис. 4). Також з рис. 5 можна сказати, що за гіпотезою очікувань відсоткові ставки повинні знижуватися. Тут привабливими є облігації Укресимбанку з купоном 8,4% на 10 років; Приватбанку з купоном 9,07% на 24 роки; Альфа-банку з купоном 12% на 3 роки; Надра банку.

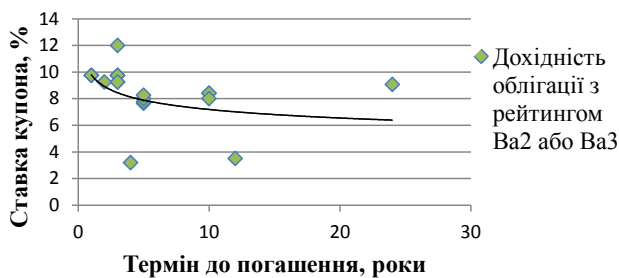


Рис. 4. Крива дохідності облігації з рейтингами Ва2 та Ва3

Джерело: складено автором за даними [10] [11] [12]

Емісія цінних паперів Києва на термін погашення на 5 років під 8,25% є також цікавою для інвестора. Інші облігації є менш привабливими та субститутами залежно від терміну їх утримання.

Країни Центральної Європи, такі як Чехія, Польща, Угорщина, є економічно більш розвинутими, ніж Україна, є членами Європейського Союзу, але не ввели євро як державну валюту. Розмір і структура їх економік подібна до української, крім Польщі, розмір якої у 2,5-3 рази більший (табл. 1). Всі ці 3 країни та Україна мають значну часту промисловості у структурі

ВВП, що дорівнює приблизно 30-35%, є експортоорієнтованими [17].

Таблиця 1
Порівняння економічних показників Польщі, Чехії, Угорщини та України

Показник	Польща	Чехія	Угорщина	Україна
ВВП за ПКС, млрд. дол. США	817	286	198	337
ВВП на душу населення, дол. США	21214	26492	20065	7423
Частка промисловості, %	31,2	38,7	30,8	29,6
Частка с/г, %	4,5	2,6	3,3	9,9
Частка послуг, %	64,3	58,7	65,9	60,5

Джерело: складено автором за даними [17]

Всі три країни залучають грошові засоби від іноземних інвесторів шляхом емісії облігацій. Як і Україна, Чехія, Угорщина та Польща розпочали лістинг своїх облігацій в кінці 1990-х років, а активно їх емітувати почали лише у 2001-2004 роках. Всього ці країни розмістили на міжнародних ринках 260 емісій (Польща – 130; Чехія – 75; Угорщина – 55) [14]. Чехія, Угорщина та Польща мають стабільнішу економіку, ніж Україна, тому їх кредитні рейтинги є вищими, що, в свою чергу, означає більш дешеві залучені кошти для самої держави та незалежних її суб'єктів. Найменш стабільною з цих країн є Угорщина. У 1989 році країна отримала рейтинг Ваа2. У листопаді 2011 країні присвоїли рейтинг Ва1, який є і на сьогоднішній день.

Для порівняльного аналізу було взято по 31 емісії кожної країни у довільному порядку для точності математичних та статистичних показників. Розподіл емісій за кредитним рейтингом подібний до України (рис. 5).

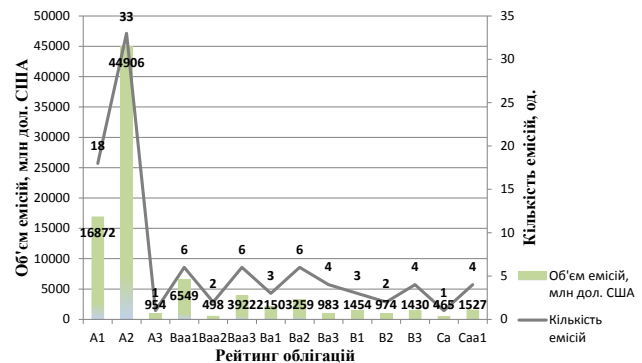


Рис. 5. Розподіл емісій на кредитним рейтингом

Джерело: складено автором за даними [10] [11] [12]

Найбільше було облігацій з рейтингом А2 та А1 (33 та 18 відповідно), тобто найкращим, який міг бути у недержавних суб'єктів. З рейтингом цінних паперів А2 було емітовано більше половини у грошовому вираженні – майже 45 млрд. дол. США з 86 млрд. загальних, а на А1 – майже 17 млрд. Менш надійні облігації були у меншій кількості – лише 28% у грошовому вираженні.

