

Фінанси, банківська справа та страхування

УДК 336.648

Любка Олена Вікторівна

кандидат економічних наук, доцент

Київський національний університет імені Тараса Шевченка

Любкина Елена Викторовна

кандидат экономических наук, доцент,

Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко

Liubkina Olena

PhD, Associate Professor

Taras Shevchenko National University of Kyiv

Конончук Олексій Юрійович

магістр

Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Конончук Алексей Юрьевич

магистр

Киевского национального университета имени Тараса Шевченко

Kononchuk Oleksii

Master’s degree of Specialty “Corporate finance” of the

Taras Shevchenko National University of Kyiv

**ЄВРООБЛІГАЦІЇ ЯК ІНСТРУМЕНТ ФІНАНСУВАННЯ
ВІТЧИЗНЯНИХ ПІДПРИЄМСТВ
ЕВРООБЛИГАЦИИ КАК ИНСТРУМЕНТ ФИНАНСИРОВАНИЯ
ОТЕЧЕСТВЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ
EUROBONDS AS AN INSTRUMENT FOR FINANCING DOMESTIC
ENTERPRISES**

Анотація. У статті досліджено сутність, особливості та види корпоративних єврооблігацій. Визначено переваги та недоліки залучення фінансових ресурсів за рахунок корпоративних єврооблігацій в порівнянні з іншими борговими інструментами. Проілюстровано схеми організації емісії єврооблігацій. Проаналізовано сучасний стан ринку єврооблігацій в Україні, обґрунтовуються основні фактори, що сприяють або перешкоджають розвитку ринку єврооблігацій в Україні.

В якості теоретичної та методичної бази використана система загальнонаукових і спеціальних методів, зокрема, методи наукової абстракції і узагальнення, аналізу і синтезу, індукції і дедукції, спостереження і порівняння.

Ключові слова: ринок капіталів, фінансування підприємств, ринок корпоративних облігацій, єврооблігація.

Аннотация. В статье исследована сущность, особенности и виды корпоративных еврооблигаций. Определены преимущества и недостатки привлечения финансовых ресурсов за счет корпоративных еврооблигаций по сравнению с другими долговыми инструментами. Проиллюстрировано схемы организации эмиссии еврооблигаций. Проанализировано современное состояние рынка еврооблигаций в Украине, обосновываются основные факторы, способствующие или препятствующие развитию рынка еврооблигаций в Украине.

В качестве теоретической и методической базы использована система общенаучных и специальных методов, в частности, методы научной абстракции и обобщения, анализа и синтеза, индукции и дедукции, наблюдения и сравнения.

Ключевые слова: рынок капиталов, финансирование предприятий, рынок корпоративных облигаций, еврооблигация.

***Summary.** The article explores the essence, features and types of corporate Eurobonds. The advantages and disadvantages of attraction of financial resources at the expense of corporate Eurobonds in comparison with other debt instruments are determined. The schemes of the issue of Eurobonds are illustrated. The current state of the Eurobond market in Ukraine is analyzed, the main factors contributing or hindering the development of the Eurobond market in Ukraine are substantiated.*

As a theoretical and methodological basis, the system of general scientific and special methods, in particular methods of scientific abstraction and synthesis, analysis and synthesis, induction and deduction, observation and comparison, are used.

***Key words:** capital market, corporate finance, corporate bond market, eurobond.*

Постановка проблеми. Протягом останніх десятиліть спостерігається динамічний розвиток світового ринку капіталів. При цьому вектор вкладення коштів дедалі більше спрямовано на стратегію інвестування в економіки, що розвиваються, до яких належить і Україна. Крім того, у вітчизняному господарстві сформувався надлишковий попит на позикові кошти, продиктований зростанням товарних ринків, що вимагає пошуку резервів збільшення виробничих потужностей. З метою задоволення потреб підприємства шукають альтернативні джерела грошових ресурсів, одним із яких виступають єврооблігації. Однак, незважаючи на певну зацікавленість до даного виду облігацій, на практиці не сформовано єдиного науково обґрунтованого підходу до поняття єврооблігацій, не визначено ролі цих активів у розвитку міжнародного фінансового ринку, що і зумовлює актуальність теми дослідження.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У світовій теорії та практиці проблемам використання боргових цінних паперів у фінансуванні

корпорацій приділяється достатня увага. Серед зарубіжних дослідників європозики варто виділити А. Кляре, М. Мараса, С. Томаса, М. Бове.

