

УДК 336.761(477)

М. В. Дубина,
Я. Ю. Горна,
І. М. Горбан

РОЛЬ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ У РОЗВИТКУ РИНКУ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ УКРАЇНИ

Поглиблено теоретичні засади розвитку ринку корпоративних облигацій в Україні та досліджено основні аспекти випуску цих цінних паперів, зокрема визначено їх місце у системі формування фінансових ресурсів суб'єктів господарювання, описано алгоритм їх випуску, що визначений нормами чинного законодавства. Також здійснено ретроспективний аналіз розвитку означеного ринку впродовж усіх років незалежності України: від випуску перших емісій корпоративних облигацій – до сьогодення. Систематизовано переваги та недоліки випуску цих цінних паперів. Виконано ґрунтовний аналіз поточного стану ринку корпоративних облигацій, досліджено випадки дефолтів на ньому, запропоновано заходи щодо активізації функціонування цього ринку та описано його важливість із позиції забезпечення стабільного економічного розвитку національного господарства.

Ключові слова: цінні папери, ринок корпоративних облигацій, облигація, дефолт, фондовий ринок, емісія.

Постановка проблеми. В умовах фінансової кризи та відсутності власних джерел для фінансування діяльності перед підприємствами постає питання пошуку альтернативних джерел ресурсів, перспективним інструментом залучення яких є випуск корпоративних облигацій. Саме емісія цих цінних паперів є тим джерелом залучення фінансування для підприємств, що може слугувати альтернативою банківському кредитуванню. Це і обумовлює важливість розвитку ринку корпоративних облигацій для реалізації виробничого потенціалу підприємств, їх економічного зростання та розвитку ринку фінансових послуг загалом.

Облігації як інструмент залучення фінансових ресурсів дозволяють підприємствам додатково залучати кошти і у межах вітчизняного ринку цінних паперів, і на міжнародних ринках капіталу. Власники таких економічних суб'єктів не ризикують втратити можливість управління ним, що є безумовною перевагою випуску облигацій порівняно з емісією акцій.

Зауважимо, що до 2008 року, після періоду становлення інформаційного, організаційного та законодавчого забезпечення для реалізації випусків облигацій, ринок цих цінних паперів розвивався в Україні

динамічно, що дозволило сформувати потужний додатковий канал надходження фінансових ресурсів до національної економічної системи для модернізації насамперед виробничих вітчизняних підприємств. Проте після настання фінансової кризи на міжнародних ринках ситуація на вітчизняному ринку корпоративних облігацій швидко погіршилася, розпочали виникати дефолти неплатежів за цими цінними паперами, підвищилися вимоги фінансових установ до кредитоспроможності надійності емітентів, що загалом загальмувало розвиток ринку корпоративних облігацій в Україні.

Стан дослідження. Вивченню теоретичних, методичних та історичних особливостей ринку корпоративних облігацій в Україні присвячено значну кількість наукових робіт, у межах яких з'ясовано різнобічні аспекти випуску цих цінних паперів, їх переваги для різних типів виробників, акцентовано на специфічній галузевій структурі цього ринку та особливостях емісії облігацій в умовах недостатнього фінансування реального сектора економіки. До вчених, що досліджували окреслену сферу, на нашу думку, входять такі: О. Баталова, І. Бульдін, Дж. В. Бейл, О. Вальчишен, О. Кузьмін, І. Лютий, О. Любка, В. Міщенко, С. Науменкова, О. Охріменко, Р. Рак, У. Шарп та ін.

Проте, незважаючи на значну палітру різнобічних наукових досліджень ринку корпоративних облігацій, у межах яких акцентовано на вивченні особливостей його державного регулювання, заходів щодо активізації розвитку, вважаємо за необхідне поглибити наукові дослідження у сфері теоретичного обґрунтування особливостей функціонування означеного ринку та акцентувати на сучасному стані його розвитку у контексті аналізу дефолтів за корпоративними облігаціями, що сьогодні наявні на фондовому ринку України і негативно впливають на інвестиційну привабливість цього ринку та загалом національної економіки.

Метою статті є поглиблення теоретичних засад функціонування ринку корпоративних облігацій та дослідження особливостей випуску означеного виду цінних паперів, аналіз сучасного стану цього ринку.

