

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Наказ Міністерства освіти і науки України від 29.12.2014 № 1528)

**Ефективна ЕКОНОМІКА**

Дніпропетровський державний аграрно-економічний університет



№ 6, 2013 [Назад](#) [Головна](#)

УДК 336.763.4

О. Б. Тисяк,  
студент, IV курс, економічний факультет,  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка, м. Київ

## ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ В УКРАЇНІ

О. В. Tyusyak,  
student, IV course, economics faculty,  
Taras Shevchenko National University of Kyiv

### THE PECULIARITIES OF FUNCTIONING OF CORPORATE BONDS MARKET IN UKRAINE

*У статті розглянуті основні етапи становлення ринку корпоративних облигацій в Україні. Здійснено аналіз сучасного стану та загальних тенденцій розвитку даного ринку, що свідчать про його зростаючу роль в економіці.*

*The article deals with the main stages of corporate bonds market development in Ukraine. The current state and common trends of this market are analyzed that evidences about its increasing role in economy.*

**Ключові слова:** ринок корпоративних облигацій, корпоративні облигації, емісія корпоративних облигацій, емітент, фінансові ресурси.

**Keywords:** corporate bonds market, corporate bonds, emission of corporate bonds, issuer, financial resources.

**Постановка наукової проблеми та її значення.** Швидкий розвиток економіки України, інтенсифікація виробництва вимагають довгострокових інвестицій, що характеризує проблему розвитку вітчизняного ринку корпоративних облигацій як особливо актуальну. На даному етапі розвитку економіки залучення грошових коштів за допомогою корпоративних облигацій є чи не найпоширенішим засобом, що використовують підприємства на фондовому ринку. Тому розвиток ринку корпоративних облигацій має надзвичайно важливе значення для реалізації виробничого потенціалу підприємств та їх економічного зростання.

**Аналіз останніх наукових досліджень та публікацій.** Питанням становлення та організації ринку корпоративних облигацій за останні роки було присвячено багато наукових праць. Серед вітчизняних вчених, що звертались до цієї проблематики варто відзначити Дж. В. Бейли О. Вальчишена, І. Лютого, О. Любкіну, В. Міщенко, С. Науменкову, О. Охріменка, Р. Рака, У. Шарпа тощо.

**Метою** написання статті є дослідження основних етапів становлення та розвитку ринку корпоративних облигацій в Україні як важливого сегменту вітчизняної економічної системи. Завданням є визначення ключових тенденцій функціонування ринку облигацій підприємств та пошук шляхів його удосконалення.

**Виклад основного матеріалу й обґрунтування результатів дослідження.** Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» корпоративні облигації чи облигація підприємств являє собою емісійний борговий цінний папір з встановленою доходністю, шляхом випуску якого юридична особа-емітент здійснює запозичення на фінансовому ринку. Даний документ засвідчує зобов'язання емітента сплатити, а для власників право вимагати погашення основної суми боргу та доходу за ним, а також, якщо це передбачено умовами випуску, можливість такого власника здійснювати продаж даних боргових інструментів на ринку [7].

Становлення та розвиток ринку корпоративних облигацій відбувалося в декілька етапів (рис. 1):

