

О.А. Охріменко

Кандидат економічних наук

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ЕКОНОМІЧНОЇ СУТНОСТІ ОБЛІГАЦІЙ

Незважаючи на те, що облігації як об'єкт фондового ринку відомий дуже давно, на сьогодні не існує єдиної наукової думки про тлумачення економічної сутності облігації як серед українських, так і серед зарубіжних учених. Проблема визначення поняття “облігація” ускладнюється як економічними, так і юридичними обставинами. Тому в деяких випадках тлумачення поняття “облігація” з економічної точки зору підміняється трактуванням, що наводиться в законодавчих актах. При цьому не враховується те, що юриспруденція як наука має свій понятійний апарат, який не можна використовувати у сфері діяльності економічної науки. Це деякою мірою нівелює економічне підґрунтя облігації як економічного елемента, а також ускладнює процес дослідження ролі та місця облігацій на фінансовому ринку. Існує наукова проблема визначення поняття “облігація” з точки зору економічної науки, що забезпечує об'єктивне розуміння економічної сутності облігацій у системі фінансових відносин, які функціонують на фондовому ринку. Необхідно всебічно розкрити сутність облігацій з економічної точки зору, їх місце та роль у структурі фондового ринку.

В енциклопедичному словнику Ф.А. Брокгауза та І.А. Єфрона зазначено, що облігацією називаються процентні папери, які випускаються приватними, громадськими або урядовими установами. Облігація являє собою боргове зобов'язання цих установ за допомогою якого здійснюється залучення боргового капіталу або здійснюється позика¹. Сучасні зарубіжні вчені, серед яких К. Рей, частково дотримуються думки Ф.А. Брокгауза та І.А. Єфрона щодо тлумачення поняття “облігація”, але при цьому дещо по-своєму трактують суть визначення. К. Рей наголошує: “Облігація – це купонні цінні папери, які випускаються з метою забезпечення грошових позик”². Український учений О.Д. Василик у праці “Теорія фінансів” зазначає: “Облігація – це цінний папір, який посвідчує внесення його власником певних коштів і підтверджує зобов'язання емітента відшкодувати власникові номінальну вартість цього цінного папера в передбачений строк із виплатою процента”³. Книга “Фондовий ринок. Тематичний словник-довідник” під редакцією Ю. Лисинкова, А. Римарука та О. Музиченко визначення категорії “облігація” наводить в дещо іншій інтерпретації. На думку цих авторів, “Облігація – це цінний папір середньо- або довгострокового характеру, по якому його емітент зобов'язується повернути покупцю в установлений термін номінальну вартість даного цінного папера і додатково виплатити фіксований дохід”⁴. Для усіх перелічених учених при тлумаченні поняття “облігація” спільною є думка про те, що дохід по облігації може виплачуватися лише у вигляді фіксованого процента. Враховуючи досвід українського та світового фондового ринку, можна констатувати, що включення до поняття “облігація” лише тих цінних паперів, по яких виплачується дохід

у вигляді фіксованого процента, є некоректним. Практика господарювання знає випадки, коли дохід від облігацій формується за рахунок дисконту, тобто різниці між номінальною та ринковою вартістю облігації, при цьому жодного додаткового фіксованого процента не сплачується. В умовах сучасного фондового ринку в обігу знаходяться облігації з плаваючим процентом, який може змінюватися під впливом багатьох факторів. Це доводить, що дохід від облігацій не може обмежуватися виплатою фіксованого процента. Якщо дотримуватися визначення вже наведеного поняття “облігація”, то можна стверджувати, що згадані автори не вважають облігаціями ті їх види, які мають інші форми виплати доходу, ніж виплату фіксованого процента. Звуження поняття облігацій лише до рамок облігацій з фіксованим процентом є неприпустимим і призводить до необ’єктивної оцінки їх суті.