Виклад основних положень. Розпочнемо з ідентифікації місця випуску корпоративних облігацій у структурі джерел залучення фінансових ресурсів, що сьогодні є у розпорядженні суб'єктів господарювання. Загалом, як зазначалося, ринок корпоративних облігацій став альтернативним джерелом залучення коштів для реалізації інвестиційних та інноваційних проектів на піку розвитку української економіки до фінансово-економічної кризи.

Загалом це джерело формування інвестиційних коштів використовували як державні, так і приватні юридичні особи, виробничі

підприємства та установи сфери послуг. Галузева структура випуску корпоративних облігацій доволі широка, що свідчить про значний рівень попиту на цей інструмент формування фінансових ресурсів серед економічних суб'єктів.

Випуск корпоративних облігацій посів ґрунтовне місце у структурі зовнішніх джерел залучення інвестицій для розвитку підприємств на рівні з кредитами банківських та інших фінансових установ (короткострокові, середньострокові та довгострокові позики) та фінансовим лізингом (рис. 1). Ураховуючи специфіку українського ринку фінансових інструментів залучення ресурсів, його нерозвиненість, корпоративні облігації посіли вагомe місце та користувалися попитом у підприємств, а, відповідно, фінансові установи пропонували чимало послуг із організації емісії таких цінних паперів з метою отримати додатковий комісійний дохід.



Рис. 1 Основні джерела формування фінансових ресурсів підприємства

Джерело: складено авторами

Розглянемо теоретичну сутність корпоративних облігацій. Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», *корпоративні облігації або облігації підприємств* – це емісійний борговий цінний папір з установленою доходністю, шляхом випуску якого юридична особа-емітент здійснює запозичення на фінансовому ринку. Цей

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 таких боргових інструментів на ринку [3]. Таким чином, корпоративні облигації прийнято вважати борговими інструментами залучення фінансових ресурсів. Ринок цих цінних паперів здолав еволюційний шлях становлення в Україні: від періоду проголошення її незалежності та початку розвитку вітчизняного фондового ринку. Логічно припустити, що для цього ринку притаманні є загальні особливості функціонування ринку цінних паперів в Україні. Проте цьому ринку притаманні і специфічні риси розвитку. На рис. 2 наведено схематично історичну ретроспективу становлення ринку корпоративних облигацій в Україні. Розглянемо кожний період більш детально.

Перший етап можна охарактеризувати як період формування правових передумов створення цього ринку, який хронологічно тривав із 1991 року, коли Україна офіційно стала незалежною суверенною державою, до 1996 року. 1991 р. був прийнятий Закон України «Про цінні папери та фондову біржу», котрий визначив основні поняття ринку корпоративних облигацій, умови емісії та обігу боргових інструментів. У цей період Указом Президента України було утворено Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку, визначивши її завдання, функції, права, відповідальність та особливості формування відносин з іншими державними органами з питань регулювання та контролю на ринку цінних паперів, зокрема ринку боргових інструментів як його невід'ємного компонента.

Другий етап характеризувався зростанням попиту з боку економічних суб'єктів на акції недавно приватизованих підприємств, що стимулювало виникнення фінансових посередників, системи обліку прав власності на цінні папери та майданчиків організованої їх торгівлі. Слід зазначити, що окреслені два етапи мали підготовчий характер. Наслідками становлення державного регулювання сфери випуску та обігу цінних паперів було формування ринку корпоративних облигацій із визначенням ключових понять та порядку реєстрації, випуску, обігу цінних паперів, створення системи розкриття інформації про емітентів і професійних учасників ринку тощо.

Третій етап розпочинається з моменту прийняття Закону України «Про внесення змін до деяких законів України з метою стимулювання інвестиційної діяльності», відповідно до норм якого визначалося, що кошти, отримані емітентом від продажу облигацій, не оподатковуються, а основна сума боргу, на відміну від відсотків, не включалась до валових витрат.



Рис. 2 Етапи становлення та розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні

Джерело: складено авторами на основі [2; 4]

У 2000 році економіка країни вперше продемонструвала зростання ВВП (на 5,9%), а на тлі економічного росту операції з корпоративними облігаціями стали привабливими не тільки для емітентів та інвесторів, але і для фінансових посередників. Упродовж року на ринку з'явилися кілька публічних пропозицій корпоративних облігацій, емітентами яких були такі підприємства: ДАК «Титан» і ЗАТ «Київстар GSM».