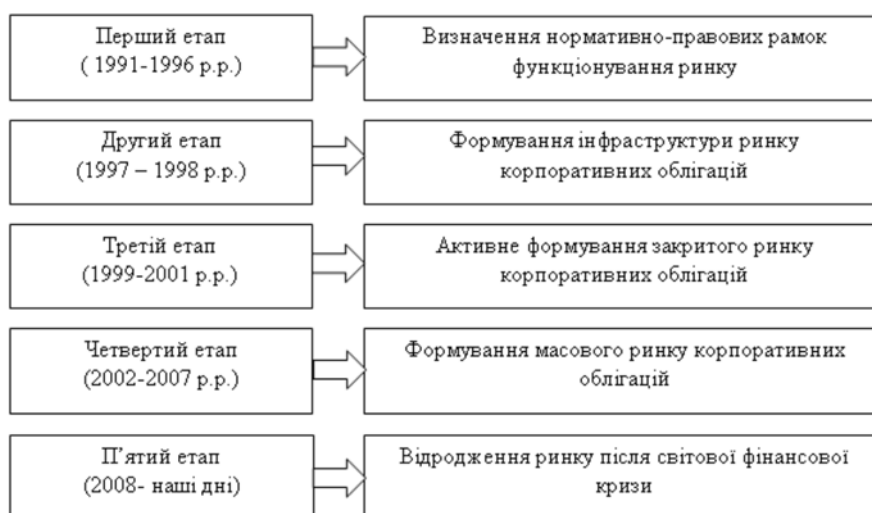


Рис. 1. Етапи становлення та розвитку ринку корпоративних облигацій в Україні

Джерело: складено автором на основі даних [1,2]

- перший етап полягав у формуванні правових передумов створення ринку та тривав від 1991 року, коли Україна офіційно стала незалежною суверенною державою по 1996 рік. В 1991 р. був прийнятий Закон України «Про цінні папери та фондову біржу», який визначив основні поняття ринку корпоративних облигацій, умови емісії та обігу боргових інструментів. В цей період Указом Президента України було утворено Державну комісію з цінних паперів та фондового

ринку (ДКЦПФР), визначивши її завдання, функції, права, відповідальність та відносини з іншими державними органами з питань регулювання та контролю на ринку цінних паперів та ринку боргових інструментів як його невід'ємної складової. Даний етап охарактеризувався і впровадженням урядової програми щодо приватизації державного майна, що ознаменувалася створенням самостійних суб'єктів господарювання [1].

- другий етап пов'язаний зі створенням ринкової інфраструктури та тривав з 1997 по 1998 рік. Цей період характеризувався зростанням попиту на акції щойно приватизованих підприємств, що супроводжувалося виникненням фінансових посередників, системи обліку прав власності на цінні папери та майданчиків організованої торгівлі. В цей же час український уряд здійснював запозичення на внутрішньому ринку, використовуючи інструменти ринку боргових цінних паперів, а саме облігацій. Такі дії держави з одного боку стимулювали участь банків на фондовому ринку, оскільки саме вони були основними держателями даних цінних паперів, а з іншого боку витісняли з ринку корпоративні боргові інструменти, гальмуючи таким чином розвиток ринку облігацій підприємств.

Слід зазначити, що перші два етапи мали свого роду підготовчий характер. Наслідками дій держави щодо організації ринку корпоративних облігацій в цей період стало створення систем контролю та регулювання за його функціонуванням, визначення ключових понять та порядку реєстрації, випуску, обігу цінних паперів, створення системи розкриття інформації про емітентів та професійних учасників ринку тощо.

- третім етапом став період формування закритого вітчизняного ринку корпоративних облігацій в 1999-2001 роках. Даний етап ознаменувався прийняттям Закону України «Про внесення змін до деяких законів України з метою стимулювання інвестиційної діяльності», який визначав, що кошти, отримані емітентом від продажу облігацій не оподатковувались, а основна сума боргу, на відміну від відсотків, не включалась до витрат [2].

В 2000 році економіка країни вперше продемонструвала зростання ВВП (на 5,9%), а на фоні економічного росту операції з корпоративними облігаціями стали привабливими не тільки для емітентів та інвесторів, але і для фінансових посередників. Протягом року на ринку з'явилися кілька публічних пропозицій корпоративних облігацій, до яких відносились ДАК «Титан» та ЗАТ «Київстар GSM» [1].

