

УДК 336.763.31

Гапонюк Микола Анатолійович,

канд. екон. наук, проф., завідувач кафедри фінансові ринки,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»
(03680, Україна, Київ, проспект Перемоги, 54/1)
E-mail: kneu.finrunol@mail.ru

ЗАМІЩЕННЯ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ ДЕРЖАВНИМИ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

АНОТАЦІЯ. У роботі досліджено процес заміщення корпоративних облігацій державними на фондовому ринку України. Проведено аналіз структури фондового ринку України; аналіз структури ринку облігацій в Україні; досліджено причини поточного стану, можливі наслідки та запропоновано прогноз на майбутнє. У результаті виявлено, що в період після фінансової кризи обсяги залучення коштів та обороти в корпоративному сегменті боргового ринку зменшились, у той час як за державними облігаціями спостерігалось стрімке зростання. Враховуючи подібні інвестиційні характеристики аналізованих фінансових інструментів та обмеженість ресурсів на ринку, можна зробити висновок про заміщення корпоративних облігацій державними. В той же час, додаткового вивчення потребують інші фактори, що могли призвести до ускладнення умов залучення коштів корпораціями. Результати роботи можуть бути використані при розробленні стратегії розвитку фінансового сектора. Продовження поточних тенденцій зменшення можливостей підприємств щодо отримання ресурсів може мати наслідком сповільнення розвитку економіки. Значення дослідження полягає у виявленні проблеми заміщення та можливих негативних наслідків.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: фінансовий ринок, корпоративні облігації, державні облігації, дефолт.

Постановка проблеми та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Для залучення фінансових ресурсів корпорації виходять на фінансовий ринок. Вихід може здійснюватися через пайове або боргове фінансування. Обсяг і ціна доступних для компанії ресурсів залежить від їх загального обсягу на ринку, а також наявності альтернативних варіантів. Конкурентами можуть виступати як інші корпорації, так і держава. При цьому державні цінні папери мають ряд особливостей, які можуть робити їх привабливішими для інвесторів. У випадку значної емісії державного боргу корпорації залучають ресурси за істотно вищою ціною або ж взагалі не можуть цього зробити. Актуальність проблеми зростає в тому випадку, якщо ринок незначний за обсягами, а вільні ресурси майже відсутні.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню особливостей функціонування фондового ринку присвячені роботи багатьох зарубіжних учених, зокрема Ф. Блека, Дж. Богла, З. Боді, Р. Бойе, Р. Гібсона, Дж. Ерроу, Г. Марковіца, М. Міллера, М. Портера, С. Россо, Г. Тобіна, В. Шарпа тощо. Різноманітні аспекти інвестиційного процесу розглядаються також у дослідженнях вітчизняних науковців: Білоуса І. [1], Васюренка О., Диби М., Клебанової Т., Коваленко Ю., Леонова Д., Луціва Б., Майорової Т., Міщенко В., Мозгового О., Нічосової Т [2], Онікієнка С., Переседи А., Сіржука Р. [3], Шевченко О. [4].

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується стаття. Додаткового дослідження вимагають особливості заміщення корпоративних облігацій державними на фондовому ринку України. Доцільним є аналіз потенційних наслідків цього процесу на розвиток вітчизняного фондового ринку та економіки в цілому.

Формулювання мети і завдання дослідження. Мета роботи полягає в дослідженні процесу заміщення корпоративних облігацій державними на фондовому ринку України. Для досягнення мети було поставлено такі завдання: аналіз структури фондового ринку України; аналіз структури ринку облігацій в Україні; дослідження причин поточного стану, можливих наслідків і прогнозу на майбутнє.

Виклад основного матеріалу дослідження. Для залучення ресурсів на фондовому ринку корпорації можуть емітувати акції або облігації. Випуск пайових інструментів має ряд переваг, основна з яких — відсутність необхідності повертати інвесторам отримані кошти. Разом із тим, компанія дещо поступається контролем над прийняттям управлінських рішень і має ділитись з інвесторами частиною прибутку в разі його розподілу. Використання боргових інструментів передбачає повернення інвесторам їх коштів компанією, включно із платою за користування ними. Проте всі зобов'язання емітента облігацій після їх погашення зникають.

