

## СЕКЦІЯ 4 ЕКОНОМІКА ТА УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВАМИ

УДК 336.7

**Абубекерова А.З.***кандидат економічних наук,  
доцент кафедри фінансів**Запорізького інституту економіки та інформаційних технологій***Хацер М.В.***кандидат економічних наук,  
доцент кафедри фінансів**Запорізької державної інженерної академії*

### КОРПОРАТИВНІ ОБЛІГАЦІЇ ЯК ІНСТРУМЕНТ ФІНАНСУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

У статті розглянуто інструменти ринку облігацій та їх класифікація. Проаналізовано стан ринку корпоративних облігацій та визначені шляхи підвищення ефективності його функціонування. Визначено і оцінено основні позитивні та негативні аспекти емісії облігацій для переведення зобов'язань акціонерного товариства.

**Ключові слова:** емітент, фондовий ринок, корпоративні облігації, біржові контракти, грошові зобов'язання.

#### **Абубекерова А.З., Хацер М.В. КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ КАК ИНСТРУМЕНТ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА**

В статье рассмотрены инструменты рынка облигаций и их классификация. Проведен анализ состояния рынка корпоративных облигаций и определены пути повышения эффективности его функционирования. Определены и оценены основные положительные и негативные аспекты эмиссии облигаций для трансформации обязательств акционерного общества.

**Ключевые слова:** эмитент, фондовый рынок, корпоративные облигации, биржевые контракты, денежные обязательства.

#### **Abubekerova A.Z., Khatser M.V. CORPORATE BONDS AS THE TOOL OF THE ENTERPRISE ACTIVITY FINANCING IN TERMS OF FINANCIAL CRISIS**

The article deals with the bond market instruments and their classification. The states of the corporate bond market and the ways to improve the efficiency of its functioning have been analyzed. The article identifies and evaluates the main positive and negative aspects of the bonds emission for the transformation of joint-stock company duties.

**Keywords:** issuer, stock market, corporate bonds, stock contracts, money obligations.

**Постановка проблеми.** В умовах скорочення основних показників економічного розвитку України, що є наслідком посилення кризових процесів всередині країни та зовнішньої негативної кон'юнктури ринків сировини, готових виробів та послуг, на підприємствах гостро постає проблема залучення ресурсів для фінансування поточної діяльності та довгострокових інвестиційних проектів. Особливо нагальною дана проблема стала внаслідок значного зростання вартості енергоносіїв та необхідності проведення оновлення суттєво зношених основних фондів українських суб'єктів господарювання. Також проблемою, що потребує фінансових вливань є зменшення вартості оборотних коштів підприємств України внаслідок кризових явищ та значної інфляції.

Структура власників сучасних українських підприємств та їх фінансові можливості не дозволяють більшості суб'єктів господарювання залучити значні фінансові ресурси з даних джерел фінансування власної діяльності. Криза та проблеми зі збутом призводять до збитковості або суттєво зменшили прибутки господарюючих суб'єктів України, що також не дозволяє їм розраховувати на значні фінансові вливання. Таким чином, у сучасних умовах господарювання українські підприємства не мають суттєвих можливостей фінансувати свою діяльність за рахунок власних фінансових джерел.

Необхідно активно використовувати кредитні ресурси. При цьому, у рамках управління фінансами

необхідно відходити від традиційних шляхів залучення фінансових коштів у рамках банківських кредитів, оскільки відтік депозитів та великі ризики, що пов'язані з довгостроковим фінансуванням змушують банки підвищувати відсоткові ставки по кредитах, що робить їх економічно не обґрунтованими для українських підприємств. Встає питання пошуку альтернативних джерел фінансування в умовах відсутності довіри з боку інвесторів (особливо іноземних), що дозволить українським підприємствам подолати кризові явища та отримати ресурси для подальшого розвитку і проникнення на ринки країн Європейського Союзу в рамках інтеграційних процесів.