Для точності та достовірності аналізу всі емісії перераховано у долари з інших валют по то-

гочасному обмінному курсу, а ставка купона скоригована за прогнозований під час емісії темп інфляції двох валют на термін обігу паперу.

Серед вибірки розміром 93 випуски 71 емісія було деноміновано у євро, 17 у доларах США, 3 у британських фунтах, 2 у швейцарських франках.

При аналізі облігацій емітентів Чехії, Польщі, Угорщини найбільше було паперів з рейтингом A2. Їх було 33 випуски з 93 на суму майже 45 млрд. дол. США. з загальних 86 млрд. дол. досліджуваних. Крива дохідності має додатній нахил, що притаманно цінним паперам високої надійності (рис. 6). Попит на ці облігації є високим через те, що їх купують інвестиційні банки, різноманітні пайові інвестиційні фонди та загальні фонди банківського управління для диверсифікації ризику та через правове регулювання для пенсійних фондів. Інвестиційно привабливими є цінні папери, що знаходяться вище кривої дохідності.

Найнижчий рейтинг боргових цінних паперів інвестиційного рівня Baa1, Baa2 та Baa3 спостерігався у 14 з 93 випусків. Через те, що рівень платоспроможності цих емітентів високий, крива дохідності схожа з облігаціями з рейтингом A1, A2 і A3 (рис. 6).

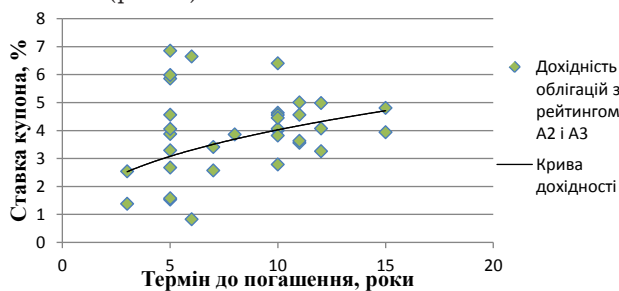


Рис. 6. Крива дохідності облігацій з рейтингом A2 і A3

Джерело: складено автором за даними [10; 11; 12]

Ринкова ситуація з облігаціями спекулятивного рівня емітентів Чехії, Польщі та Угорщини така ж, як і в Україні. Крива дохідності є інверсною, тобто із збільшенням терміну до погашення ставка купона знижується. Компанії очікують по-

ниження загального рівня відсоткових ставок або ж потребують терміново додаткову ліквідність.

Облігації з рейтингом B1, B2 та B3 були представлені лише 9 емісіями. Крива є також інверсною, що характерно для ринку боргових цінних паперів з низьким рівнем надійності.

Для ведення ефективної діяльності на міжнародному ринку боргових інструментів необхідно чітко знати механізм його діяльності, фактори впливу, основні залежності між змінними. Для цього будується математична модель, яка виражає усі зміни в динаміці, спроможна з низькою ймовірністю похибки спрогнозувати ситуацію на ринку через певний період часу.

Міжнародний ринок облігацій є невід'ємною складовою міжнародного боргового ринку. Суб'єкт економічних відносин, яких потребує додаткового фінансування, вибираючи вид інструмента залучення коштів, буде цікавитися рівнем відсоткових ставок. Зважаючи на те, що всі облігації, які розглядалися, мають купони, основним показником, який показує рівень цін запозичень, є ставки основних центральних банків та ставка LIBOR.

Ми вважаємо, що саме ставки Федеральної резервної системи для деномінованих у доларах облігацій, Європейського центрального банку для цінних паперів у євро та ставка LIBOR повинні відображати вартість залучення грошей. Також треба зауважити, що всі досліджувані емісії не мали найвищого рівня надійності, тому ставка купона збільшується на рівень ризику для інвестора. Свого піку ставка ФРС і LIBOR досягла у 2006 на рівні 5,25% та 5,7% відповідно [8; 15]. З кінця 2007 ставка ФРС постійно знижувалася, а з початку 2009 року дорівнює 0,25%, до грудня 2015 року. Ставка ЄЦБ слідує за ставкою ФРС з часовим лагом у 1-2 роки і є більше гнучкою. На кінець 2015 року ставка ЄЦБ складала 0,05%, а офіційний ЄЦБ заявляв, що готовий понизити ставку для боротьби в дефляцією.