У фінансово-інвестиційному словнику за редакцією Дж. Доунса та Е.Дж. Гурмана термін облігація трактується як процентний або дисконтний державний цінний папір, де сторона, яка випустила облігацію, зобов’язується періодично, як правило, раз у півроку сплачувати власнику визначену суму грошей, а також виплачувати основну суму позики по настанні терміну погашення⁵. Цілком можна погодитися з думкою, що облігації можуть приносити дохід як у вигляді процентів, так і дисконту, але при цьому слід зауважити, що облігації можуть бути не лише державними. Окрім державних органів влади облігації мають право випускати й органи місцевого самоврядування та підприємства, що підтверджує досвід українського та світового фондових ринків. Тому із визначенням поняття “облігація” Дж. Доунса та Е.Дж. Гурмана можна погодитися лише частково. Українські вчені І.О. Петровська та Д.В. Клиновий у праці “Фінанси (з елементами статистики фінансів)” стверджують: “Облігації можуть випускатися державою, акціонерними підприємствами, приватними фірмами. Прибуток по облігаціях, випущених державою, виплачується у вигляді вигащів. По облігаціях, що випускаються акціонерними товариствами, прибуток виплачується у вигляді фіксованого відсотка від номінальної вартості облігації”⁶. Слід зауважити, що виплата доходу від державних облігацій не обмежується лише виплатою вигащів. Державні облігації, як і облігації інших емітентів, можуть виплачуватися як через проценти по відношенню до номіналу, так і за рахунок дисконту. Розглядати виплату доходу від державних цінних паперів лише як вигащ було б неприпустимо з погляду існуючої практики обігу таких цінних паперів. Згадані автори намагаються розширити поняття “облігація”, більш повно розкриваючи сутність цього цінного папера. З їх трактуванням можна погодитися лише частково, тому що вони представляють це поняття однобоко, залишаючи поза увагою інші його ознаки.

Український учений О.М. Мозговий зазначає “Облігація в Україні – цінний папір, що засвідчує внесення її власником грошових коштів і підтвердження зобов’язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного папера в непередбачений у ньому строк із виплатою фіксованого процента (якщо інше не передбачене умовами випуску)”⁷. Аналогічне визначення категорії “облігація” наведено в “Словнику фондового ринку” (автори А.Т. Головка, В.Ф. Кобзар, О.О. Науменко)⁸. Визначення, запропоноване

О.М. Мозговим, базується на тлумаченні поняття “облігація”, викладеному в Законі України “Про цінні папери та фондовий ринок” і по суті є ближчим до юридичного тлумачення цього поняття. Воно є також найбільш повним порівняно з іншими варіантами. У той же час таке визначення має більш описовий характер і не розкриває економічної суті облігації, залишає поза увагою її глибинні зв’язки та першооснови, процес виникнення доходу від облігацій, що засвідчує механічний перенос визначення терміну “облігація” з юридичної до економічної площини.

Американський учений У. Шарп та його колеги Г. Александер та Дж. Бейлі у праці “Інвестиції” зазначають: “Облігація являє собою довгострокове зобов’язання з боку емітента (позичальника) перед інвестором (кредитором)”⁹. Аналогічну за змістом думку поділяє і Є. Брігхем, який у праці “Основи фінансового менеджменту” трактує: “Облігація – це довгострокове боргове зобов’язання, випущене комерційною або державною установою”¹⁰. Вчені У. Шарп та Є. Брігхем намагаються розкрити суть облігацій через її осмислення як боргового зобов’язання однієї особи перед іншою. Вони намагаються не описувати облігацію за формою, а розібратися в її економічній сутності як елемента фінансового ринку. Наукові позиції У. Шарпа та Є. Брігхема деякою мірою поділяють й російські вчені В.А. Галанов та О.І. Басов, за редакцією яких видано книгу “Ринок цінних паперів”, де зазначається, що “облігація – це боргове зобов’язання, яке обов’язково включає два головних елемента: зобов’язання емітента повернути власнику облігації після завершення обумовленого терміну суму, яка вказана на титулі облігації, зобов’язання емітента виплатити фіксований дохід у вигляді процента від номінальної вартості або іншого майнового еквівалента”¹¹. Визначення облігації як боргового зобов’язання, а не лише зобов’язання, деякою мірою розширює понятійне тлумачення облігації і є доречним доповненням, що дає змогу чіткіше зрозуміти її економічну сутність. Хоча не слід повністю погоджуватися з висновком У. Шарпа та Є. Брігхема в тому, що облігація – це лише довгострокове зобов’язання. Практика українського фондового ринку та досвід інших фондових ринків показує, що облігація може бути як довгостроковим, так і короткостроковим цінним папером. Неправомірно розглядати облігації лише як інструмент довгострокового фінансового ринку. Виходячи з умов функціонування ринку, завдань інвестора та емітента, облігації можуть ефективно працювати як довготривалий, так і короткотривалий час.