За таких умов для українських суб'єктів господарювання особливо важливим є розвивати ринок облігаційних позик, оскільки він дозволить отримати ресурси зі значно меншими витратами і надасть можливість українським інвесторам мати альтернативні шляхи вкладення коштів в умовах нестабільності економіки держави та української банківської сфери. При цьому, особливу увагу на даний ринок повинні звернути акціонерні товариства, особливо публічного типу, оскільки правові аспекти їх функціонування роблять облігаційні запозичення (випуск корпоративних облігацій) одним з найбільш ефективних інструментів залучення фінансових ресурсів у власну господарську діяльність.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Теоретичні та практичні аспекти висвітлення даної про-

блеми знайшли своє відображення в розробках таких вчених, як: О.І. Вальчишен, Т.В. Нічосова, І.В. Білоус, Г.В. Михайлів та інших.

О.І. Вальчишен сконцентрував увагу у своїх дослідженнях як на історії, так і на теорії з практикою обігу облігацій в Україні.

Т.В. Нічосова у своїй праці розкрила сутність системних трансформацій ринку корпоративних облігацій України.

І.В. Білоус у своєму дослідженні розглядав інвестиційну привабливість корпоративних облігацій та їх ризику.

Г.В. Михайлів досліджував місце і роль облігацій на фінансовому ринку України.

Незважаючи на достатність досліджень з даного питання сучасний стан ринку цінних паперів (у тому числі ринок облігацій) та кризові і трансформаційні явища в економіці України зумовлюють потребу у подальших дослідженнях, та адаптації теоретичних розробок до практичної сторони функціонування вітчизняних суб'єктів господарювання, особливо акціонерних товариств.

**Мета написання статті:** дослідження фінансування видатків підприємства (акціонерного товариства) шляхом переведення своїх зобов'язань в облігації.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Важливим сегментом ринку цінних паперів є ринок облігацій, на якому відбувається обіг боргових зобов'язань.

Облігації можуть існувати виключно в без документарній формі [1].

Емітент може розміщувати:

- звичайні (незабезпечені);
- забезпечені облігації.

Розмір забезпечення, отриманого від поручителя, гаранта, не має перевищувати розміру їхнього власного капіталу;

- відсоткові;
- цільові;
- дисконтні облігації.

Емітент має право розміщувати відсоткові та дисконтні облігації на суму, яка з урахуванням суми всіх випусків незабезпечених облігацій цього емітента не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення.

Емітент розміщує виключно забезпечені цільові облігації, виконання зобов'язань за якими передбачається об'єктами житлового будівництва, для фінансування будівництва яких залучаються кошти від фізичних та юридичних осіб.

Погашення відсоткових та дисконтних облігацій здійснюється виключно грошима.

Погашення цільових облігацій здійснюється шляхом передачі товарів та/або надання послуг, а також сплати коштів власнику таких облігацій у випадках та порядку, передбачених проспектом емісії облігацій [2].

Ринок облігацій є вагомим, успішно функціонуючим елементом, який безпосередньо впливає на стан і розвиток вітчизняного фондового ринку. У порівнянні з іншими сегментами, цей ринок характеризується стрімкими темпами розвитку, оскільки саме випуск

облігацій є одним із найнадійніших способів залучення великих обсягів довгострокового позикового фінансування (таблиця 1).

Згідно таблиці 1 можемо відмітити наступне:

1. Загальний обсяг випуску облігацій за роки дослідження зріс на 32360,43 млн. грн. при темпі росту 420,17%. При цьому, відмічаємо зменшення обсягів випуску облігацій по зрівнянню з попереднім роком у 2010 році та в 2013 році. Так, у 2013 році по зрівнянню з 2012 роком ринок скоротився на 8918,83 млн. грн. при темпі росту 82,64%.

2. Обсяг випуску облігацій підприємствами та іншими суб'єктами господарювання окрім банків і страхових компаній за роки дослідження зріс на 24320,43 млн. грн. при темпі росту 340,62%. Відмічаємо, що даний сегмент ринку в 2009 – 2013 роках зростав повільніше, ніж ринок взагалі. При цьому, він повторив періоду падіння за ринком взагалі. Так, у 2013 році по зрівнянню з 2012 роком сегмент ринку скоротився на 5160,39 млн. грн. при темпі росту 86,97%, тобто скорочення сегменту ринку було менше, ніж ринку взагалі. Цікавим є розгляд долі даного сегменту в структурі ринку облігацій та її зміни. Необхідно зазначити, що доля ринку облігацій підприємств та інших суб'єктів господарювання окрім банків і страхових компаній за роки дослідження зменшилась на 18,93% зі 100% у 2009 році до 81,07% у 2013 році. Однак, при цьому, даний сегмент ринку є найбільшим і суттєво перевищує інші сегменти ринку.