- четвертий етап ознаменувався активним зростанням випусків корпоративних облігацій і тривав з 2002 по 2007 рік. В цей час вітчизняні підприємства починають випробувати облігації як додатковий інструмент в залученні боргового капіталу на оснащення та переозброєння виробництва, а комерційні банки вбачають в посередницькій діяльності на ринку корпоративних облігацій нову лінію бізнесу, яка приносить їм комісійні доходи за розміщені цінні папери. Крім того, комерційні банки вбачали в розміщенні активів в корпоративних облігаціях додаткове джерело отримання процентних доходів, що сприяло розвитку ринку корпоративних облігацій.

Саме в цей період з появою перших емісій, спрямованих на розміщення серед широкого кола інвесторів активно почав окреслюватись ринок корпоративних облігацій. Так, з загального обсягу нових емісій 2001 року в сумі 641,5 млн. грн. публічні випуски склали 119,95 млн. грн. або 18,7%. В 2002 році обсяг зареєстрованих в ДКЦПФР емісій збільшився на 26,3% до 810 млн. грн., з яких близько 322,6 млн. грн. або 39,8% були адресовані для відкритого продажу. В 2004 році відбулась помітна активізація ринку корпоративних облігацій в Україні. У цей час появлялися підприємства, які здійснювали емісію даних боргових інструментів не для разового залучення коштів, а для постійного забезпечення фінансовими ресурсам. До компаній, що проявили особливу активність на даному ринку варто віднести ВАТ «Концерн»Газнафтогаз», ТОВ «АЛЛО», ЗАТ «Фуршет», ТОВ «Амстор», ЗАТ «Укршампіньйон» та ін.[4].

Варто відмітити, що на даному етапі на ринку корпоративних облігацій України спостерігалася тенденція до викупу цінних паперів одним великим інвестором, що фактично являло собою звичайне двостороннє кредитування. Наслідком такого явища було те, що цінні папери не потрапляли на публічний ринок облігацій, що вело до зниження їх ліквідності. Така ситуація була зумовлена недостатнім розвитком вітчизняного сектору інституційних інвесторів. Так, на даному етапі розвитку економічної системи недержавні пенсійні фонди та страхові компанії як інвестори на ринку корпоративних облігацій не були здатними конкурувати з банківськими установами в той час, як у розвинутих країнах світу саме вони відігравали вагомий роль в кредитуванні корпорацій на довгостроковій основі [6, с. 116].

- п'ятий етап розпочався в 2008 році та триває до наших днів. Він характеризується негативним впливом на економіку України та ринок боргових цінних паперів світової фінансової кризи, що призвело до значного скорочення обсягів емісії облігацій підприємств в 2008-2010 роках. Щодо емісійної діяльності на ринку корпоративних облігацій в 2012 році, то спостерігалася позитивна тенденція до зростання обсягів випуску, що вже досягли докризового рівня та становили максимальний розмір за весь період.

Узагальнюючи еволюцію розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні, слід зазначити, що перші прояви похвалення на ринку корпоративних боргових цінних паперів спостерігалася в 2002 році. Протягом наступних п'яти років обсяг емітованих підприємствами облігацій зріс приблизно в 9 разів, досягнувши свого максимального за 8 років значення. В 2007-2012 рр. обсяг випущених корпоративних облігацій характеризувався відсутністю стабільної тенденції розвитку. В період кризи він значно скоротився, що в першу чергу було пов'язане з браком коштів для інвестування в такого роду активи. Проте 2011-2012 роки ознаменувались відновленням інтересу до такого механізму залучення ресурсів. Протягом 2012 року НКЦПФР був зареєстрований 207 випусків облігацій підприємств на суму 48,7 млрд. грн. У порівнянні з 2011 роком обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств збільшився на 12,82 млрд. грн. (на 35,7 %) (рис. 2) [8].