Таким чином, використання пайових і боргових інструментів є альтернативними способами залучення коштів, кожен із яких має свої особливості. Залежно від цілей та особливостей роботи корпорація може обрати один із них або ж скористатись обома. Враховуючи відмінності між акціями та облігаціями, можна сказати, що вони не є прямими конкурентами: ті інвестори, які прагнуть

більшої надійності та фіксованого доходу купують боргові інструменти; ті, хто згоден на вищий ризик, сподіваючись отримати значний прибуток за рахунок курсової різниці та дивідендних платежів, обирають пайові інструменти.

Ринок пайових інструментів не обмежується акціями корпорацій. До них також можна віднести інвестиційні сертифікати пайових фондів, акції корпоративних інвестиційних фондів, сертифікати фондів операцій з нерухомістю. Проте прямими конкурентами для акцій корпорацій інші пайові інструменти не виступають. Сертифікати фондів операцій з нерухомістю, як слідує з їх назви, в першу чергу орієновані на інвесторів, що прагнуть працювати з нерухомістю. Корпоративні та пайові інвестиційні фонди самі виступають у ролі інституційних інвесторів, значною мірою вкладаючи кошти в акції компаній.

Ринок боргових інструментів також не обмежується корпоративними облигаціями. На ньому можна виділити також державні облигації, облигації місцевої позики, депозитні та ощадні сертифікати, векселі тощо. Кожен із цих інструментів має власні особливості, проте інвестиційні якості їх подібні. Тому можна казати про те, що деякі з них виступають прямими конкурентами. Це стосується, передусім, корпоративних і державних облигацій.

На вітчизняному організованому ринку цінних паперів станом на 2014 рік основними є боргові інструменти. Їх частка в біржовому обігу цінних паперів у сумі перевищує 93 % (рис. 1). Ринок пайових інструментів є набагато меншим. Обсяг біржових контрактів із ними менше 5 % від загального. На нашу думку, ключовою причиною цього є високий рівень ризику, притаманний українському фондовому ринку та економіці в цілому. Інвестори прагнуть зменшити невизначеність, орієнтуючись на менш ризикові інструменти, які пропонують фіксований рівень доходності.

Йдеться, передусім, про державні облигації України. Їх частка в біржовому обігу цінних паперів у 2014 році становила 88,07 %. Набагато меншою є частка корпоративних облигацій та облигацій місцевої позики (5,30 % і 0,09 % відповідно). Як уже було зазначено, за інвестиційними якостями державні та корпоративні облигації є досить подібними. Тому можна припустити, що значна орієнтація інвесторів на перші з них значно обмежує можливості залучення капіталу корпораціями на досить незначному за обсягом ресурсів вітчизняному фондовому ринку.

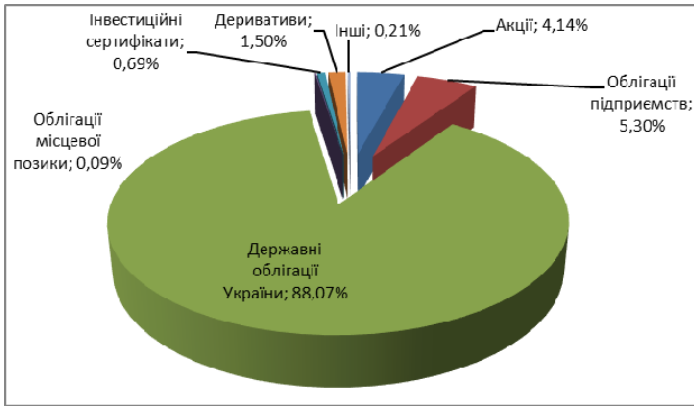


Рис. 1. Структура ринку цінних паперів в Україні в 2014 році

Джерело: побудовано автором за даними НКЦПФР^[5]

Починаючи з фінансової кризи в 2008 році Україна стрімко нарощувала обсяг державного боргу (рис. 2). Частково він фінансувався за рахунок випуску облігацій державної позики на внутрішньому ринку. Якщо в 2009 році було здійснено та допущено до торгів на фондових біржах усього 61 випуск таких боргових інструментів, то в 2012 році — вже 268. У подальшому темпи збільшення державних запозичень тільки зростали. У результаті в 2014 році кількість випусків сягнула 572.