Цікаво, що залежність між ставкою купона та ставкою ФРС є обернена. Всі досліджувані емісії мали лістинг лише на біржах Європи, і емітентами були також лише європейські компанії та

Таблиця 2

Дані економічних моделей по залежності ставки купона облігацій Чехії, Польщі, Угорщини

Номер м-лі	1	2	3	4	5	6
Вид функції	Степенева	Степенева	Лінійна	Лінійна	Лінійна	Лінійна
Залежна змінна	Ставка купона	Зваж. ставка купона	Ставка купона	Зваж. ставка купона	Зваж. ставка купона	Зваж. ставка купона
Незалежні змінні	Ставка ЄЦБ, Рейтинг	Ставка ЄЦБ, Рейтинг	Ставка ФРС, есб, рейтинг	Ставка ФРС, есб, рейтинг	Ставка ЄЦБ, Рейтинг	Рейтинг, есб, v, years
R ²	0,4140	0,3971	0,6655	0,6608	0,6138	0,6307
Adjusted R ²	0,4010	0,3837	0,6543	0,6493	0,6053	0,6140
Prob (F-stat)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
B ₁	0,2585	0,2760	-0,4861	-0,7269	-0,5829	-0,6122
B ₂	-1,0174	-1,1063	1,4048	1,7783	0,6672	0,6613
B ₃			0,5950	-0,6077		0,0004
B ₄						0,0545
B ₀	4,0516	4,1864	11,7675	11,3898	11,8451	11,5423
Prob (B ₁)	0,0009	0,0016	0,0168	0,0007	0,0000	0,0000
Prob (B ₂)	0,0000	0,0000	0,0001	0,0000	0,0007	0,0010
Prob (B ₃)			0,0000	0,0000		0,2137
Prob (B ₄)						0,3874

Джерело: складено автором на основі економетричного моделювання в середовищі EViews

держави. Ставка ФРС і ЄЦБ рухаються в одному напрямі, але в певним часовим лагом. Ми вважаємо, що обернена залежність пояснюється тим, що емітенти орієнтувалися на рівень ставок європейського ринку, де рівень ставок задає Європейський центральний банк, тому виникали ситуації, коли ставки на європейському ринку зростали, а ФРС вже знизилася свої, як це було з середини 2007 року по середину 2008-го.

Модель будувалася у програмному забезпеченні EVIEWS, вираховувалися основні показники стійкості та адекватності моделі, вплив змінних на ставку купона облігації. Важливішим показником того, що модель відображає зміни ринкового середовища, є її рівень значущості (prob (F-stat.)), коефіцієнт детермінації R-squared, рівень значущості коефіцієнтів моделі (prob. кожної змінної) [3; 7].

Для перевірки подібності емісії Чехії, Польщі, Угорщини та України будуюмо лінійну модель, в якій змінними є кредитний рейтинг емітента, ставка Європейського центрального банку, термін до погашення та об'єм емісії. В даній моделі обраховується номінальна ставка купона, що є не зовсім коректно, адже в серед європейських облігацій 71 з 93 емісій деноміновані в євро. В моделях використовуються умовні позначення: r – ставка купона, r_{usd} – зважена ставка купона, $ring$ – кредитний рейтинг облігації, v – обсяг емісії, $years$ – кількість років до погашення, ecb – ставка рефінансування Європейського центрального банку, frs – ставка рефінансування Федеральної резервної системи, $libor$ – шестимісячна ставка LIBOR.

Для аналізу облігацій емітентів Польщі, Чехії, Угорщини було побудовано 6 моделей, результати яких було записано у таблицю 2.

Найточнішою є модель № 3. Незалежними змінними в ній є: ставка ФРС, ставка ЄЦБ, рейтинг емітента. $R^2 = 0,6655$, залежною – ставка купона. Лінійна модель зваженої ставки купона по Чехії, Польщі, Угорщини № 3 має вид $F(r) = b_0 + b_1*frs + b_2*ecb + b_3*ring + \varepsilon$.