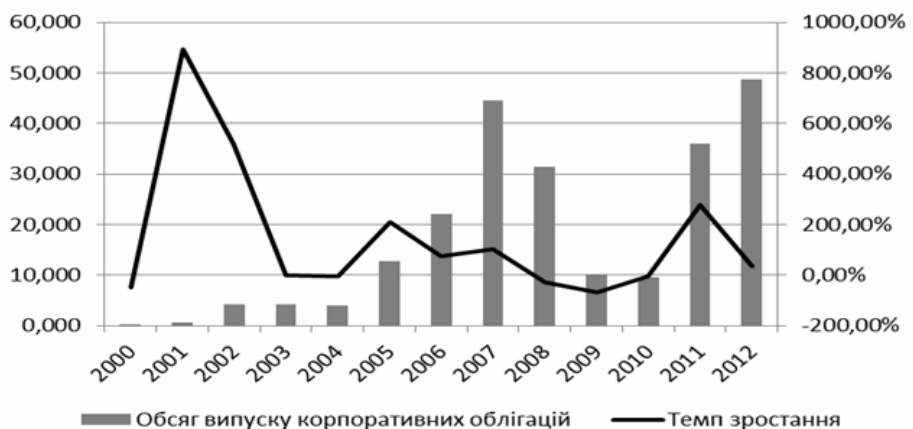


Рис. 2. Динаміка випусків корпоративних облігацій в Україні, млрд. грн.

Джерело: складено автором на основі даних [8]

В 2012 році відбулось значне зростання середньої вартості облігаційного випуску підприємств, досягнувши значення в 235,4 млн. грн., що на 37,8 % більше, ніж у попередньому році та є максимальним значенням за увесь аналізований період (тобто з 2001 по 2012 рр. ) [8]. Така тенденція в першу чергу пов'язана з поступовим подоланням негативних наслідків економічної кризи та з виходом на ринок великих банків-емітентів.

Проте, на сьогодні випуск корпоративних облігацій не є найпопулярнішим методом залучення коштів на підприємствах. Основним джерелом фінансування підприємств залишаються банківські кредити. Незважаючи на кризові явища в економіці, що проявлялись протягом останніх років, розмір даного показника щорічно зростав, на відміну від випуску облігацій, що в цей період значно скоротився. Так, в 2012 році обсяг наданих банками кредитів юридичним особам склав 605 млрд. грн. в порівнянні з 48,7 млрд. грн., залучених через випуск облігацій. Це в першу чергу зумовлено складністю у реалізації та у виході на ринок боргових цінних паперів, а отже й недоступністю для багатьох представників малого і середнього бізнесу. В 2009 році внаслідок значного спаду на ринку корпоративних облігацій, спостерігалось перевищення обсягу випущених підприємствами акцій над облігаціями (рис. 3).

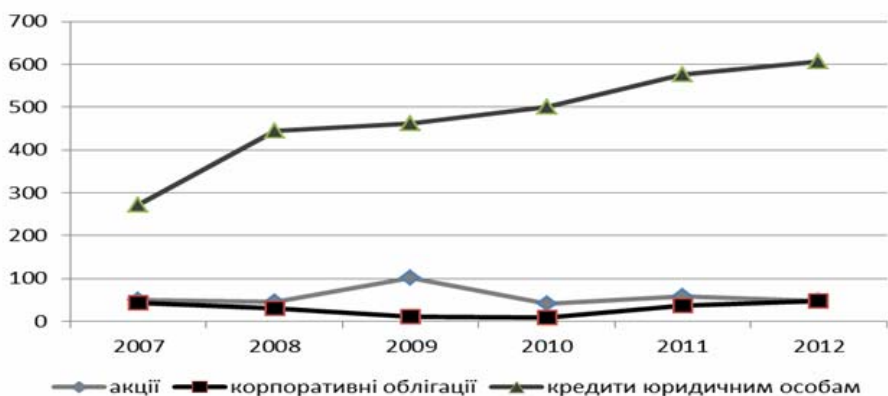


Рис. 3. Динаміка обсягів випуску облігацій підприємств, акцій та кредитів, наданих корпоративному сектору в Україні, млрд. грн.