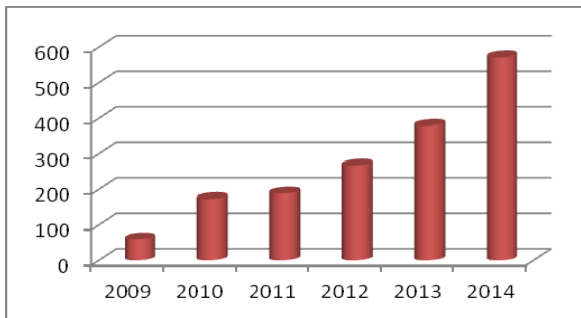


Рис. 2. Кількість випусків державних облігацій, які допущено до торгів на фондових біржах у 2009—2014 рр., шт.

Джерело: побудовано автором за даними НКЦПФР [5]

Зовсім інша ситуація склалась на ринку корпоративних облігацій. Упродовж 2004—2007 років обсяги емісій на ньому швидко зростали. Якщо в 2004 році було розміщено облігацій на суму 4,11 млрд грн, то вже в 2007 — на суму 44,48 млрд грн. Ринок виріс більш ніж у 10 разів. Проте у подальшому на його розвиток украй негативно вплинула фінансова криза. Окрім зменшення обсягу доступних ресурсів вона призвела до ряду дефолтів за облігаціями. Це серйозно підірвало довіру інвесторів, які вкрай неохоче купували нові випуски корпоративних цінних паперів. У подальшому ринок дещо відновився. Максимальних значень обсяг випусків облігацій досяг у 2012 році — 51,39 млрд грн. Щоправда, у доларовому еквіваленті докризового рівня він не досяг. Після цього в 2013 та 2014 роках спостерігалось падіння обсягу емісії корпоративних облігацій, який наприкінці досліджуваного періоду становив 29,01 млрд грн.

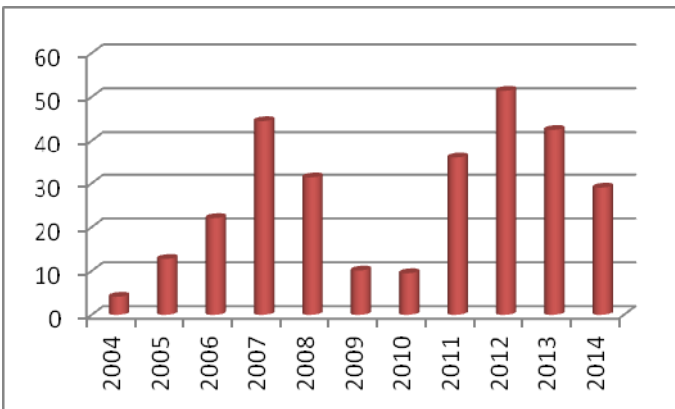


Рис. 3. Обсяг випусків корпоративних облігацій в Україні в 2004—2014 рр., млрд грн

Джерело: побудовано автором за даними НКЦПФР [5]

Якщо порівняти обсяги торгів корпоративними та державними облігаціями, то можна побачити (рис. 4), що в 2005 році на ринку спостерігався майже паритет — обсяг торгів корпоративними облігаціями становив 33 млрд грн, а державними — 27 млрд грн. Упродовж 2006—2008 рр. спостерігалось нарощування обсягу