Четвертий етап ознаменувався активним зростанням випусків корпоративних облігацій. У цей період вітчизняні підприємства розпочинають масово випускати облігації як додатковий інструмент залучення капіталу на модернізацію, насамперед застарілих основних фондів, а комерційні банки – розглядати емісію облігацій як ефективний спосіб отримання додаткового доходу, включаючи комісійний та процентний його види. Також фінансові установи самостійно стають активними учасниками ринку корпоративних облігацій, випускаючи цінні папери з метою розширення власної діяльності на тлі економічного піднесення, яке спостерігалось в країні. Першими на українському ринку цінних паперів були випущені облігації ЗАТ «Київстар

Дж.Ес.Ем.», АКБ «Райффайзенбанк Україна», «Одеського коньячного заводу», ТОВ «Аркада-фонд».

П'ятий етап характеризується різкою девальвацією національної валюти, збільшенням неплатежів у банківському секторі, банкрутством комерційних банків, зниженням обсягів виробництва у базових галузях вітчизняної економіки, що було обумовлено початком загальної світової фінансової кризи та подальшою рецесією.

Окреслені явища негативно вплинули на розвиток вітчизняних виробничих підприємств, що одразу позначилося на функціонуванні ринку корпоративних облігацій та призвело до зниження темпів його розвитку [10]. Сьогодні означений ринок так і не відновився, а його діяльність додатково погіршилася у результаті української кризи 2014–2015 років, що лише посилило вплив негативних чинників на розвиток вітчизняного фондового ринку загалом і ринку корпоративних облігацій зокрема.

Нині питання випуску означених цінних паперів регламентується Законом України «Про цінні папери і фондовий ринок», Податковим кодексом України та Положенням «Про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу». Схематично механізм випуску корпоративних облігацій можна представити у вигляді схеми, що відображена на рис. 3.

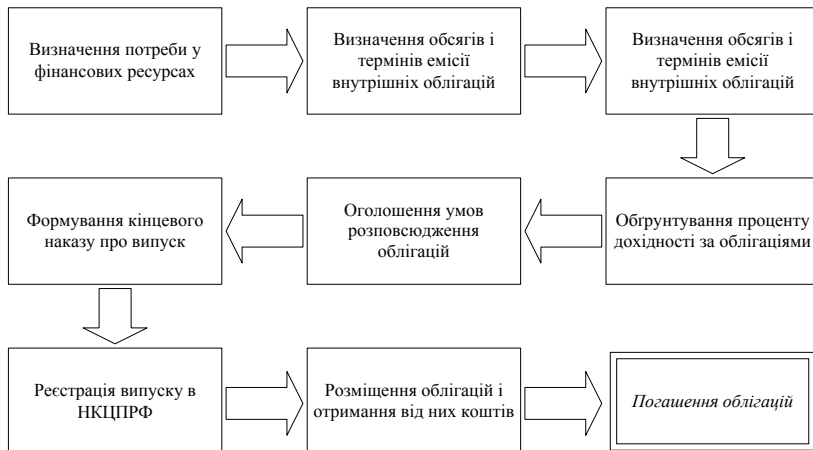


Рис. 3 Етапи випуску корпоративних облігацій

Джерело: складено авторами на основі [5]

Облігації підприємств розміщуються юридичними особами тільки після повної сплати свого статутного капіталу. Не допускається розміщення облігацій підприємств для формування і поповнення статутного капіталу емітента, а також покриття збитків від господарської діяльності шляхом зарахування доходу від продажу облігацій як результату поточної господарської діяльності.

Порядок емісії, обігу та викупу цільових облігацій підприємств установлюється Національною комісією з цінних паперів і фондового ринку (НКЦПФР). Рішення про розміщення облігацій підприємств приймається відповідним органом управління емітента згідно з нормами законів, що регулюють порядок створення, діяльність і припинення юридичних осіб відповідної організаційно-правової форми.

Емітент облігацій підприємств може прийняти рішення про продовження визначених проспектом емісії строків обігу та погашення облігацій у разі викупу ним усього відповідного випуску (серії) облігацій або згоди на продовження таких строків усіх власників відповідного випуску (серії) облігацій.

У разі такого викупу його ціна не може бути меншою ніж номінальна вартість облігацій. Тривалість періоду, на який можуть бути продовжені строки обігу та погашення облігацій підприємств, не може перевищувати тривалості періоду, визначеного проспектом емісії таких облігацій.