Джерело: складено автором на основі даних [3,8]

В основному емітентами корпоративних облігацій в 2011 році стали юридичні особи, що належать до фінансового сектору економіки, переважно компанії, що здійснюють фінансове посередництво (41,72%, 14,99 млрд. грн.), сфери будівництва (21,57%, 7,75 млрд. грн.) та до переробної промисловості (9,22%, 3,31 млрд. грн.) (рис. 2.4). Слід відмітити, що дана структура зазнала значних змін протягом останніх п'яти років. Так, в 2007 році основну частину в загальній структурі випусків корпоративних облігацій облігації становили підприємства будівельної промисловості (44,7% в загальній сукупності). Така зміна була зумовлена тим, що у 2008-2009 роках економіка країни відчула суттєвий вплив кризи і будівельна галузь не стала виключенням. Це виявилось у появі проблем із фінансуванням проектів, що було зумовлено погіршенням доступу позичальників до фінансових ресурсів. Зазначене погіршення фінансового стану відбулось і у потенційних покупців нерухомості, що привело до зменшення платоспроможного попиту.

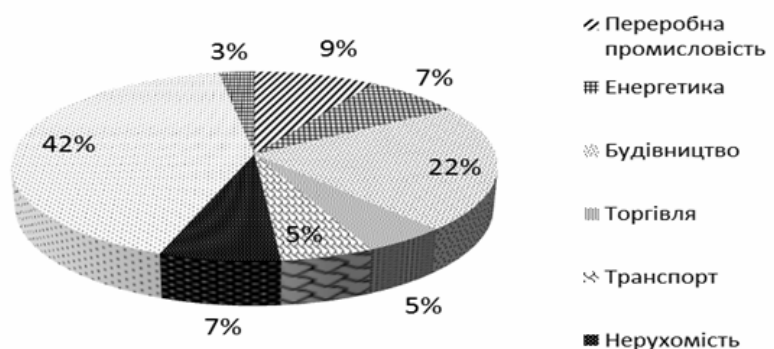


Рис. 4. Структура випуску корпоративних облігацій за сферами економіки в 2011 році, %

Джерело: складено автором на основі даних [8]

Основну частину в структурі емісії корпоративних облігацій протягом аналізованого періоду становлять випуски підприємств (77,9%). Максимальна частка даних учасників ринку боргових цінних паперів відповідно до даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку спостерігалась у 2009 році та становила 100%. Це в першу чергу було пов'язане з несприятливими змінами економічної кон'юнктури, зумовленої фінансовою кризою, яка особливо сильно вплинула на діяльність банків на даному ринку та скоротила частку їх участі з 22,7% до 0%. Досить незначну частину в даній структурі займають випуски боргових інструментів страховими компаніями. Так, за 2009, 2010 та 2012 роки вони жодного разу не виходили на даний ринок. Обсяг випуску боргових цінних паперів в 2011 році становив лише 100 млн. грн., а частка протягом всього аналізованого періоду не перевищувала 0,4%.

Варто зазначити, що значне зменшення випуску корпоративних облігацій в 2009 було зумовлене тим, що починаючи з третього кварталу 2008 року, спостерігалось поступове зниження торговельної активності та середньомісячного обсягу торгів цими фінансовими інструментами, що призвело до масового пред'явлення облігацій до дострокового погашення. Це було зумовлено тим, що значна частина облігаційних випусків була здійснена з умовою, що власник має можливість дострокового пред'явлення облігацій до погашення. В четвертому кварталі мали місце перші дефолти емітентів корпоративних облігацій і як наслідок відсутності реальних покупців кількість нових розміщень стала мінімальною (табл.1) [9].