торгів як державним, так і корпоративним боргом, проте другий ріс значно вищими темпами. На кінець 2008 року обсяги торгів державними облігаціями становили 62,49 млрд грн, а корпоративними — 205,21 млрд грн, тобто були більшими у понад 3 рази. Проте в подальшому з розгортанням фінансової кризи ситуація значно змінилась. Обсяг торгів корпоративними облігаціями в 2009 році впав до 81,13 млрд грн. На ринку ж державних облігацій спостерігалась протилежна динаміка — зростання до 98,99 млрд грн. У подальшому відбувалось дуже стрімке нарощування обсягів торгів державними цінними паперами, які досягли піку в 2012 році, сягнувши 1217,06 млрд грн. На ринку корпоративних облігацій також відбувалось незначне зростання, проте обсяги торгів були далекими від докризових. На кінець 2014 року обсяг ринку державних облігацій майже в 10 разів перевищував обсяг ринку корпоративних облігацій.

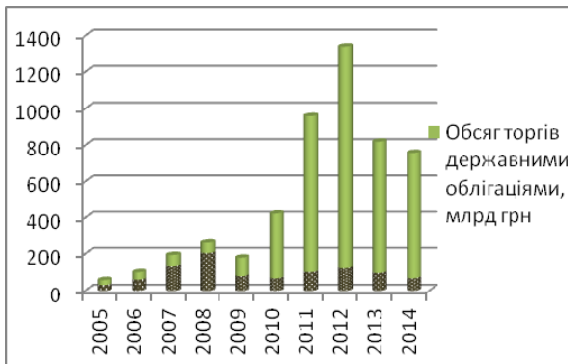


Рис. 4. Обсяг торгів державними та корпоративними облігаціями в Україні в 2005 — 2014 рр., млрд грн

Джерело: побудовано автором за даними НКЦПФР [5]

Таким чином, аналіз наведених статистичних даних показує зменшення ролі корпоративних облігацій і стрімке збільшення використання державних боргових інструментів. Враховуючи конкурентний характер взаємовідносин даних фінансових інструментів, є підстави вважати, що державні облігації витісняють корпоративні на ринку. Передусім це пов'язано зі значним зростанням ризиків. Зміни в політико-економічній кон'юктурі приз-

водять до того, що державні облігації користуються більшим попитом. Вони мають нижчий порівняно з корпоративними рівень ризику, так як виплати гарантуються державою. Окрім того, державні облігації можуть бути використані в операціях рефінансування, їх охочіше приймають як гарантію повернення запозичених фінансових ресурсів. Ставки дохідності при цьому за ними залишаються відносно високими (рис. 5).

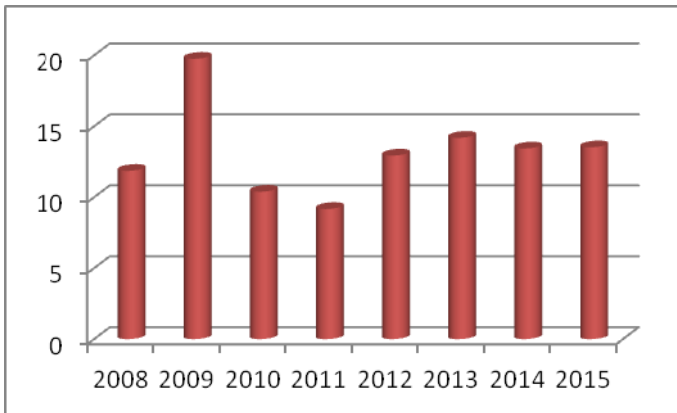


Рис. 5. Середньозважена дохідність ОВДП у гривні за 2008 — жовтень 2015 рр., %

Джерело: побудовано за даними НБУ [6]

Заслуговує на увагу також структура обігу державних облігацій на вторинному ринку за часом до погашення (рис. 6). Торги відбуваються переважно короткостроковими інструментами. Так, за жовтень 2015 року на біржовому ринку було продано понад 1,8 млн штук ОВДП. За довгостроковими облігаціями дане число сягає 2 млн штук, проте всі вони були продані в рамках однієї угоди. Середньострокових облігацій обертається набагато менше. Корпоративні облігації, як правило, є середньо- або ж довгостроковими. Таким чином, ширша лінійка державних інструментів дозволяє їм гнучкіше задовольняти потреби інвесторів.