Питання щодо вибору оптимального механізму фінансування підприємств, перспектив та негативних наслідків виходу українських компаній на міжнародний ринок капіталу та випуску єврооблігацій як ефективного способу фінансування бізнесу в Україні стали предметом активних наукових досліджень багатьох вітчизняних фахівців: Буй Т. Г., Галещука С., Лютого І.О., Олійник О.В., Романишина В.О, Стецька М. В., Чеберяко О.В., Шуби О.А.

Однак у вітчизняній економічній літературі є ще багато невизначеностей стосовно ефективного виходу українських компаній на міжнародні ринки капіталу та використання єврооблігацій для ефективного та дешевого залучення коштів для розвитку бізнесу в Україні.

Постановка завдання. Метою статті є дослідження використання корпоративних єврооблігацій як інструменту залучення коштів українськими підприємствами, визначення їх особливостей та переваг порівняно з іншими борговими інструментами.

Виклад основного матеріалу дослідження. Єврооблігація – емісійний борговий цінний папір на пред'явника, який обертається на зовнішніх для емітента ринках, як правило, у значних обсягах і на довгостроковій основі, деномінований у валюті, відмінній від національної валюти емітента, розміщення якого здійснює міжнародна фінансова установа (інвестиційний банк) або група (синдикат) таких установ [4]. Сьогодні єврооблігації є прибутковим інноваційним фінансовим інструментом, який сприяє виходу національних емітентів на міжнародні ринки цінних паперів, а їх світовий ринок динамічно зростає.

Коротко охарактеризуємо єврооблігацій як фінансовий інструмент:

– призначення: виступають об'єктом купівлі-продажу на фінансовому ринку протягом терміну їх випуску;

- умови сплати заборгованості: не потрібно реєструвати дані облігації в депозитарії; є видом цінних паперів на пред'явника;

- лістинг: найбільші ринки єврооблігацій це фондові біржі Лондона та Люксембурга;

- оподаткування: європозики не є об'єктом оподаткування і здебільшого не підлягають регулюванню з боку держави [3].

Є щонайменше п'ять основних переваг випуску єврооблігацій:

- регуляторний контроль: єврооблігації не підлягають контролю національних регулятивних органів і національним правилам проведення операцій з цінними паперами;

- дохідність єврооблігацій і вартість фінансування: євробонди мають менший рівень дохідності й тому є кращим джерелом капіталу для великих емітентів. Невелика дохідність єврооблігацій зумовлена податковими пільгами, якими вони користуються при емісії. Тому, багато корпоративних позичальників випускають єврооблігації через свої дочірні фінансові компанії, зареєстровані в офшорних країнах. Така емісія не оподатковується прибутковим податком та податком на приріст капіталу;

- оподаткування доходів і прибутковість інвестування: доходи за єврооблігаціями сплачуються власникам цих паперів у повному обсязі, без утримання податку «біля джерела» в країні емісії. Водночас від власників єврооблігацій не вимагається офіційна реєстрація, тому єврооблігації забезпечують інвесторам так звану «податкову анонімність», відповідно більші можливості для отримання прибутку;

- валютний ризик: єврооблігації випускаються в будь-якій валюті, також в дуальній та мультивалютній формі, грошові потоки за якими відбувається у більш ніж одній валюті. Завдяки формуванню оптимального валютного набору при випуску облігацій євrorинок має більший шанс можливість уникнути валютних ризиків;

– гнучкість: єврооблігації є більш варіативним інструментом для позичальника і для інвестора, так як базові види єврооблігацій можуть бути модифіковані згідно з вимогами інвесторів або емітентів [10].