Таблиця 1.  
Динаміка випуску корпоративних облігацій за емітентами [8]

Вид емітента	2008		2009		2010		2011		2012	
	Обсяг, млрд.грн	Частка,%	Обсяг, млрд.грн	Частка,%	Обсяг, млрд.грн	Частка,%	Обсяг, млрд.грн	Частка,%	Обсяг, млрд.грн	Частка,%
Банки	7,12	0,23	-	-	3,15	33,2	13,89	38,7	10,77	22,10
Страхові компанії	0,10	0,4	-	-	-	-	100,00	0,3	-	-
Підприємства та інші	24,13	76,9	10,11	100,0	6,34	66,8	21,92	61,0	37,96	77,90
Усього	31,35	100,0	10,11	100,0	9,49	100,0	35,91	100,0	48,73	100,00

В 2012 році відбулось значне зростання середньої вартості облігаційного випуску підприємств, досягнувши значення в 235,4 млн. грн., що на 37,8% більше, ніж у попередньому році та є максимальним значенням за увесь аналізований період (тобто з 2001 по 2012 рр.). Така тенденція в першу чергу пов'язана з

поступовим подоланням негативних наслідків економічної кризи та з виходом на ринок потужних банків-емітентів та свідчить про те, що в перспективі облігації можуть стати основним елементом запозичення як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках [5, с. 334].

Проте, незважаючи на позитивні тенденції розвитку, вітчизняний ринок корпоративних облігацій характеризується й рядом проблемних аспектів, серед яких варто відмітити відсутність достатнього чіткого визначення забезпечення облігацій на законодавчому рівні; відсутність єдиного достатньо престижного рейтингового агентства; ряд законодавчих обмежень щодо емісійної діяльності на ринку боргових цінних паперів, що досить сильно гальмує розвиток ринку і стримує компанії в процесі використання даних фондових інструментів для залучення фінансових ресурсів.

Досить гостро на сучасному етапі розвитку постає проблема асиметрії інформації, низької прозорості в діяльності вітчизняних підприємств, а також відсутності ефективного механізму захисту власників даних боргових інструментів. Це зумовлює зниження інтересу інвесторів до такого роду активів, що у свою чергу призводить до зростання вартості фінансових ресурсів для емітентів корпоративних облігацій через необхідність підвищення дохідності облігацій з метою компенсації наявного ризику.

**Висновки.** Таким чином, ринок облігацій підприємств як один із сегментів ринку цінних паперів є невід'ємним елементом ринкової економіки України. Його розвиток та ефективне функціонування сприятимуть економічному зростанню, збільшенню розмірів залучених фінансових ресурсів тощо. Аналіз стану ринку корпоративних облігацій свідчить, що обсяги запозичень на ньому у перспективі й надалі будуть збільшуватись, а це дасть змогу наростити розміри інвестицій у національну економіку. Проте, варто звернути увагу на ряд негативних факторів, що стримують його розвиток та сприяють зниженню рентабельності виходу на нього вітчизняних емітентів. Адже лише подолання цих явищ дасть новий поштовх для функціонування та розширення ринку корпоративних облігацій.

#### Література.

1. Вальчишен О. Аналітичний огляд. Ринок корпоративних облігацій [текст] [Електронний ресурс] / О. Вальчишен. – Режим доступу: <http://www.pension.kiev.ua/files/CorporateBonds.pdf>
2. Каламбет С.В., Міро І.М. Випуск корпоративних облігацій в Україні [текст] [Електронний ресурс] / С. Каламбет, І. Міро. – Режим доступу: [http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc\\_gum/znpdnuzt\\_pet/2011\\_1/econ1/08kalmir.pdf](http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/znpdnuzt_pet/2011_1/econ1/08kalmir.pdf)
3. Кредити, надані депозитними корпораціями в 2007-2012 р.р. [таблиця] // Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=44579](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44579)
4. Мацера С.М. Корпоративні облігації як джерело формування капіталу акціонерного товариства [текст] [Електронний ресурс] / С. Мацера. – Режим доступу: [http://archive.nbuv.gov.ua/portal/chem\\_biol/nvnltu/21\\_8/245\\_Mac.pdf](http://archive.nbuv.gov.ua/portal/chem_biol/nvnltu/21_8/245_Mac.pdf)
5. Лютий І.О. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку. 2-ге видання [текст]: [монографія] / [Лютий І.О., Грищенко Т.В., Любкіна О.В., Білік О.П., Рак Р.В., Буй Т.Г., Мошеський С.З., Нічосова Т.В., Прімерова О.К.]. – К.: ЦУЛ, 2008. 432 с.
6. Охріменко О. А. Ринок корпоративних облігацій України: тенденції та суперечності [текст] / Охріменко О. А. // Фінанси України. – 2005. – №12. – С. 115–121.
7. Про цінні папери та фондовий ринок [текст] [Електронний ресурс] : закон України від 23.02.2006 № 3480-IV зі змінами та доповненнями. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>
8. Річна звітність щодо розвитку фондового ринку за 2007-2012 р.р. [таблиця] // Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>
9. Річний звіт ПФТС за 2008 рік [текст] [Електронний ресурс]. Режим доступу - [http://www.pfts.com/uk/yearly-reports/?get\\_file=163](http://www.pfts.com/uk/yearly-reports/?get_file=163)