Маємо вибіркове рівняння регресії в виду:

$$R = 11,7675 - 0,4861*frs + 1,4048*ecb - 0,5950*ring.$$

При введенні нормалізованих змінних можна побачити справжню залежність ставки відсотка від рейтингу, ставки ФРС та ЄЦБ:

– Ставка ФРС має обернену залежність на рівні (-0,3092)

– Ставка ЄЦБ має пряму залежність на рівні 0,5244

– Рейтинг емітента має обернену залежність на рівні (-0,8686)

Українські емітенти виходили на міжнародний борговий ринок, починаючи з 2000 року 97 разів. Для виявлення найкращої моделі, яка б максимально точно описувала поведінку вітчизняних емітентів, ми побудували 6 моделей (табл. 3).

В результаті ми бачимо, що моделі тих форматів, які описували європейські облігації, не в змозі нормально оцінити ситуацію з українськими борговими паперами. Лише модель № 6 має хоча б низький рівень точності лінійного зв'язку $R^2 = 0,3102$, що є занадто мало для функціонування моделі.

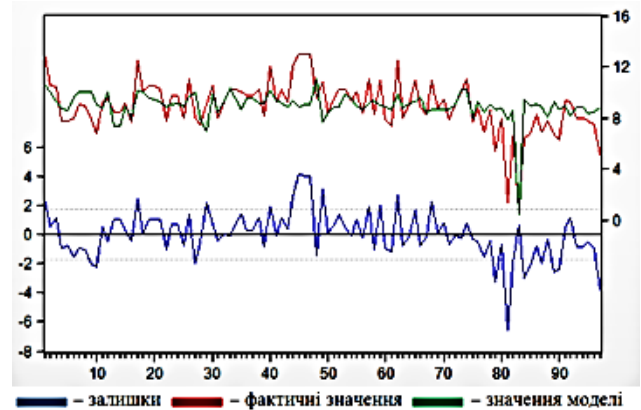


Рис. 7. Графічне відображення залишків, фактичних та обчислених значень лінійної моделі зваженої ставки купона облігацій емітентів України № 6

Джерело: побудовано автором на основі економетричного моделювання в середовищі EVIEWS

Таблиця 3

Дані економічних моделей по залежності ставки купона облігацій емітентів України

Номер м-лі	1	2	3	4	5	6
Вид функції	Степенева	Степенева	Лінійна	Лінійна	Лінійна	Лінійна
Залежна змінна	Ставка купона	Зваж. ставка купона	Ставка купона	Зваж. ставка купона	Зваж. ставка купона	Зваж. ставка купона
Незалежні змінні	Ставка ЄЦБ, Рейтинг	Ставка ЄЦБ, Рейтинг	Ставка ФРС, еcb, рейтинг	Ставка ФРС, еcb, рейтинг	Ставка ЄЦБ, Рейтинг	Рейтинг, еcb, v, years
R^2	0,0600	0,0495	0,1457	0,1070	0,0924	0,3102
Adjusted R^2	0,0400	0,0292	0,1181	0,0781	0,0731	0,22802
Prob (F-stat)	0,0546	0,0922	0,0021	0,0143	0,0105	0,0000
B_1	0,0477	0,0275	-0,4148	-0,3036	-0,5449	-0,5000
B_2	-0,3077	-0,4012	1,0072	0,6628	0,3377	0,4157
B_3			-0,4994	-0,6505		-0,0002
B_4						-0,1043
B_0	2,7466	2,9215	11,4183	12,5654	12,1629	12,4891
Prob (B_1)	0,2665	0,6662	0,0208	0,2152	0,0027	0,0019
Prob (B_2)	0,0162	0,0350	0,0028	0,1469	0,0807	0,0167
Prob (B_3)			0,0023	0,0039		0,0003
Prob (B_4)						0,0177

Джерело: складено автором на основі економетричного моделювання в середовищі EVIEWS

Розглянемо модель № 6. Ми бачимо, що є декілька емісій, які модель не може описати адекватно (рис. 7). Це такі випуски облігацій:

- Укрексімбанк – 6,8%, № 10
- Україна – 3,5%, № 81
- Україна – 3,2%, № 84
- Україна – 5%, № 97
- Союз-Віктан – 12,5%, № 17
- Альфа-Банк Україна – 12%, № 44
- Альфа-Банк Україна – 13%, № 45
- Альфа-Банк Україна – 13%, № 46
- Альфа-Банк Україна – 13%, № 47
- Приватбанк – 10,768%, № 49
- Агротон – 12,5%, № 62
- Укрексімбанк – 12,2%, № 57.