Повторне продовження строків обігу та погашення облігацій підприємств не допускається [3].

Випуск корпоративних облігацій як інструмент залучення додаткових фінансових ресурсів має свої переваги та недоліки для емітента, а прийняття рішень щодо його використання у господарській діяльності економічного суб'єкта обумовлено низкою чинників екзогенного та ендogenousного характеру.

На рис. 4 систематизовано основні переваги та недоліки випуску вказаних цінних паперів для їх емітентів.

Отже, аналізуючи дані, відображені на рис. 4, зазначимо, що найбільш вагомою перевагою випуску корпоративних облігацій, на нашу думку, є можливість збереження системи управління на підприємстві в руках його власників, загалом довгострокова база формування таких ресурсів і віднесення витрат за обслуговування таких цінних паперів до валових, що не вимагає реалізації витрат чистого прибутку. Серед негативних чинників випуску облігацій насамперед зазначимо про обмеженість випуску обсягів таких цінних паперів та обов'язковість повернення основного боргу через певний проміжок часу, на відміну від випусків акцій.

ВИПУСК КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ



Рис. 4 Переваги та недоліки випуску корпоративних облігацій для емітента

Джерело: складено авторами

Функціонування вітчизняного ринку корпоративних облігацій тісно пов'язано з макроекономічними характеристиками розвитку країни, рівнем нормативно-правового забезпечення укладення угод про залучення ресурсів і розвитком інших сегментів фінансового ринку. Суттєвий вплив на ефективність функціонування ринку корпоративних облігацій здійснює ситуація на грошовому ринку.

Нестабільність на ринку грошей виникає в багатьох країнах світу і коливання вартості грошей відбувається постійно. Але, на відміну від розвинених країн, де фондовий ринок має великий інвестиційний

запас ліквідності і надійності, ринок України не здатний забезпечити належну компенсацію втрати за дохідністю за корпоративними облігаціями через збільшення вартості грошей.

Найважливішими факторами, які визначають розвиток ринку корпоративних облігацій, можна вважати такі [9]: рівень розвитку кредитних відносин у країні; роль банківських установ у функціонуванні фінансової системи країни; наявність небанківських фінансових інститутів і рівень їх розвитку; наявність розвинутого ринку державних цінних паперів; рівень розвитку ринку акцій та інфраструктури фінансового ринку.

Виокремивши основні фактори впливу на ринок корпоративних облігацій, доцільно проаналізувати тенденції, що формувалися на ньому останніми роками.

Впродовж 2014 року НКЦПФР зареєструвала 265 випусків облігацій підприємств на суму близько 38 млрд. грн (304 випуски на суму 45 млрд. грн у 2013 р.).

Середній обсяг облігаційного випуску за підсумками січня-грудня 2014 року становив 145 млн. грн. Аналіз даних, наведених на рис. 5, доводить, що характерною ознакою українського ринку корпоративних облігацій до початку економічної кризи було постійне збільшення обсягу випуску цих цінних паперів. 2009–2010 рр. спостерігається різке скорочення їх обсягу майже у 3–4 рази порівняно з показниками 2007–2008 рр. (рис. 5).

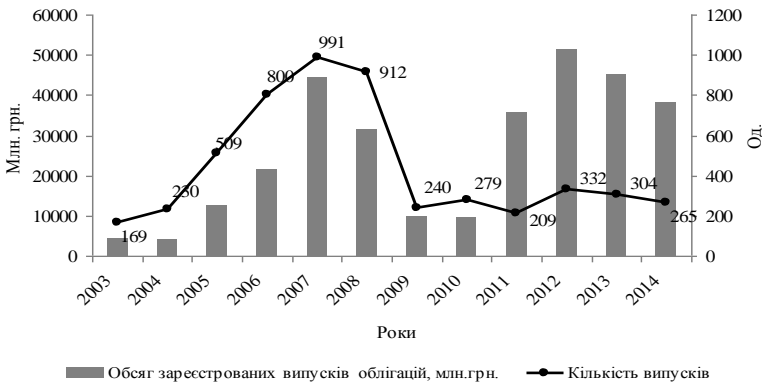


Рис. 5 Обсяг випусків облігацій підприємств, млн. грн

Джерело: створено автором на основі [1]