#### References.

1. Val'chishen O. Analitichnii oglyad. Rinok korporativnix obligacii [tekst] [Elektronnii resurs] / O. Val'chishen. – Rezhim dostupu: <http://www.pension.kiev.ua/files/CorporateBonds.pdf>
2. Kalambet S.V., Miro I.M. Vipusk korporativnix obligacii v Ukraini [tekst] [Elektronnii resurs] / S. Kalambet, I. Miro. – Rezhim dostupu: [http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc\\_gum/znpdnuzt\\_pet/2011\\_1/econ1/08kalmir.pdf](http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/znpdnuzt_pet/2011_1/econ1/08kalmir.pdf)
3. Krediti, nadani depozitnimi korporacijami v 2007-2012 r.r. [tablicya] // Oficiinii sait Nacional' nogo banku Ukraini [Elektronnii resurs] – Rezhim dostupu: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=44579](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44579)
4. Macera S.M. Korporativni obligacii yak dzherelo formuvannya kapitalu akcionernogo tovaristva [tekst] [Elektronnii resurs] / S. Macera. – Rezhim dostupu: [http://archive.nbuv.gov.ua/portal/chem\\_biol/nvnltu/21\\_8/245\\_Mac.pdf](http://archive.nbuv.gov.ua/portal/chem_biol/nvnltu/21_8/245_Mac.pdf)
5. Lyutii I.O. Rinok borgovix cinnix paperiv v Ukraini: superechnosti ta tendencii rozvitku. 2-ge vidannya [tekst]: [monografiya] / [Lyutii I.O., Grischenko T.V., Lyubkina O.V., Bilik O.P., Rak R.V., Bui T.G., Moshens'kii S.Z., Nichosova T.V., Primerova O.K.]. – K.: CUL, 2008. 432 s.
6. Oxrimenko O. A. Rinok korporativnix obligacii Ukraini: tendencii ta superechnosti [tekst] / Oxrimenko O. A. // Finansi Ukraini. – 2005. – №12. – S. 115–121.
7. Pro cinni paperi ta fondovii riнок [tekst] [Elektronnii resurs] : zakon Ukraini vid 23.02.2006 № 3480-IV zi zminami ta dopovnenniyami. – Rezhim dostupu: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>
8. Richna zvitnist' schodo rozvitku fondovogo rinku za 2007-2012 r.r. [tablicya] // Oficiinii sait Nacional' noi komisii z cinnix paperiv ta fondovogo rinku [Elektronnii resurs] – Rezhim dostupu: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>
9. Richnii zvit PFTS za 2008 rik [tekst] [Elektronnii resurs]. Rezhim dostupu - [http://www.pfts.com/uk/yearly-reports/?get\\_file=163](http://www.pfts.com/uk/yearly-reports/?get_file=163)

*Стаття надійшла до редакції 03.06.2013 р.*



ТОВ "ДКС Центр"