Можна сказати, що всі емісії, дохідність яких була прив'язана до LIBOR і які були емітовані з кінця 2005 року до початку 2009 року, були вигідно розташовані, бо реалізовані по ринковим цінам, а з часом витрати на виплати купона знижувалися через зниження самої LIBOR. Емітовані пізніше облігації загалом також складали інвестиційну привабливість для інвестора, так і об'єктивну ціну витрат для емітента, бо ставка LIBOR знаходилась приблизно на одному рівні, а для покупця остання є своєрідним захистом від інфляції та різкої зміни ринкових умов позичення. Тож після аналізу всіх моделей можна надали такі рекомендації вітчизняним емітентам:

1. Найважливішим фактором, який впливає на ставку купона, а, отже, і на вартість залученого капіталу, є кредитний рейтинг емітента облігації, або рейтинг самої емісії. Доцільно при встановленні відсоткової ставки на облігації використовувати модель, що описується рівнянням $R = 11,7675 - 0,4861 * frs + 1,4048 * ecb - 0,5950 * ring$, тобто, що більш надійним є емітент, то нижчу ставку купона він може собі дозволити.

2. Для українських емітентів, зважаючи на низький кредитний рейтинг України та залежність від нього рейтингу емісії, доцільно отримувати гарантування свого боргу по облігаціям у надійній іноземній компанії. Це знизить дохідність емісії через підвищення кредитного рейтингу. Як ми бачили по українським емісіям, це збільшує рейтинг на 1-2 пункти та знижує ставку купона на 1-2%.

3. Більш конкурентоспроможними серед довгострокових будуть облігації із плаваючою ставкою купона – варто використовувати самий такий механізм встановлення ціни, якщо потреба заключається у надійному довготерміновому залученні коштів. Дохідність облігації, яка прив'язана до, наприклад, ставки LIBOR, буде привабливішою для інвестора, бо захистить цього від збитку від альтернативного вкладення коштів при зростанні загального рівня ставок.

4. На ринку надійних облігацій короткострокові ставки мають бути нижче довгострокових, на ринку спекулятивних облігацій з рейтингами нижче Ba1 довгострокові ставки варто встановлювати нижче короткострокових. Як ми бачили на кривих дохідності та в моделях зі змінною «термін до погашення», немає чіткої залежності між ставкою купона та терміном до погашення. Але якщо проаналізувати ринкове середовище, можна побачити, в якій ситуації зараз знаходиться ринок і яка залежність існує в конкрет-

ний момент часу: обернена чи пряма. На ринках з надійними облігаціями залежність пряма, і крива дохідності має додатній нахил. Якщо компанія має кредитні рейтинги в діапазоні від A1 до Ваа3, то скоріше за все короткострокові ставки будуть нижчі, ніж довгострокові. Менш фінансово стійкі компанії часто терміново потребують додаткову ліквідність, тому розміщують облігації на короткий термін під високі відсотки. Отже, якщо компанія має рейтинги надійності нижче Ba1, більш доцільним буде розміщення цінних паперів на тривалій термін під нижчий відсоток, ніж на 2-5 років.

5. Варто слідкувати за ставками рефінансування Федеральної резервної системи та, особливо, Європейського центрального банку. Саме вони є задають рівень ставок на ринку боргових інструментів, а вже потім дохідність зростає на відносний рівень ризику неплатежу емітента. Слід розраховувати на те, що під час економічного буму ставки будуть високими, навіть при високому рівні надійності, як це було у 2006-2007 році, коли ФРС тримала ставку на 4,5-5,25%, а у 2007-2009 році ЄЦБ на рівні 3,5-4,25%. Також обов'язково треба мати на увазі, що європейський ринок має часовий лаг з американським. Європейські ставки «затримуються» приблизно на 1-2 роки. Тому, якщо ФРС починає проводити м'яку монетарну політику, розраховуйте на скоріше повторення цього ж на ринку Європи.