Для всебічного аналізу необхідно дослідити класифікацію єврооблігацій. За класифікаційні ознаки обрано спосіб погашення та спосіб виплати купонного доходу (табл. 1).

Таблиця 1

Основні види єврооблігацій

Критерій	Вид
За виплатою купонного доходу	Прості облігації
	Облігації з нульовим купоном
	Облігації з глибоким дисконтом
	Облігація з можливою зміною процента
	Облігації з «плаваючою» відсотковою ставкою
	Частково оплачені облігації
	Облігації з індексованим процентом
	Двовалютні облігації
За способом погашення:	Облігації з опціоном на покупку
	Облігації з опціоном на продаж
	Облігації з опціоном на продаж і на покупку
	Облігації без права дострокового відзиву емітентом
	Облігації з фондом погашення
	Конвертовані облігації

Джерело: [10]

На сьогодні використовуються три основні схеми організації випуску єврооблігацій:

- прямий випуск єврооблігацій від імені українського емітента;
- випуск від імені дочірньої компанії українського емітента, зареєстрованої за кордоном;
- випуск іноземною компанією від імені українського емітента.

Перша схема передбачає випуск єврооблігацій українським емітентом від свого імені та розміщення їх на міжнародних ринках

капіталу за допомогою фінансових посередників (рис.1). При цьому обов'язковими процедурами для корпорації емітента є реєстрація випуску в НКЦПФР та отримання дозволу на вивезення цінних паперів за кордон, отримання кредитного рейтингу від одного або декількох міжнародних рейтингових агентств, легалізація випуску в країні розміщення та внесення цінних паперів до котирувальних листів організаторів торгівлі [6].



Рис. 1. Схема прямого випуску єврооблігацій

Джерело: [2]

Прямий випуск єврооблігацій вимагає значних зусиль щодо проходження процедур реєстрації та високих початкових витрат на оплату фінансових посередників і рекламних заходів, тому ця схема випуску доступна перш за все для великих корпорацій зі сформованою фінансовою репутацією.

Більш поширеною у практиці країн, що розвиваються, є опосередкована схема випуску єврооблігацій через дочірню компанію, що створюється у офшорній зоні у вигляді спеціальної інвестиційної компанії. У цьому випадку іноземна дочірня компанія від свого імені випускає цінні папери через андеррайтера, який розміщує їх серед інвесторів. Українська корпорація при цьому виступає гарантом за позикою (рис. 2).