Така нестабільність на ринку свідчить про його високу чутливість до зовнішніх впливів: внутрішні інвестори, не маючи достатнього досвіду роботи на ринку, у випадку найменших ознак нестабільності намагалися забрати свої заощадження з фондів, що й призвело до стрімкого зниження індексу. Ще однією причиною такого різкого зниження можна вважати надмірну «роздутість» у багатьох секторах економіки після рекордного зростання більшості макроекономічних індикаторів у 2007 році. Емітенти, що зазнали особливо значних збитків у зв'язку з настанням кризи та не мали можливості обслуговувати високі боргові навантаження, були вимушені оголосити про дефолтний стан. Так, упродовж 2005–2007 р. внутрішні емітенти оголосили про 7 дефолтів, натомість упродовж наступних трьох років (2008–2010 рр.) було зафіксовано вже 106 дефолтів. Приклади найбільш значних дефолтів за корпоративними облігаціями українських підприємств наведені на рис. 6.

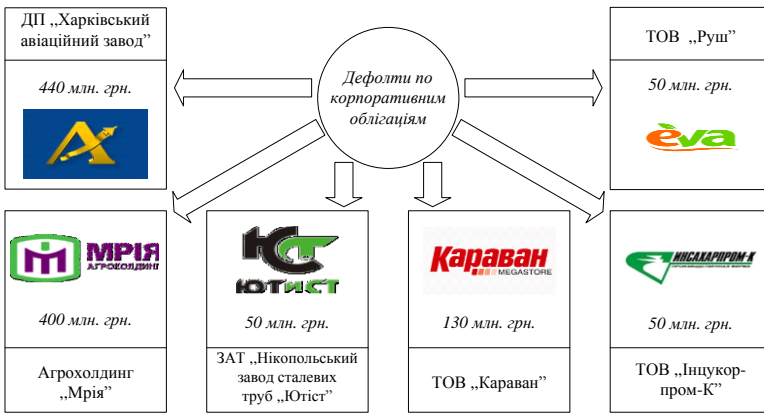


Рис. 6 Дефолти за корпоративними облігаціями українських підприємств

Джерело: складено авторами на основі [8]

Однак така значна кількість дефолтів притаманна не тільки вітчизняним підприємствам, світова економіка також переживала глибокий занепад. 2009 р. у світі дефолти за корпоративними облігаціями встановили рекорд. З початку року до серпня 201 компанія оголосила про неможливість виплатити сукупну заборгованість у розмірі

\$453,1 млрд. Для порівняння: за 2008 рік про дефолти за своїми облігаціями на \$ 433 млрд. оголошували 126 компаній. В Європі про дефолти оголосили 12 емітентів, у Канаді – 10.

2011–2012 рр. однією з головних тенденцій українського ринку корпоративних облігацій є стрімке збільшення обсягів емісій облігацій підприємств. Так, упродовж 2012 року НКЦПФР зареєстровано 332 випуски облігацій на загальну суму 51,39 млрд. грн. Це є найбільшим обсягом випуску облігацій за функціонування ринку корпоративних облігацій.

У першій половині 2013 р., коли Україна не могла залучити гроші на зовнішніх ринках, різні види зобов'язань на себе взяли «Укрлендфармінг» (\$150 млн і \$275 млн), «Укрзалізниця» (\$500 млн), ДТЕК (\$600 млн), агрохолдинг «Мрія» (\$400 млн), Укрексімбанк (\$600 млн, 2 випуску \$100+\$500 млн), МХП (\$750 млн), Ощадбанк (\$500 млн) і ПриватБанк (\$175 млн). Оскільки гроші залучалися різними способами – є як непублічні варіанти (кредити, торговельне фінансування), так і публічні розміщення у вигляді Loan Participation Notes (єврооблігації через SPV) – можливості їх реструктуризації теж відрізняються [6].

Із порівняно недавніх прикладів – банкрутство агрохолдингу «Мрія», з дефолтом за пулом кредитів, виданих більше ніж 20 українськими та зарубіжними банками, контрактами торгового фінансування та єврооблігацій на суму близько \$500 млн із погашенням 2016 і 2018 рр. У результаті судових процесів контроль над агрохолдингом перейшов до комітету кредиторів. У квітні 2015 року в стані технічного дефолту опинився найбільший металургійний холдинг України «Метінвест», який не зміг отримати згоди від 100% кредиторів на перенесення термінів погашення за торговим фінансуванням на \$113 млн. А в травні про свій технічний дефолт заявила «Укрзалізниця», коли слідом за непогашенням низки банківських кредитів настав крос-дефолт за єврооблігаціями на \$500 млн. Компанія «Fertexro» також хоче реструктуризувати залишок боргу за єврооблігаціями у розмірі \$285,7 млн (початковий обсяг випуску \$500 млн) із погашенням у квітні 2016 р.