3. Обсяг випуску облігацій банками за роки дослідження зріс на 8040,00 млн. грн. Відмічаємо, що на фоні зростання ринку, даний сегмент продемонструвавши в 2011 році стрімке зростання у подальші роки (2012 та 2013) зменшувався. Так, у 2013 році порівняно з 2011 роком сегмент ринку скоротився на 5853,50 млн. грн. при темпі росту 57,87%. У 2013 році по зрівнянню з 2012 роком сегмент ринку скоротився на 3730,00 млн. грн. при темпі росту 68,31%, тобто скорочення сегменту ринку було більше, ніж ринку взагалі. Цікавим є розгляд долі даного сегменту в структурі ринку облігацій та її зміни. Необхідно зазначити, що доля ринку облігацій банків за роки дослідження збільшилась на 18,93% з 0% у 2009 році до 18,93% у 2013 році. Однак при цьому доля даного сегменту ринку, починаючи з 2011 року, постійно зменшувалась.

4. Обсяг випуску облігацій страховими компаніями біли не значні і мали місце тільки в 2011 та 2012 роках.

Підсумовуючи проведене дослідження можемо відмітити, що обсяги залучення коштів суб'єктами економіки в Україні на ринку облігаційних позик є незначними. У 2013 році відбулося зменшення обсягів зареєстрованих Національною комісією по цінним паперам та фондовому ринку (НКЦПФР) облігаційних випусків. Також важливим у дослідженні (таблиця 1) є те, що більшість ринку займають саме підприємства та банки, більшість яких є акціонерними товариствами публічного типу, тобто мова йде саме про корпоративні облігації.

Таблиця 1

Обсяг зареєстрованих випусків облігацій суб'єктів господарювання в Україні в 2009–2013 роках, млн. грн. [3]

Вид емітента	2009 рік	2010 рік	2011 рік	2012 рік	2013 рік
Підприємства та інші	10 107,35	6 343,86	21 920,94	39 588,17	34 427,78
Банки	-	3 150,00	13 893,50	11 770,00	8 040,00
Страхові компанії	-	-	100,00	28,44	-
Усього	10 107,35	9 493,86	35 914,44	51 386,61	42 467,78

Ще однією проблемою ринку є те, що реєстрація випуску ще не свідчить про його розміщення. Так, з зареєстрованих у 2013 році випусків облігацій, які повинні були отримати рейтингову оцінку, кредитний рейтинг підтримується лише за 44% (за обсягом випусків), або 40% (за кількістю випусків). Це свідчить про високий ступень непрозорості вітчизняного ринку облігацій та вказує на те, що значна частка публічних емісій здійснюється не з метою реалізації інвестиційних проектів чи поповнення оборотних коштів, а для реалізації певних фінансових схем українських суб'єктів господарювання, і в першу чергу, акціонерних товариств. Дана ситуація свідчить про суттєві проблеми українського ринку корпоративних облігацій і неможливість, у достатній мірі, державного регулятора вплинути на негативні тенденції та процеси на ринку [4].

Необхідно зазначити, що облігації є альтернативою банківського кредиту. Досить важливим в рамках дослідження автори вважають навести дані динаміки вкладень українських банків у кредити, що надані суб'єктам господарювання та порівняти їх з інвестиціями вітчизняних банків у цінні папери, додавши до цього дослідження дані про загальну суму кредитів виданих банками, дані про частку кредитів, що надані суб'єктам господарювання в загальному обсязі кредитів, які надані банками, дані про частку простроченої заборгованості за кредитами банків та дані про вкладення банків України в ОВДП. Така подача матеріалів дозволить, на думку авторів, детальніше зрозуміти проблеми дослідження. При цьому період дослідження береться з 01.01.2011 року до 01.10.2014 року.

Динаміка кредитного портфеля суб'єктів господарювання та вкладення в цінні папери українських банків наведено в таблиці 2.