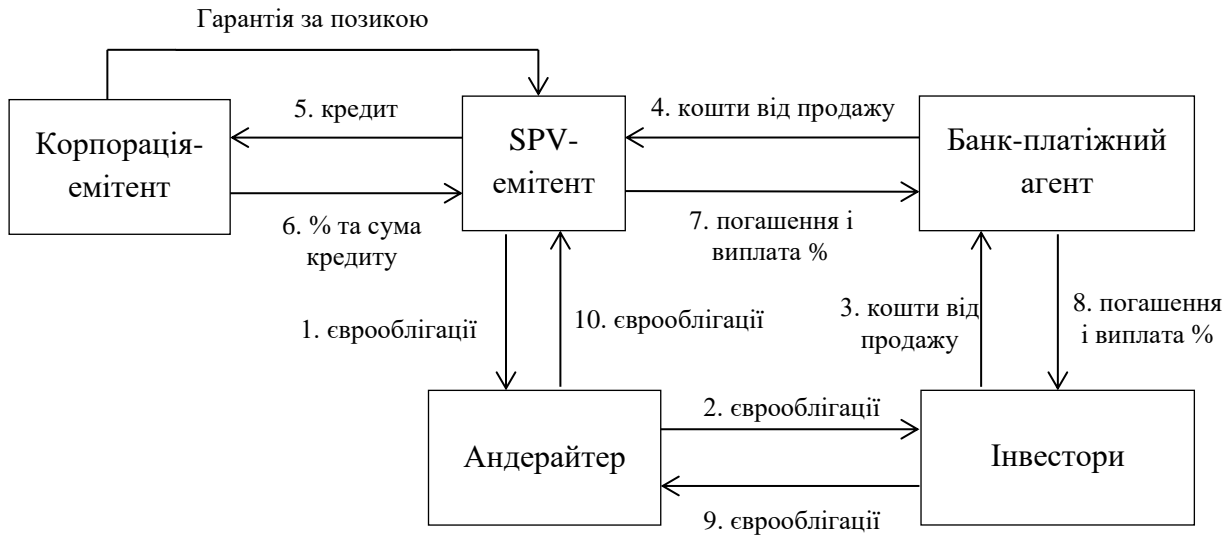


Рис. 2. Схема випуску єврооблігацій від імені дочірньої компанії українського емітента

Джерело: [2]

Третя схема випуску єврооблігацій відрізняється від попередньої тим, що формальним емітентом єврооблігацій виступає іноземна фінансова установа, яка одночасно виступає андеррайтером, проте на цінних паперах вказується ім'я українського емітента (рис. 3).

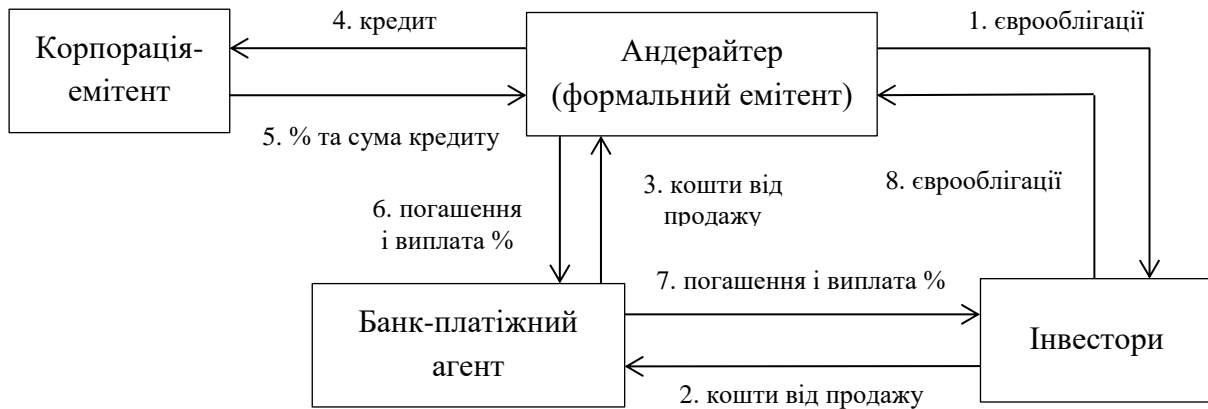


Рис. 3. Схема випуску єврооблігацій іноземною компанією від імені українського емітента

Джерело: [2]

Банк-андеррайтер надає кошти, отримані від випуску єврооблігацій, в кредит українській корпорації. Погашення єврооблігацій відбувається аналогічно до попередньої схеми випуску.

Вигідність даної схеми для іноземного банку кредитора в тому, що є можливість зменшити ризики, розподіливши їх серед широкого кола держателів єврооблігацій. У свою чергу, використання іноземного банку з відомим ім'ям у якості формального емітента дозволяє українській корпорації уникнути обмежень, пов'язаних з недостатньо високим кредитним рейтингом.

Тепер розглянемо ситуацію на ринку корпоративних облігацій та порівняємо обсяги випуску єврооблігацій та внутрішніх облігацій.