6. Варто пам'ятати, що інвестори цінують саме реальну, а не номінальну дохідність. При виборі валюти деномінації варто враховувати, що якщо інфляційний тиск бажаної валюти розміщення великий, більш доцільно використати іншу. Отже, чим вища інфляція, тим вище необхідно ставити ставку купона. При цьому, у ситуації на серпень 2015 року, коли долар США показав 1,7% інфляції, а євро – (-0,2)%, більш доцільно використовувати долар США як валюту деномінації, оскільки необхідно очікувати антидефляційних заходів Європейського центрального банку, до числа яких головним чином відноситься кількісне пом'якшення, яке може результувати у значному здешевшанні євро, а отже – у втраті ефективності залучення коштів емітентом. Також важливо враховувати необхідність розрахунку зваженої ставки купона, тобто ставки купона, вираженої у першій валюті по тогочасному обмінному курсу, і скориговану на прогнозований на момент емісії темп інфляції обох валют. Така ставка купона реально показує дохідність облігації у першій валюті, якщо сама облігація розміщена у другій валюті. Так, наприклад, при ставці купона, 5% для євроденоменованих облігацій, зважена ставка вже буде 5,21%, а на сьогоднішній день аналогічний обсяг за такою ж номінальною ставкою у доларах принесе 3,24% інвесторам. Тобто для інвестора такий цінний папір при рівних за іншими параметрами умовах є менш привабливим, ніж деноменовані у євро облігації із ставкою купона 5%. Слід брати до уваги, що під час лістингу на біржах, де долар є популярнішою валютою, ніж євро, таких як ірландська, варто враховувати зважену ставку купона, якщо необхідно розміщувати євро-деноменовані облігації.

Висновки. 1) Визначено тенденції розміщення облігацій українських емітентів на міжнародних ринках. У результаті вивчення сучасних даних компаній Cbonds, Moody's, Fitch, Standard&Poor's та Bloomberg, Reuters, Barclays та даних з фондових бірж Європи автором було зібрано єдину статистичну базу даних емісій облігацій українських державних та недержавних емітентів, за доомогою якої був проведений статистичний аналіз емісій. 2) Здійснено економічну оцінку конкурентоспроможності облігацій європейських емітентів. Конкурентні позиції облігацій європейських емітентів базуються на таких вихідних точках: більшість європейських облігацій деноміновані у євро, що є результатом більшої інтегрованості у економіку країн, що входять до зони євро; кредитні рейтинги емісії значно вищі, ніж українські, що призводить до нижчих дохідностей. Надійні – з високим рейтингом емісії – облігації європейських емітентів мають пряму залежність терміну до погашення та дохідності, спекулятивні ж облігації – обернену, що є характерним для розвинутих ринків, в той час як українські емісії майже з будь-яким кредитним рейтингом – обернену. Тобто облігації досліджуваних європейських країн є більш конкурентоспроможними у довгостроковому періоді, у той час як

українські облігації наразі використовуються переважно в рамках спекулятивного інвестування. 3) Розроблено модель залежності привабливості облігацій від основних характеристик емісії. Економетричний аналіз емісій українських емітентів на міжнародних ринках за 2000–2015 роки показав, що наразі відсутня вагома залежність між відсотковою ставкою та основними характеристиками емісії, що говорить про безсистемність випусків облігацій українськими емітентами та не дає можливості досягти високого рівня конкурентоспроможності, визначеної вище. Для підвищення конкурентоспроможності майбутніх облігацій українських емітентів здійснено методом економетричного моделювання оцінку окреслених вище залежностей для облігацій емітентів Польщі, Чехії та Угорщини як більш розвинутих, порівняно із Україною, країн. Визначено, що облігації польських, чеських та угорських емітентів мають виражену обернену залежність відсоткової ставки від рейтингу випуску, обернену від ставки ФРС та пропорційну від ставки ЄЦБ. 4) На основі проведеного дослідження та з метою підвищення конкурентоспроможності облігацій сформульовано практичні рекомендації українським емітентам щодо раціоналізації розміщення облігацій на міжнародних ринках.