Разом із тим, не варто серед причин кризи на ринку корпоративних облігацій виділяти тільки екзогенні. Ще одним фактором, який суттєво знизив довіру інвесторів, була значна кількість де-

фолтів [7]. У результаті фінансової кризи у 2008 та 2009 рр. було зафіксовано 24 та 54 дефолти за корпоративними облигаціями. Відсутність можливості отримати назад власні кошти й захистити свої інтереси в суді призвела до втрати довіри до корпоративних боргових інструментів. В умовах несприятливої політико-економічної кон'юнктури значення цього фактору тільки зросло, зменшуючи привабливість корпоративних облигацій для інвесторів.

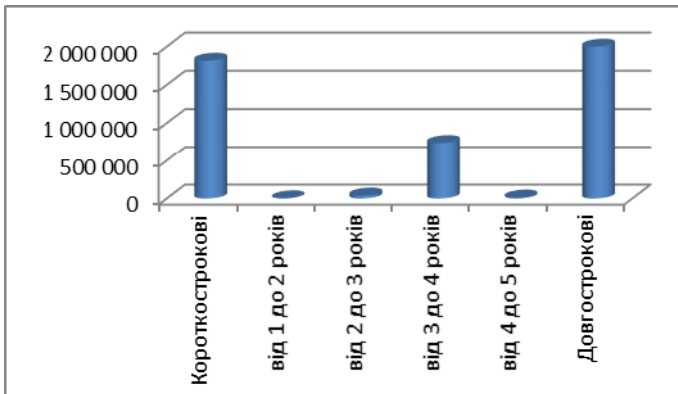


Рис. 6. Операції з ОВДП на вторинному ринку в жовтні 2015 р., шт.

Джерело: побудовано за даними НБУ [6]

Таблиця 1
Розподіл дефолтів за корпоративними облигаціями за типом у 2005—2008 роках, шт.

Тип дефолту	2005	2006	2007	2008	2009
при погашенні зобов'язань	0	2	3	16	35
при достроковому викупі	1	0	0	5	11
при виплаті купону	0	0	1	3	5
Санация з введенням мораторію на виконання зобов'язань	0	0	0	0	2
ліквідація	0	0	0	0	1
Всього	1	2	4	24	54

Джерело: складено за даними рейтингового агентства Кредит-рейтинг [8]

Зменшення ролі корпоративних облігацій на вітчизняному фінансовому ринку призводить до зниження доступності ресурсів для розвитку корпорацій. В умовах практично відсутності можливості залучення кредитних коштів у банках це може мати вкрай негативні наслідки як для самих компаній, так і економіки в цілому. Тому доцільним було би обмеження державних запозичень хоча би в тій частині, де вони виступають прямими конкурентами для корпоративних облігацій. Проте такий розвиток подій виглядає малоімовірним. За рахунок випуску державних цінних паперів відбувається фінансування дефіциту бюджету. У найближчі роки підстав для оптимістичного прогнозу мало, а тому цілком імовірним є нарощування державного боргу. Це означатиме, що державні облігації залишаться домінуючим інструментом на вітчизняному фінансовому ринку як мінімум у найближчі роки.

Висновки і перспективи подальших досліджень у даному напрямку. Після фінансової кризи в 2008 році обсяги емісії та оборот корпоративних облігацій почали зменшуватись. У той же час роль державних боргових цінних паперів почала стрімко зростати. Враховуючи те, що державні та корпоративні інструменти конкурують між собою за вкрай обмежені кошти інвесторів, можна говорити про витіснення з ринку корпоративних облігацій. У той же час, на зменшення привабливості корпоративних облігацій значною мірою вплинула велика кількість дефолтів за ними. Подальшого дослідження потребують пошуки шляхів виходу ринку корпоративних боргових інструментів із кризи в умовах складної економічної ситуації.