Зарубіжні вчені Дж. Р. Тьюлз, С. Е. Бредлі, М. Т. Тьюлз ще більш категоричні в оцінці облігації як елемента боргу і стверджують, що “Облігація є свідченням позики, яка надана кредитором (власником облігації) корпорації або іншому позичальнику”¹². При цьому вони фокусують увагу на борговій сутності облігації, хоча і залишають поза увагою її фондову природу. Думки зарубіжних вчених з даного питання поділяють російські вчені Я.М. Миркін та А.Н. Буренін. У праці “Цінні папери та фондовий ринок” Я.М. Миркін зазначає, що “...облігація є інструментом позики. Емітент облігацій є позичальником, боржником. Інвестори, які придбали облігації, є кредиторами емітента...”¹³ Цим визначенням Я.М. Миркін фактично наголошує на тому,

що облігація є лише інструментом боргового ринку. А.Н. Буренін, на відміну від Я.М. Миркіна, неоднозначно трактує боргову сутність облігацій. Він вважає, що “Облігація – це строковий борговий цінний папір, який засвідчує співвідношення позики між її власником та емітентом”¹⁴. А.Н. Буренін намагається розкрити сутність облігації через взаємозв’язок фондового та боргового ринку. Розвивали тему боргового характеру облігацій зарубіжні учені Е. Нікбахт та А. Гроппеллі у праці “Фінанси”, в якій вони пишуть: “Облігація – вид довгострокових боргових цінних паперів, які випускає позичальник – приватна компанія чи будь-яка інша установа”¹⁵. Категорія “облігація” розглядається не просто як цінний папір, а борговий цінний папір, що вказує на її особливу роль та місце в системі цінних паперів. Тому ми бачимо, що вчені при розкритті боргового характеру облігацій не мають одностайної думки. Відбуваються наукові пошуки шляхів більш об’єктивного розкриття боргової сутності облігацій. Напрацювання вчених носять дискусійний характер і потребують детальнішого аналізу та усвідомлення.

Для розкриття економічної сутності облігацій необхідно розглянути, з одного боку, облігацію як борг, з іншого, – як цінний папір. Борг, як і цінний папір, має ряд властивостей, притаманних лише цим категоріям. Облігації інтегрують якісні властивості боргу та цінних паперів, утворюючи при цьому нові якісні параметри, притаманні лише облігаціям. Процес інтегрування в межах облігації відбувається через призму складних взаємозв’язків, які утворюють нові якісні властивості облігації, вступаючи у протиріччя з індивідуальними властивостями як боргу, так і цінного папера. Аналіз цих протиріч дає змогу ширше розкрити і дослідити внутрішню економічну сутність облігації, що допоможе у визначенні категорії “облігація” і забезпечить нове наукове бачення сутності механізмів, які працюють на ринку облігацій.

Дослідження базується на законах формальної та діалектичної логіки з використанням аналізу різного наукового тлумачення категорії боргу та цінного папера.

До категорії боргових зобов’язань належать такі з них, які свідчать про наявність кредиторсько-дебіторських відносин, що формуються на добровільних засадах, де кожна зі сторін має рівні права та зобов’язання, але при цьому виконує свої обов’язки згідно з індивідуальними умовами кожної зі сторін. Словник російської мови за редакцією С.І. Ожегова дає визначення “боргу” як “...взяте в позику з подальшим поверненням...”¹⁶ Одна з найважливіших ознак боргу – його зворотність. Борг має часову межу, коли взяте в борг майно має бути повернуте. Облігація також має чітко обумовлений час, коли кошти, залученні за допомогою облігацій, повертаються емітенту. Ознака зворотності є спільною як для боргу, так і для облігацій. Зворотність коштів вказує на наявність спільних особливостей боргу та облігації, відображає їх діалектичний зв’язок. Облігація як борг може виступати лише у грошовій формі. У той же час борг в широкому розумінні цього слова може бути і у грошовій, і у товарній формі. Зобов’язання по облігаціях мають грошове значення і впливають із грошової вартості самої облігації, яка фіксується в номінальній її вартості. Облігація – це інструмент