Таблиця 2

**Обсяг ринку корпоративних облігацій України за період
з 06.2018-11.2018**

Корпоративний сектор	Червень 2018	Липень 2018	Серпень 2018	Вересень 2018	Жовтень 2018	Листопад 2018
Внутрішні облігації, млн грн	48 150	49 237	51 520	51 045	50 064	45 706
Єврооблігації, млн дол. США	10 377	10 243	10 419	10 340	10 141	10 140

Джерело: складено на основі [1; 5]

Обсяги ринку єврооблігацій перевищують значно перевищують (майже в 6 разів) обсяги ринку внутрішніх облігацій за аналізований період. Це свідчить про їх привабливість для як корпорацій, так і для інвесторів. Проте дана тенденція не показую майбутнього зростання обсягів емісії єврооблігацій, як і ринку корпоративних облігацій в цілому. Все це зумовлює пошук причин та факторів, які спричинили розвиток ринку. Також необхідно визначити, які необхідно здійснити кроки з боку держави та емітентів, задля зміни ситуації.

На розвиток ринку корпоративних цінних паперів, зокрема єврооблігацій, впливає ціла група факторів. Найбільше значення має стан розвитку економіки країни і наявність великих компаній і корпорацій. Це сприяє формуванню внутрішнього фінансового ринку і в результаті буде

можливість випустити цінні папери вітчизняних корпорацій на закордонні ринки. Не менше значення має:

- макроекономічна стабільність;
- система мінімізації оподаткування і створення більш сприятливого режиму (у порівнянні з банківським кредитуванням) для випуску цінних паперів;
- державне регулювання розвитком ринку корпоративних цінних паперів;
- регламентація процесу емісії цінних паперів [7; 8].

В сучасних умовах первинне розміщення єврооблігацій можливе лише при наявності належного кредитного рейтингу. У світі використовуються традиційні кредитні рейтинги, що присвоюються незалежними агентствами Standart and Poor's, Moody's, IBCA, Fitch і ін. Це в першу чергу важливо для позичальників України, що роблять перші спроби по виходу на міжнародні фінансові ринки. Використання незалежних кредитних рейтингів дає можливість інвесторам оцінити кредитний ризик (тобто імовірність дефолта), знизити витрати на власний аналіз, що особливо важливо для власників великих диверсифікованих портфелів, а також для дрібних інвесторів, що не завжди мають можливість самостійно оцінити кожну з цінних паперів, що обертаються на ринку. Загальна вартість запозичення залежить у першу чергу від кредитного рейтингу, від терміну запозичення, від запропонованого графіка виплат, від ситуації на ринку й інших факторів. Таким чином, маючи високий кредитний рейтинг українські підприємства зможуть залучати значні фінансові ресурси.

Для подальшого вирішення проблем ринку корпоративних цінних паперів в Україні конче необхідно:

- усунути недоліки в сфері законодавчого регулювання всіх елементів інфраструктури ринку корпоративних облігацій;

- відкрити міжнародні рейтингові агентства по наданню емітентам корпоративних облігацій кредитних рейтингів, а незалежні рейтингові оцінки повинні одержати набагато більше поширення;

- створити ліквідний ринок державних облігацій з різними термінами погашення з метою підтримки ринку корпоративних боргових цінних паперів;

- розробити і реалізувати програми підтримки місцевою владою і державними службами промислових компаній по виходу на ринок облігаційних позик;

- підвищити активність великих українських компаній і корпорацій по виходу на ринок цінних паперів як в Україні, так і на міжнародні ринки.

Таким чином, запропоновані напрямки удосконалення ринку корпоративних цінних паперів, його інфраструктури сприятимуть поступовому розвитку і підвищенню ефективності фондового ринку України, сприятимуть зменшенню спекулятивного характеру операцій. Все це дозволить збільшити ефективність обігу інвестицій в економічному просторі держави.