Бібліографічний список

1. Білоус І. Формування ринку корпоративних облігацій України, його характерні аспекти та фактори впливу / І. Білоус // Формування ринкових відносин в Україні. — 2010. — №9(112). — С. 13–17.
2. Нічосова Т. Системні трансформації ринку корпоративних облігацій України / Т. Нічосова // Банківська справа. — 2008. — № 4. — С. 24–30.
3. Сіржук Р. Інвестиційна привабливість корпоративних облігацій / Р. Сіржук // Цінні папери України. — 2003. — №34. — С. 7.
4. Шевченко О. Сучасні тенденції функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні / О. Шевченко // Економіка, фінанси, право. — 2014. — №1. — С. 10–16.

5. Річні звіти НКЦПФР // Офіційний сайт НКЦПФР / [Електронний ресурс] // Режим доступу до матеріалів: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.

6. Грошово-кредитна та фінансова статистика НБУ / Офіційний сайт НБУ / [Електронний ресурс] // Режим доступу до матеріалів: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=12057279.

7. Аналітичний огляд ринку облігацій України за 2014 рік / Офіційний сайт рейтингового агентства Рюрик / [Електронний ресурс] // Режим доступу до матеріалів: http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_4_kv_2014.pdf.

8. Шубина О. Анализ дефолтов по облигационным выпускам за 5-летний период (2005–2009 гг.) / О. Шубина. Офіційний сайт рейтингового агентства Кредит-рейтинг / [Електронний ресурс] // Режим доступу до матеріалів: <http://www.credit-rating.ua/ru/analytics/analytical-articles/12555>.

References

1. Bilous I. Formuvannya rynku korporatyvnykh obligacij Ukrayiny, jogo xarakterni aspekty ta faktory vplyvu [Formation of Ukrainian Corporate Bonds Market, Its Features and Factors] // Formuvannya rynkovykh vidnosyn v Ukrayini. — 2010. — №9(112). — P. 13–17 [In Ukrainian]

2. Nichosova T. Systemni transformaciyi rynku korporatyvnykh obligacij Ukrayiny [System Transformation of Ukrainian Corporate Bonds Market] // Bankivs'ka sprava. — 2008. — № 4. — P. 24–30 [In Ukrainian]

3. Sirzhuk R. Investycijna pryvablyvist korporatyvnykh obligacij [Corporate Bonds' Investing Attractiveness] // Cinni papyry Ukrayiny. — 2003. — №34. — P. 7 [In Ukrainian]

4. Shevchenko O. Suchasni tendenciyi funkcionuvannya rynku korporatyvnykh obligacij v Ukrayini [Modern Trends of Corporate Bonds Market in Ukraine] // Ekonomika, finansy, pravo. — 2014. — №1. — P. 10–16 [In Ukrainian]

5. NSSMC Annual Reports / NSSMC Official site / [Electronic resource] // Materials available: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual> [In Ukrainian]

6. NBU Monetary and Financial Statistics / NBU Official site / [Electronic resource] // Materials available: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=12057279 [In Ukrainian]

7. Analitychnyj oglyad rynku obligacij Ukrayiny za 2014 rik [Analytical Review of Bonds Market in Ukraine in 2014] / Official site of Rurik rating agency / [Electronic resource] // Materials available: http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_4_kv_2014.pdf [In Ukrainian]

8. Shubina O. Analyz defoltov po obligatsyonnim vipuskam za 5-letniy period (2005 — 2009 gg.) [5-year Bonds Default Analysis (2005–2009)] // О. Шубіна, Official site of Credit-rating rating agency / [Electronic resource] // Materials available: <http://www.credit-rating.ua/ru/analytics/analytical-articles/12555> [In Russian]

Стаття надійшла до редакції 21 жовтня 2015 р.