Підсумовуючи дані, наведені в таблиці 2, можемо зазначити наступне:

- українські банки концентрують увагу саме на кредитній діяльності з акцентом на кредити суб'єктам господарювання;
- вкладення в цінні папери носять додатковий характер для вітчизняних банків, при цьому перева-

жають складення в ОВДП, що робить інвестиції банківської системи України в цінні папери суб'єктів господарювання зовсім незначними;

- необхідно розуміти, що українські банки за сучасних умов розвитку ринку цінних паперів взагалі і ринку облігацій зокрема, не повинні при випуску облігацій, у тому числі корпоративних сприйматись як основні інвестори. Однак, при цьому, можемо побачити великий потенціал банківської системи України в розвитку ринку облігацій (корпоративних облігацій).

Надалі порівняємо облігації з банківським кредитом та виявимо проблеми розвитку ринку.

У порівнянні з випуском облігацій банківський кредит є на сьогодні основним джерелом фінансування діяльності суб'єктів господарювання. Але банківські ресурси, за рахунок яких фінансуються кредити, складаються переважно з короткострокових депозитів населення та залишків коштів на поточних рахунках клієнтів. У свою чергу термін розміщення облігацій підприємств у середньому складе 3 роки, що не дозволяє банкам у повному обсязі задовольнити потреби підприємства в інвестиційних ресурсах. Додатковий обсяг боргових інструментів на ринку потребує наявності сталого попиту з боку інституційних інвесторів, які мають довгострокові ресурси, а саме пенсійні та інвестиційні фонди, страхові компанії та інші. Ефективний механізм обігу облігацій підприємств, який дозволить підвищити їхню привабливість для учасників ринку та дозволить підвищити їх ліквідність, є передумовою фінансової стійкості підприємства в умовах фінансової кризи.

Оскільки ринок облігацій підприємств є найбільш емним (див. таблиця 1) автори вважають за доцільне розглянути обсяги торгів облігаціями підприємств на біржовому та позабіржовому ринку за період з 2009 року до 2013 року включно в таблиці 3.

Підсумовуючи наведені дані в таблиці 3, можемо зазначити наступне:

- більшість облігацій підприємств реалізується на позабіржовому ринку з суттєвим збільшенням за період дослідження долі реалізації облігацій на біржовому ринку, що свідчить про збільшення прозорості даного сегменту ринку цінних паперів;

Таблиця 2

**Кредити, що надані суб'єктам господарювання та вкладення в цінні папери банків України, (млн. грн.) [5]**

Періоди	01.01.2011 року	01.01.2012 року	01.01.2013 року	01.01.2014 року	01.10.2014 року
Кредити, що надані суб'єктам господарювання	508 288	580 907	609 202	698 777	758 186
Всього наданих кредитів	755 030	825 320	815 327	911 402	965 692
Частка кредитів, що надані суб'єктам господарювання, %	67,3	70,4	74,7	76,7	78,5
Частка простроченої заборгованості за кредитами, %	11,2	9,6	8,9	7,7	11,5
Вкладення в цінні папери	83 559	87 719	96 340	138 287	153 377
З них ОВДП	54 696	58 175	66 052	81 048	86 059

Таблиця 3

**Обсяг торгів облігаціями підприємств на біржовому та позабіржовому ринку у 2009–2013 роках, млрд. грн. [3]**

Вид ринку	2009 рік	2010 рік	2011 рік	2012 рік	2013 рік
Позабіржовий ринок	74,06	62,79	82,28	98,54	51,36
Біржовий ринок	7,07	6,71	21,42	26,35	47,51
Усього	81,13	69,5	103,7	124,89	98,87
Обсяг торгів на ринку цінних паперів	1067,26	1541,38	2171,10	2530,87	1676,97
Частка обсягу торгів облігаціями підприємств на ринку цінних паперів, %	7,6	4,51	4,78	4,93	5,9

– доля ринку облігацій у розмірі ринку цінних паперів України не значна і за період дослідження зменшилась на 1,7%. При цьому за період з 2010 року по 2013 рік доля поступово зростала та зросла за ці роки на 1,39%.