Серед сучасних світових прикладів дефолтів за корпоративними облігаціями можна виділити Китай. Генеруюча компанія «Baoding Tianwei Group», що належить «China South Industries Group», стала першою державною компанією в КНР, що оголосила дефолт за облігаціями, які торгуються в материковому Китаї. Компанія зазнала величезних збитків у 2014 році, і співвідношення боргу та активів різко зросло. Розмір відсоткового платежу за облігаціями обсягом

1,5 млрд юанів (\$242 млн) і терміном погашення до квітня 2016 року становив 85,5 млн юанів [3].

Ринок облігацій підприємств, як відомо, характеризується галузевою структурою, яка відображає інвестиційну привабливість галузей господарювання і одночасно свідчить про інвестиційну привабливість ринку в цілому. За видами економічної діяльності на ринку корпоративних облігацій переважають випуски комерційних банків та інфраструктурних підприємств (управління, телекомунікації, транспорт, технічна діяльність), більшість із яких перебувають у державній власності та є природними монополістами. На ринку присутня значна кількість облігацій, емітованих підприємствами, без чітко вираженої спеціалізації (рис. 7).

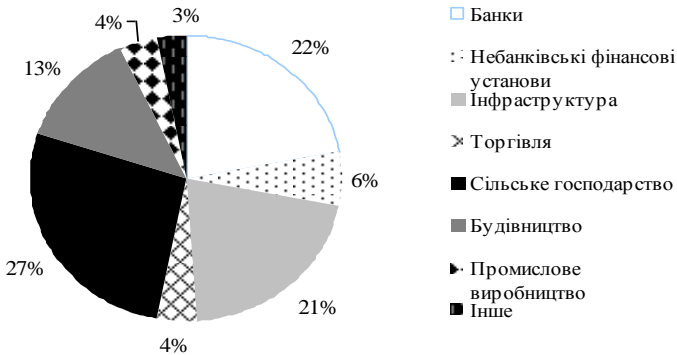


Рис. 7 Структура випуску облігацій 2014 року за видами діяльності

Джерело: складено авторами на основі [1]

Аналіз даних, представлених на рис. 7, дає змогу зробити висновки про те, що характерною тенденцією українського ринку корпоративних облігацій у 2014 році є найбільший випуск облігацій емітентами таких галузей, як сільське господарство (27%), банківська діяльність (22%), інфраструктура (21%). Що стосується емітентів такої важливої галузі реальної економіки, як промисловість, то її роль у зазначених процесах на ринку корпоративних облігацій у 2014 р. була незначна.

Упродовж 2014 року НКЦПФР зареєструвала декілька значних за обсягом випусків облігацій підприємств: «Придніпровська залізниця» (серії М-Р на суму 1,24 млрд. грн); «Альфа-Банк» (серії М-Р на суму

3 млрд. грн); «Приватбанк» (серія Z на суму 3,4 млрд. грн); «Укртелеком» (серії S-V на суму 1,4 млрд. грн); «Аграрний фонд» (серії A-E на суму 5 млрд. грн). Окремі відкриті облігаційні випуски були швидко поглинуті ринком, що пов'язано зі збереженням достатньо високої кредитоспроможності емітентів, підтвердженої кредитними рейтингами. Зокрема, серед підтримуваних рейтингових оцінок боргових інструментів станом на 21.01.2015 р. можна виокремити кредитні рейтинги інвестиційної категорії облігаційних випусків: ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» (серії A-J обсягом 1 млрд. грн із рейтингом uaA); ТОВ «ВЕОН ПЛЮС» (серія A обсягом 424,2 млн грн із рейтингом uaA-); ТОВ «ФАКТОРИНГ ФІНАНС» (серії A та B загальним обсягом 100 млн грн із рейтингом uaBBB+); ПрАТ «АГРА» (цільові облігації серій A-P загальним обсягом 92,99 млн грн та цільові облігації серій AA-AE загальним обсягом 11,52 млн грн із рейтингами uaBBB); СТОВ «Україна» (серія A загальним обсягом 50 млн грн із рейтингом uaBBB) та інші [7].