Висновок. Отже, випуск єврооблігацій для багатьох корпорацій більш зручним та дешевим способом залучення фінансових ніж внутрішні позики, зокрема через, що надає емітентам наступні багато переваг. Серед них основними є: можливість залучити значний обсяг ресурсів на довгостроковій основі та управляти обсягом боргу шляхом купівлі продажу боргових цінних паперів на вторинному ринку; уникнення багатьох обмежень консорціумного кредитування; формування міжнародної кредитної історії та отримання кредитного рейтингу міжнародного рейтингового агентства, що сприяє виходу компанії на нові ринки та створює можливості для більш вигідних умов залучення ресурсів на міжнародних ринках капіталу.

Емісія єврооблігацій повинна розглядатися емітентом як комплексна програма диверсифікації зовнішніх джерел запозичених коштів. За умови формування такого підходу корпорацій до емісії єврооблігацій створюється можливість для формування сприятливого іміджу емітентів на міжнародних ринках капіталу та планування подальших випусків боргових цінних паперів. В контексті інтеграції українського ринку корпоративних боргових цінних паперів до міжнародного фінансового ринку з метою підвищення конкурентоспроможності економіки необхідним є здійснення певного комплексу заходів. Одним з головних завдань є розвиток внутрішнього організованого ринку корпоративних боргових цінних паперів шляхом застосування новітніх технологій на біржах та торговельних майданчиках. Спрощення законодавчих процедур випуску та торгівлі корпоративними облігаціями емітентів з позитивною кредитною історією буде прискорювати процес інвестування а отже і обіг ресурсів. Дуже важливо державне сприяння створенню на українському ринку єврооблігацій сприятливого інвестиційного клімату для залучення зарубіжних інвесторів, яке можливо лише при наявності надійного механізму гарантування захисту інвестиційних інтересів власників євробондів. Необхідно також прийняти та затвердити спеціальний нормативний документ, що регулюватиме механізм випуску, обігу та погашення єврооблігацій та відповідно з міжнародними стандартами.

Література

1. Борговий ринок України / сайт інформаційного агентства Cbonds [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ua.cbonds.info/pages/Cbonds-Ukraine>
2. Буй Т. Г. Проблеми використання корпоративних єврооблігацій для залучення коштів на міжнародних ринках капіталу / Т. Г. Буй // Економіка та держава. - 2011. - № 8. - С. 25-28.

3. Галещук, С. Єврооблігації: дослідження сутності боргового інструменту, відображення у фінансовій звітності емітента та облік курсових різниць [Текст] / Світлана Галещук // Журнал європейської економіки. – 2012. – Т. 11, № 2. – С. 243-253.
4. Олійник О.В. Єврооблігаційні позики як інструмент мобілізації боргового фінансування вітчизняними корпораціями на міжнародному ринку капіталу / О.В. Олійник, І.В. Сідельнікова // Вісник Кам'янець Подільського національного університету імені Івана Огієнка. – 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://dspace.kpnu.edu.ua:8080/jspui/bitstream>.
5. Офіційний веб-сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua>.
6. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23 лютого 2006 року ; поточна редакція від 1 травня 2016 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page>.
7. Рейтинги емітентів облігацій та єврооблігацій глобального та регіонального ринків капіталу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ua.cbonds.info>.
8. Романишин В.О. Ринок боргових зобов'язань як альтернативне джерело фінансування підприємств в Україні / В.О. Романишин, О.В. Булавинець // Фінанси України. – 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://fu.minfin.gov.ua/?page_id=495&aid=437.
9. Стецько М. В. Інструментарій корпоративних облігацій у фінансуванні підприємств / М.В.Стецько // Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: О. В. Ярощук (голов. ред.) та ін. – Тернопіль: Видавничо-

- поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2017. – Том 27. – № 2. – С. 57-67.
10. Чеберяко О.В. Сутність і класифікація міжнародних облігацій / О.В. Чеберяко // Економіка. – 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.library.univ.kiev.ua/ukr/fonds/visnyk/poshuk.php3>
11. Шуба О.А. Особливості єврооблігаційних запозичень країн з ринками, що розвиваються / О.А. Шуба // Інвестиції: практика та досвід. – 2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.investplan.com.ua/?op=1&z=3216&i=6>

References

1. Borhovyuy rynek Ukrayiny / sayt informatsiynoho ahentstva Cbonds [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://ua.cbonds.info/pages/Cbonds-Ukraine>
2. Buy T. H. Problemy vykorystannya korporatyvnykh yevrooblihasiy dlya zaluchennya koshtiv na mizhnarodnykh rynkakh kapitalu / T. H. Buy // Ekonomika ta derzhava. - 2011. - № 8. - S. 25-28.
3. Haleshchuk, S. Yevrooblihasiyi: doslidzhennya sutnosti borhovoho instrumentu, vidobrazhennya u finansoviy zvitnosti emitenta ta oblik kursovykh riznyts' [Tekst] / Svitlana Haleshchuk // Zhurnal yevropeys'koyi ekonomiky. – 2012. – Т. 11, № 2. – S. 243-253.
4. Oliynyk O.V. Yevrooblihasiyi ni pozyky yak instrument mobilizatsiyi borhovoho finansuvannya vitchyznyanymy korporatsiyamy na mizhnarodnomu rynku kapitalu / O.V. Oliynyk, I.V. Sidel'nikova // Visnyk Kam"yanets' Podil's'koho natsional'noho universytetu imeni Ivana Ohiyenka. – 2014 [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://dspace.kpnu.edu.ua:8080/jspui/bitstream>.

5. Ofitsiynyy veb-sayt Natsional'noyi komisiyi z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku Ukrayiny [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://www.nssmc.gov.ua>.
6. Pro tsinni papery ta fondovyy rynek : Zakon Ukrayiny vid 23 lyutoho 2006 roku ; potochna redaktsiya vid 1 travnya 2016 roku [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page>.
7. Reytynhy emitentiv oblihatyiv ta yevrooblihatyiv hlobal'noho ta rehional'noho ryнкiv kapitalu [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu : <http://ua.cbonds.info>.
8. Romanyshyn V.O. Rynek borhovykh zobov'yazan' yak al'ternatyvne dzherelo finansuvannya pidpryyemstv v Ukrayini / V.O. Romanyshyn, O.V. Bulavynets' // Finansy Ukrayiny. – 2014 [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: http://fu.minfin.gov.ua/?page_id=495&aid=437.
9. Stets'ko M. V. Instrumentariy korporatyvnykh oblihatyiv u finansuvanni pidpryyemstv / M.V.Stets'ko // Ekonomichnyy analiz: zb. nauk. prats' / Ternopil's'kyy natsional'nyy ekonomichnyy universytet; redkol.: O. V. Yaroshchuk (holov. red.) ta in. – Ternopil': Vydavnycho-polihrafichnyy tsentr Ternopil's'koho natsional'noho ekonomichnoho universytetu «Ekonomichna dumka», 2017. – Tom 27. – № 2. – S. 57-67.
10. Cheberyako O.V. Sutnist' i klasyfikatsiya mizhnarodnykh oblihatyiv / O.V. Cheberyako // Ekonomika. – 2013 [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://www.library.univ.kiev.ua/ukr/fonds/visnyk/poshuk.php3>.
11. Shuba O.A. Osoblyvosti yevrooblihatyivnykh zapozychen' krayin z ryнкamy, shcho rozvyvayut'sya / O.A. Shuba // Investytsiyi: praktyka ta dosvid. – 2015 [Elektronnyy resurs]. – Rezhym dostupu: <http://www.investplan.com.ua/?op=1&z=3216&i=6>.