фінансового ринку і їй не притаманна товарна природа, хоча на практиці облігація може бути засобом для оформлення товарного боргу і виступати як інструмент його обслуговування. Грошова природа облігації – це одна з ознак, що вказує на відмінність облігації та боргу. Облігації та кредити відносять до боргових інструментів, вони мають неабияку популярність на фінансовому ринку, а також як спільні, так і відмінні ознаки. Облігація – це пряме звернення до великої кількості інвесторів, що знаходяться на ринку, на відміну від кредиту, який є угодою лише двох сторін – кредитора й позичальника. Крім різниці в механізмі залучення коштів, облігації та кредити мають ще ряд відмінностей. Кредит – певний тип економічних відносин між суб'єктами господарської діяльності, сутність яких полягає в наданні на основі зворотності фінансових ресурсів з виплатою відсотка. Облігації також мають ознаки зворотності та зобов'язання однієї зі сторін щодо виплати процента (доходу) за користування коштами. В цьому і облігації і кредити є майже тотожними борговими інструментами. Але слід зауважити, що за своєю формою кредити можуть бути як товарними, так і грошовими, на відміну від облігацій, які мають винятково грошову форму. Кредити комерційних банків бувають лише грошовими. Ця особливість банківських кредитів дає змогу стверджувати, що банківські кредити та облігації є аналогічними інструментами фінансового ринку і відрізняються лише тривалістю використання залучених коштів. З таким визначенням не слід погоджуватися. Термін залучення коштів не може бути підставою для того, щоб таке залучення розглядалося як облігація. На фондовому ринку знаходяться цінні папери з терміном обігу менше одного року і тому вони не можуть бути облігаціями. Теоретично можлива ситуація, коли термін обігу облігації може становити один день, але це жодним чином не підмінє її економічного призначення як об'єкта залучення коштів. Боргові папери опосередковують кредитні відносини. Облігації виступають інструментом, де кредитні відносини трансформуються у більш розвинутий механізм, ніж той, що має місце в процесі традиційного кредитування. Облігація, на відміну від кредиту, є досконалішим борговим інструментом, за допомогою якого можна розв'язувати завдання кредитування на новій якісній основі з використанням властивостей, не доступних кредиту. Облігації можуть вільно переходити від одного власника до іншого в межах фондового ринку, і ця властивість є найсуттєвішою відмінністю облігації від кредиту. Кредит навіть у грошовій формі не може бути об'єктом купівлі-продажу між особами, які не виступають боржником та кредитором.

Найважливішою ознакою цінного папера, яка вказує на його значну відмінність від боргу, є його властивість змінювати вартість облігації під час обігу, яка реалізується у процесі купівлі-продажу цінного папера на вторинному ринку. Борг неможливо реалізувати на вторинному ринку, якщо він не виступає у формі цінного папера. Інвестор, який інвестує гроші в борг, орієнтується на стабільність ринку та можливість отримання гарантованого доходу за умов боргового договору. У той же час облігація, маючи форму цінного папера, в будь-який момент може бути замінена на гроші і тому інвестор, купуючи облігацію, не завжди націлений на отримання доходу

по закінченні терміну обігу облігації. Для інвестора, який розмістив гроші через купівлю облігацій, зміна ситуації на фінансовому ринку може мати як позитивний, так і негативний характер. Інвестор, який інвестує гроші в облігації, деякою мірою зацікавлений у нестабільності ринку на відміну від інвестора, який інвестує гроші в боргові зобов'язання, що не є цінними паперами. Адже за умов нестабільності фінансового ринку інвестор, який інвестував кошти в облігації, має можливість отримати додатково спекулятивний дохід за рахунок перепродажу облігацій на вторинному ринку. В цьому полягає діалектичне протиріччя між облігацією як боргом та облігацією як цінним папером. Якщо облігація з погляду боргового зобов'язання є консервативним фінансовим інструментом, для якого різка зміна ситуації на фінансовому ринку носить негативний характер, інвестор, що володіє боргом, якщо це не є цінними папером, не має можливості швидко обміняти борг на гроші і навпаки. У той же час облігації з погляду цінного папера можуть принести більше доходу за умови зміни ситуації на фінансовому ринку. Інвестор, володіючи цінним папером, має можливість швидко обміняти цінний папір на гроші і навпаки, і тому за певних обставин він зацікавлений у нестабільності фінансового ринку. Це протиріччя відображає економічну сутність облігації і розкриває її функціональну особливість, яка виділяє облігації серед інших фінансових інструментів. Власник облігації зацікавлений одночасно як у стабільності фінансового ринку, так і в його динамічності. При цьому слід мати на увазі, що формування доходу облігації має суттєві відмінності від формування доходу іншого цінного папера, такого, як акції. Якщо рівень зростання ціни акції практично не має меж і гіпотетично можна допустити, що ціна будь-якої акції зростатиме безкінечно, тоді як ціна облігації має чітко визначену межу, вище якої її вартість зростати не може. Процес формування ціни на облігацію під час її обігу на вторинному фондовому ринку завжди відбувається з урахуванням такої межі. Ця ознака, на нашу думку, є головною і вказує на відмінність акції та облігації й на особливу роль облігації серед інших цінних паперів.