Висновки. Отже, у межах статті розглянуто теоретичні аспекти функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні, визначено сутність цих цінних паперів, їх місце в системі формування фінансових ресурсів окремих суб'єктів господарювання, описано алгоритм їх випуску, що визначений чинним вітчизняним законодавством. Також нами здійснено ретроспективний аналіз розвитку означеного ринку впродовж усіх років незалежності України: від початку випуску перших емісій корпоративних облігацій до сучасного стану їх випуску (загалом п'ять етапів). Для поглиблення теоретичного базису існування корпоративних облігацій у статті проаналізовано переваги та недоліки випуску цих цінних паперів для економічних суб'єктів.

З метою визначення основних тенденцій розвитку ринку корпоративних облігацій виконано ґрунтовний аналіз його поточного стану з акцентуванням на випадках дефолтів, що відбуваються на цьому ринку у післякризовий період його функціонування. Спостереження допомогло виявити, що у 2014 році загальний обсяг випуску корпоративних облігацій становив 750,0 млн грн. Виконуючи компаративний аналіз цього показника за 2003–2014 роки, зазначимо, що після різкого зниження цього ринку у 2009 році, останніми трьома роками маємо змогу спостерігати значне поживлення операцій на ньому. Кількість випусків залишається стабільно незначною, проте за абсолютними показниками обсягу випуску можна констатувати відновлення ринку корпоративних облігацій на докризовому рівні та активний його розвиток упродовж останніх років.

Проаналізовано випадки дефолтів, що утворилися через невиконання емітентами взятих на себе зобов'язань. Особливо значними

випадками банкрутств підприємств, що негативно впливали на розвиток цього ринку, були дефолти таких підприємств, як агрохолдинг «Мрія», АТ «Нікопольський завод сталевих труб «Ютіст», ТОВ «Караван», ТОВ «Інцукор-пром-К», ТОВ «Руш», ДП «Харківський авіаційний завод» та інші.

Враховуючи проведений ґрунтовний аналіз сучасного розвитку ринку корпоративних облігацій, зауважимо, що для його активізації, на нашу думку, необхідно реалізувати такі заходи: посилити державний контроль за процедурою випуску цих цінних паперів; переглянути систему кредитних рейтингів, що присуджуються емітованим випускам; посилити державний нагляд за функціонуванням кредитних рейтингових агентств в Україні, розробити правила їх діяльності та прийняти закон, що регулював би їх функціонування і формував умови для реалізації такого виду бізнесу; підвищити відповідальність топ-менеджерів підприємств за допущення дефолтних станів невиконання емітованими облігаціями; створити умови для загального розвитку фондового ринку держави, підвищення його прозорості, що позитивно вплине і на функціонування ринку корпоративних облігацій.

Вважаємо, що держава повинна забезпечити створення належних умов у розвитку ринку корпоративних облігацій, оскільки він дозволяє залучати кредитні кошти на фінансовому ринку для реалізації реальних інвестиційних проектів, створює передумови для приходу іноземних інвесторів на цей ринок, активізує загалом інвестиційні процеси в країні та реалізацію інноваційних проектів, що формує стабільну платформу для розвитку національного господарства в умовах економічної турбулентності, в якій сьогодні перебуває вся економіка нашої держави.

Додатковий спосіб залучення інвестиційних ресурсів є вагомою причиною формування передумов для випусків корпоративних облігацій, враховуючи поточну складну ситуацію в Україні.

1. Аналітичний огляд ринку облігацій за 2014 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_4_kv_2014.pdf

2. Вальчишен О. Аналітичний огляд. Ринок корпоративних облігацій / О. Вальчишен [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pension.kiev.ua/files/CorporateBonds.pdf>

3. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України // Офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>

4. Каламбет С. В. Випуск корпоративних облігацій в Україні / С. В. Каламбет, І. Міро [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/znpdnuzt_pet/2011_1/econ1/08kalmir.pdf

5. Кузьмін О. Є. Фінансування діяльності корпорацій на засадах внутрішніх відсоткових облигаційних позик / О. Є. Кузьмін, О. Г. Мельник // Фінанси України. – 2008. – № 2. – С. 59–67.

6. Офіційний сайт газети «Бізнес Вісті» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://business.vesti-ukr.com/>

7. Офіційний сайт Національного рейтингового агентства «Рюрик» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rurik.com.ua>.