УДК 336.763.31

Галонюк Николай Анатольевич,

канд. экон. наук, проф., заведующий кафедрой финансовые рынки, ГБУЗ «КНЭУ имени Вадима Гетьмана» (03680, Украина, Киев, проспект Победы, 54/1)
E-mail: kneu.finrunol@mail.ru

Замещение корпоративных облигаций государственными на фондовом рынке Украины

АННОТАЦИЯ. В работе исследован процесс замещения корпоративных облигаций государственными на фондовом рынке Украины. Проведен анализ структуры фондового рынка Украины; анализ структуры рынка облигаций в Украине; исследованы причины текущего состояния, возможные последствия и предложен прогноз на будущее. В результате выявлено, что в период после финансового кризиса объемы привлечения средств и обороты в корпоративном сегменте долгового рынка уменьшились, в то время как по государственным облигациям наблюдался стремительный рост. Учитывая похожие инвестиционные характеристики рассматриваемых финансовых инструментов и ограниченность ресурсов на рынке, можно сделать вывод о замещении корпоративных облигаций государственными. В то же время, дополнительного изучения требуют другие факторы, которые могли привести к усложнению условий привлечения средств корпорациями. Результаты работы могут быть использованы при разработке стратегии развития финансового сектора. Продолжение текущих тенденций уменьшения возможностей предприятий по привлечению ресурсов может привести к замедлению развития экономики. Значение исследования заключается в выявлении проблемы замещения и возможных негативных последствий.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: финансовый рынок, корпоративные облигации, государственные облигации, дефолт.

UDC336.763.31

Gaponiuk Mykola Anatoliiovych,

Candidate of Sciences (Economics), Professor,
Head of Department of Financial Markets,
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman
(54/1, Peremogy Av., Kyiv, 03680, Ukraine)
E-mail: kneu.finrunol@mail.ru

Substitution of Corporate Bonds for the Government Bonds at Ukrainian Stock Market

ABSTRACT. This paper outlines the problem of substitution of corporate bonds for government bonds at Ukrainian stock market. The author analyzed the structure of the Ukrainian stock and bond markets. The causes of the current situation and possible consequences were described, as well as possible outcomes. According to the paper, the emission and turnover of the corporate bonds have decreased after the financial crisis. At the same time, the emission and turnover of the government bonds have significantly increased. These financial instruments have similar investments features. Moreover, the amount of available resources is very limited. The author stresses, that investors substituted the corporate bonds for government bonds. At the same time, there may be other factors, which can result in problems at the corporate bonds market. The results of this study can be used in strategic development of the financial sector. Conservation of current trends can result in reduction of enterprises' ability to attract resources and slow down the economy of Ukraine. The value of the study is in identifying the problem of substitution on bonds market and outlining the possible negative consequences.

KEY WORDS: financial market, corporate bonds, government bonds, default.

УДК 336.76:330.3

Дегтярєва Наталія Володимирівна,

канд. екон. наук, доц.,
доцент кафедри фінансові ринки,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»
(03680, Україна, Київ, проспект Перемоги, 54/1)
E-mail:dnatalia62@yahoo.com

Левченко Катерина Михайлівна,

аспірант кафедри фінансові ринки,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»
(03680, Україна, Київ, проспект Перемоги, 54/1)
E-mail:Katrinka777@ukr.net

ПРУДЕНЦІЙНИЙ НАГЛЯД У СФЕРІ УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

АНОТАЦІЯ. Розглянуто процес становлення пруденційного нагляду в сфері управління активами в Україні. Показники виконання вітчизняними компаніями з управління активами (КУА) пруденційних нормативів проаналізовано за допомогою графічного і табличного методів. Дані про дотримання встановлених нормативів і низька транспарентність КУА свідчать про недостатню ефективність пруденційного нагляду за діяльністю у сфері управління активами в Україні. Необхідність імплементації європейських директив і рекомендацій щодо пруденційного нагляду