Список літератури:

1. Базилевич В. Д. Цінні папери: підручник / В. Д. Базилевич, Н. І. Гражевська; за ред. В. Д. Базилевича. – К.: Знання, 2011. – 1094 с.
2. Боринець С. Я. Міжнародні валютно-фінансові відносини: підручник / С. Я. Боринець. – 5-те вид., перероб. і доп. – К.: Знання, 2008. – 582 с.
3. Ковтун Н. В. Теорія статистики: підручник / Н. В. Ковтун, Е. В. Галицька. – К.: ВПЦ «Київський університет», 2008. – 375 с.
4. Криклій А. С. Фінансовий ринок України в умовах глобалізації: проблеми та перспективи: монографія / А. С. Криклій. – К.: Репрографіка, 2007. – 597 с.
5. Лютий І. О. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: монографія / І. О. Лютий, Т. В. Грищенко, О. В. Любка та ін. – 2-ге вид-ня. – К.: ЦУЛ, 2008. – 432 с.
6. Мендрул О. Г. Фондовий ринок: операції з цінними паперами: Навч. посіб. / О. Г. Мендрул, І. А. Павленко; Київ. нац. екон. ун-т. – 2-е вид., допов. та переробл. – К.: КНЕУ, 2000. – 156 с.
7. Черняк О. І. Економетрика: підручник / Черняк О. І., Комашко О. В., Ставицький А. В., Баженова О. В.; за ред. О. І. Черняка. – К.: ВПЦ «Київський університет», 2010. – 359 с.
8. Bankrate [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bankrate.com/rates/interest-rates/libor.aspx> – Назва з екрану.
9. Bank for International Settlement [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bis.org/> – Назва з екрану.
10. Boerse Berlin [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.boerse-berlin.de/index.php> – Назва з екрану.
11. Bourse de Luxembourg [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.bourse.lu/home> – Назва з екрану.
12. Irish Stock Exchange [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ise.ie> – Назва з екрану.
13. Outlook for International Bonds [Електронний ресурс] // The Charles Schwab Corporation. – Режим доступу: <https://www.schwab.com/public/schwab/nn>
14. Cbonds. EM [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://em.cbonds.info/emissions/simple/> – Назва з екрану.
15. FedPrimeRate [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.fedprimerate.com> – Назва з екрану.
16. Frederic S. Mishkin. Economics of Money, Banking & Financial Markets, The Student Value Edition (10th Edition) 736 pages.
17. The World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org/> – Назва з екрану.

Саух А.С.

Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко

ПОВЫШЕНИЕ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ УКРАИНСКИХ ЭМИТЕНТОВ НА МЕЖДУНАРОДНЫХ РЫНКАХ

Аннотация

Разработана авторская модель установления цены на облигации для украинских эмитентов, которая позволит повысить конкурентоспособность таких облигаций и будет нацелена на привлечение иностранных инвесторов. Проанализирована деятельность украинских эмитентов на международных рынках долговых средств. Усовершенствована система управления эмиссиями облигаций украинских эмитентов на международных рынках. Выявлено перспективность развития использования облигаций как средства привлечения денежных ресурсов для украинских субъектов хозяйствования. Даны рекомендации государственным и негосударственным эмитентам.

Ключевые слова: облигации, фондовый рынок, ценообразование, конкурентоспособность, инвестиционная привлекательность, эконометрическая модель, фондовые биржи, оценка эффективности, международный рынок ценных бумаг.

Saukh O.S.

Taras Shevchenko National University of Kyiv

ENHANCING THE COMPETITIVENESS BOND OF UKRAINIAN ISSUERS IN THE INTERNATIONAL MARKETS

Summary

Pricing model for bonds of Ukrainian issuers has been developed, which will allow to increase the competitiveness of bonds and is aimed at attracting foreign investors. The activity of Ukrainian issuers in the international markets of debt instruments has been analyzed. The management of bonds issue of Ukrainian companies system in international markets has been improved. Prospects of using bonds as a means of raising funds for the Ukrainian economic entities have been developed. The recommendations for state and private issuers have been given.

Keywords: bonds, stock market, pricing, competitiveness, investment attractiveness, econometric model, stock exchanges, evaluation of effectiveness, international securities market.