8. Офіційний сайт рейтингового агентства «Кредит рейтинг» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.credit-rating.ua>

9. Ринок цінних паперів України. Український інститут розвитку фондового ринку: науковий виробничо-практичний журнал. – 2002. – № 1–2.

10. Тисяк О. Б. Особливості функціонування ринку корпоративних облигацій в Україні / О. Б. Тисяк [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2101>

Дубина М. В., Горна Я. Ю., Горбан І. М. Роль корпоративних облигацій в розвитку ринка фінансових послуг України

Углублены теоретические основы развития рынка корпоративных облигаций в Украине и исследованы основные аспекты выпуска этих ценных бумаг, в частности определено их место в системе формирования финансовых ресурсов субъектов хозяйствования, описан алгоритм их выпуска, определенные нормы действующего законодательства. Также осуществлен ретроспективный анализ развития данного рынка в течение всех лет независимости Украины, с начала выпуска первых эмиссий корпоративных облигаций – до настоящего времени, систематизированы преимущества и недостатки выпуска этих ценных бумаг. Выполнен подробный анализ текущего состояния рынка корпоративных облигаций, исследованы случаи дефолтов на нем, предложены меры по активизации функционирования данного рынка и описана его важность с точки зрения обеспечения стабильного экономического развития национального хозяйства.

Ключевые слова: ценные бумаги, рынок корпоративных облигаций, облигация, дефолт, фондовый рынок, эмиссия.

Dubyna M. V., Gorna Y. U., Horban I. M. The role of corporate bonds in the development of financial services market

The article gives in-depth analysis of the theoretical basis of the corporate bonds market development in Ukraine. It examines the main aspects of issuing this kind of securities. It defines, in particular, their place in the system of creating financial resources of economic entities and explains the algorithm of their issue which is stipulated by the norms of the current legislation. Also, the post-event analysis of the development of the mentioned market within the years of Ukraine's independence is conducted since the beginning of the first emission of the corporate bonds up to the present. The advantages and disadvantages of issuing these securities are systematized.

The article provides the detailed analysis of the current state of the corporate bond market. Also, it investigates the cases of its defaults. It was found out that particularly significant events of the companies' bankruptcy with a really negative effect on the development of the market were defaults of such companies

as Agroholding Mriya, Nikopol Steel Tubes JSC, Yunist, Caravan LLC, Incukor-prom-K LLC, Rush LLC, Kharkov Aviation Factory SE, etc.

Taking into account the results of the analysis, it was determined that in order to activate the corporate bond market it is necessary to undertake the following measures: to improve the state control over the security issue procedure; to review the system of credit ratings awarded to emitted issues; to tighten the state supervision over the credit rating agencies in Ukraine; to develop rules of their activities and to pass a law which can regulate their operation and create conditions for the implementation of this type of business; to increase the responsibility of top managers for the enterprises' defaults on issued bonds; to create the conditions for the overall development of the stock market and increasing its transparency, which will have a positive impact on the functioning of the corporate bond market.

The authors believe that the state should ensure the creation of appropriate conditions for the development of the corporate bond market since it allows to attract credit funds to the financial market for the implementation of real investment projects. It creates prerequisites for the foreign investors to enter the market, activates the whole investment process in the country and the realization of innovative projects. Moreover, it forms a stable platform for the development of the national economy under the conditions of economic turbulence which the whole economy of our state is suffering from.

Key words: securities, corporate bond market, bond, defaults, stock market, issue.

Стаття надійшла 2 листопада 2015 р.

УДК 330.341.42

**М. С. Кіржецька,
Ю. І. Кіржецький**

ТИПОЛОГІЯ СУЧАСНИХ МОДЕЛЕЙ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ БЕЗПЕКИ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ

Зауважено, що забезпечення економічної безпеки визначається загальною моделлю державного регулювання економіки. Досліджено основні концептуальні моделі економічної безпеки реального сектора економіки та наведено їх сутнісні характеристики. Здійснено систематизацію моделей економічної безпеки залежно від періодів економічного розвитку держави та визначено, що, відповідно до фази економічного циклу, роль держави у забезпеченні економічної безпеки національної економіки може бути активною, помірною або пасивною.

Ключові слова: економічна безпека, модель державного регулювання, реальний сектор економіки, концептуальні підходи державного регулювання.