Підсумовуючи викладене можна зробити висновок, що облігація – це борговий цінний папір, який уособлює взаємозв'язок між борговим ринком та ринком цінних паперів. Облігація виступає як борг, має зобов'язання щодо повернення коштів та виплати винагороди за їх користування. Облігація, на відміну від інших боргових цінних паперів, має винятково грошову форму, і у той же час її емітентом може бути будь-яка юридична особа, яка здійснила реєстрацію емісії облігацій. Облігація як цінний папір має можливість обертання на фондовому ринку, а отже, зміни своєї вартості під впливом ринкової ситуації. Облігація має у собі діалектичне протиріччя, коли власник облігації, з одного боку, як власник боргу орієнтується на стабільність фінансового ринку, а з іншого боку, як власник цінного папера зацікавлений у змінах на фінансовому ринку. Власник облігації має можливість отримати прибуток не лише за рахунок гарантованого доходу, що сплачується емітентом, але й за рахунок зміни вартості облігації на ринку під впливом ринкових обставин. Але при цьому, на відміну від акцій, вартість облігацій

на ринку змінюється з урахуванням виплат, що зобов'язується здійснити емітент за умови емісії облігацій.

Облігація – це борговий цінний папір, власник якого отримує дохід, що визначається умовами його випуску, а також за рахунок операцій на вторинному фондовому ринку, де ціна облігації може змінюватися під впливом ринкових чинників, але при цьому її ринкова вартість не може перевищувати межу, яка залежить від умов виплати доходу та погашення облігації.

Для ширшого розкриття сутності облігацій необхідно визначити їх місце серед інших боргових цінних паперів, дослідити відмінності останніх та їх роль у процесі обігу на фондовому ринку.

¹Бракгауз Ф.А., Ефрон И.А. Энциклопедический словарь. – СПб., 1890. – С. 124.

²Рэй К.И. Рынок облигаций. Торговля и управление рисками: Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 555.

³Василик О.Д. Теорія фінансів: Підручник. – К.: НІОС, 2000. – С. 332.

⁴Лысенков Ю., Рымарук А., Музыченко О. Фондовый рынок: Тематический словарь-справочник. – К.: Диалог, 1997. – С. 20.

⁵Доунс Дж., Гурман Дж. Э. Финансово-инвестиционный словарь / Пер. 4-го перераб. и доп. англ. изд. – М.: ИФРА-М, 1997. – С. 47.

⁶Петровська І.О., Клиновий Д.В. Фінанси: Навч. посіб. – К.: ЦУЛ. – 2002. – С. 163.

⁷Мозговий О. М. Фондовый рынок: Навч. посіб. – К.: КНЕУ, 1999. – С. 45.

⁸Словник фондового ринку. – К., 1999. – С. 151.

⁹Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998. – С. 6.

¹⁰Бригхем Е. Основы финансового менеджменту / Пер. з англ. – К.: ВАЗАКО, 1997. – С. 299.

¹¹Галанов В.А., Басов А.И., Голда З.К. и др. Рынок ценных бумаг: Учебн. – М.: Финансы и статистика, 2004. – С. 17.

¹²Тьюлз Р.Дж., Бредли Э.С., Тьюлз Т.М. Фондовый рынок / Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 1997. – С. 41.

¹³Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М: Перспектива, 1995. – С. 117.

¹⁴Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производные финансовых инструментов. – М.: НТО им. акад. С. И. Вавилова, 2002. – С. 8.

¹⁵Нікбахт Е., Гроппеллі А. Фінанси / Пер. з англ. – К.: Вік; Глобус, 1992. – С. 366.

¹⁶Ожегов С.И. Словарь русского языка / Под ред. Н.Ю. Шведовой. – М.: Русский язык, 1990. – С. 176.