На додачу до таблиці 3 необхідно зазначити, що обсяг виконаних біржових контрактів з цінними паперами на біржовому вторинному ринку становив 94,91% від загального обсягу виконаних біржових контрактів протягом зазначеного періоду.

Девальвація гривні та падіння ділової активності під час кризи супроводжується збільшенням обсягу прострочених кредитів та затриманням інших платежів підприємства. Пролонгація та трансформування боргових зобов'язань дозволить зменшити платіжне навантаження на підприємство та відстрочити сплату боргів в більш сприятливий для боржника період. Облігації більш мобільні ніж дебіторська заборгованість та дозволяють кредиторам підприємства застосовувати їх як заставу при кредитуванні, або в разі необхідності продати на ринку цінних паперів.

Облігації підприємств підтверджують зобов'язання емітента за ними та не дають право на участь в управлінні емітентом.

У разі переведення своїх зобов'язань в облігації, підприємство (акціонерне товариство) повинне додержуватись наступних вимог:

1) емісія облігацій для переведення зобов'язань акціонерного товариства може бути здійснена виключно щодо грошових зобов'язань акціонерного товариства, крім зобов'язань з виплати заробітної плати, а також зобов'язань щодо сплати єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування, податків і зборів (обов'язкових платежів);

2) емісія облігацій для переведення зобов'язань акціонерного товариства може бути здійснена за умови отримання письмової згоди кредиторів;

3) рішення про приватне розміщення облігацій з метою переведення зобов'язань акціонерного товариства в облігації може прийматися за умови відсутності мораторію на задоволення вимог кредиторів або в разі, якщо таке переведення зобов'язань передбачено планом санації;

4) розміщення і оплата облігацій здійснюються за номінальною вартістю шляхом укладення між акціонерним товариством (емітентом) і його кредиторами (учасниками розміщення) договорів про заміну первісного зобов'язання зобов'язанням за облігаціями (новацією);

5) зобов'язання акціонерного товариства перед кредитором, для переведення яких прийнято рішення

про розміщення облігацій, вважаються припиненими з моменту набуття кредитором права власності на облігації та реєстрації звіту про результати розміщення облігацій [2].

**Висновки з проведеного дослідження.** Подолання кризи неплатоспроможності підприємств потребує диверсифікації джерел фінансування та пошук джерел, які мають тривалий строк залучення та фіксовану вартість протягом всього строку. Це дає можливість довгострокового фінансового планування ліквідності підприємства в умовах євроінтеграції та необхідності модернізації українських підприємств. Для сталого внутрішнього попиту з боку інституційних інвесторів необхідно підвищити привабливість облігацій підприємства шляхом розширення кола проведення операцій з цими інструментами. Можливість отримання ломбардних кредитів банками від НБУ під заставу облігацій підприємств, які мають позитивний кредитний рейтинг, значно збільшить попит на них з боку банківських установ та дозволить підвищити ліквідність активів українських банків.

Впровадження на підприємствах пенсійних програм сприяє появі довгострокових інвесторів на фондовому ринку України – недержавних пенсійних фондів.

Державна підтримка суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності, які мають валютну виручку, при розміщенні боргових зобов'язань на зовнішніх фінансових ринках активізує залучення довгострокових ресурсів в економіку України.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Про цінні папери та фондовий ринок. Закон України № 3480-IV від 23 лютого 2006 року. [Електронний ресурс] // Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/print1391701992047256>.
2. Про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу. Положення НКБФР № 2998 від 27.12.2013. [Електронний ресурс] // Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0171-14/print1391701992047256>.
3. Рух ринку цінних паперів України до світових стандартів задля економічного зростання держави. Річний звіт НКЦПФР за 2013 рік. [Електронний ресурс] // Режим доступу: [http://nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1402491205.pdf](http://nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1402491205.pdf).
4. Аналітичний огляд ринку облігацій України за 2013 рік. Національне рейтингове агентство «Рюрік» [Електронний ресурс] // Режим доступу: [http://rurik.com.ua/documents/research/bonds\\_4\\_kv\\_2013\\_review.pdf](http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_4_kv_2013_review.pdf).
5. Основні показники діяльності банків України [Електронний ресурс] // Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish>.