

Дослідження/**Галина Азаренкова**

Доктор економічних наук, професор, заступник директора з наукової та міжнародної роботи Харківського інституту банківської справи Університету банківської справи Національного банку України

**Марина Іванова**

Аспірант Університету банківської справи Національного банку України, начальник відділу розрахунків банківських операцій регіонального центру в м. Харкові ПАТ "Перший український міжнародний банк"



## Внутрішні фактори впливу на сталість руху фінансових потоків ринку корпоративних облігацій

*Не секрет, що на нинішньому етапі економічного розвитку ресурси фондового ринку України використовуються недостатньо ефективно. Це підтверджується низькими показниками капіталізації вітчизняного ринку цінних паперів порівняно з аналогічними даними економічно розвинутих країн. Водночас необхідно зазначити, що корпоративні облігації можуть бути альтернативним джерелом залучення фінансових ресурсів для підприємств, і їх вартість нижча порівняно з банківськими позиками. Проте розвиток ринку корпоративних облігацій стримує ціла низка факторів. У статті розглядається вплив факторів внутрішнього середовища фондового ринку на рухомість фінансових потоків аналізованого сегмента ринку.*

Розуміння сучасних тенденцій розвитку ринку корпоративних облігацій потребує детального вивчення факторів, що визначають ті чи інші його особливості. При цьому розуміння механізму їх впливу дає змогу значно зменшити вплив невизначеності, що стримує інвестиційні процеси на вітчизняному фондовому ринку. Тож сучасні економісти приділяють велику увагу проблематиці розвитку фондового ринку. Зокрема, іноземні науковці розглядають фондовий ринок переважно з боку інвестиційних процесів – здебільшого в статтях і тематичних оглядах фінансових інституцій. Так, певну оцінку внутрішніх факторів дають у своїй праці Р.Тьюлз

(Richard J. Tewels) та Е.Бредлі (Edward S. Bradley) [13]. Нобелівський лауреат П.Кругман (Paul R. Krugman) [1] в основному розглядає зовнішні фактори впливу на фондовий ринок, аналізуючи здебільшого якість політичних рішень. Досить цікавими є також дослідження Д.Мерфі (J. Murphy), який аналізує мікринкові взаємозв'язки [8]. Серед найважливіших праць російських учених, на нашу думку, є монографія Я.Міркіна [9], в якій ретельно досліджується вплив фундаментальних факторів на розвиток ринку облігацій, зокрема таких із них, як регіональна концентрація інвесторів та емітентів, а також кількість посередницьких структур.

Вітчизняні економісти розглядають в основному зовнішні фактори впливу на фондовий ринок та здебільшого за історичними етапами його розвитку [12]. Фондовий ринок ґрунтовно вивчається і Центром наукових досліджень НБУ в [5]. Деякими авторами аналізуються "кризовий" та "посткризовий" етапи розвитку фондового ринку [2]. Цікавим дослідженням розвитку ринку корпоративних облігацій України, на нашу думку, є стаття "Тенденція розвитку ринку корпоративних облігацій країн, що розвиваються" Т.Нічосової, в якій автором проаналізовано проблеми гальмування розвитку ринку через нерозвинутість його інфраструктури, неоднорідність випусків

цінних паперів, а також визначено зростання ролі внутрішнього ринку корпоративних облігацій в умовах післякризової активізації та зниження обсягів банківського кредитування і лібералізації фінансових трансакцій.

Метою нашої статті є визначення того, яким чином фактори середовища фондового ринку впливають на рухомість фінансових потоків ринку корпоративних облігацій України.

Історію вітчизняного ринку корпоративних облігацій умовно можна відтворити на такому графіку (див. графік 1). Як бачимо, хоча стійка динаміка обсягів емісії облігацій і не спостерігається, однак основною її тенденцією є зростання.

Очевидною є також змінність фінансових потоків на ринку корпоративних облігацій, що спричинено історичними особливостями розвитку фондового ринку [4]. Щоб оцінити можливий вплив внутрішніх факторів на сталість руху фінансових потоків ринку облігацій, визначимо саме поняття “внутрішні (ендогенні) фактори”. На нашу думку, це фактори внутрішнього середовища фондового ринку, що впливають на сталість руху фінансових потоків, спричинених випуском та обігом корпоративних облігацій. Серед цих факторів виділимо такі: галузева структура ринку облігацій; обсяги випуску і торгівлі взаємопов’язаних і споріднених фінансових потоків; достатній попит на облігації підприємств; наявність та розвиток інститутів інфраструктури фондового ринку.

У результаті проведеного нами дослідження виявлено основні закономірності й фактори впливу на рухомість фінансових потоків протягом 1997–2011 рр.

### АНАЛІЗ ВПЛИВУ ГАЛУЗЕВОЇ СТРУКТУРИ

Поштовхом для розвитку ринку корпоративних облігацій є зростання загального попиту на цінні папери протягом 1997–2000 рр., що спричинило збільшення попиту на облігації підприємств. Це свідчить про взаємозалежність рухомості фінансових потоків усього фондового ринку і рухомості фінансових потоків безпосередньо ринку корпоративних облігацій. Водночас високий попит на державні облігації України в цей період витісняв попит на облігації підприємств, що

знову-таки підтверджує наведену вище гіпотезу, однак у цьому випадку така взаємозалежність зворотна.

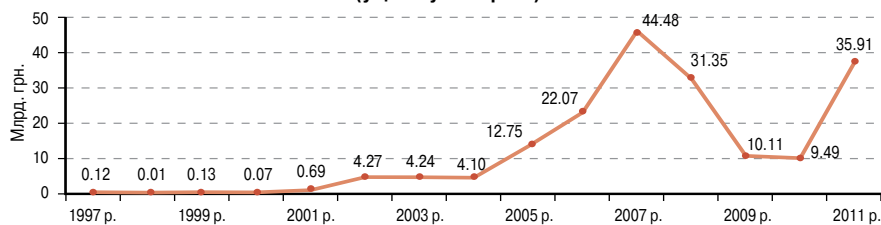
Поява на фондовому ринку фінансових посередників (андеррайтерів), якими стали комерційні банки у 2001–2005 рр. (у зв’язку з прийняттям Закону України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг”), значно збільшила фінансові потоки на ринку облігацій. Також вважаємо, що важливим аспектом розвитку фондового ринку в цей період є розширення його галузевої структури, оскільки

саме розширення галузевої структури емісії розширює галузеву структуру обігу облігацій, тобто маємо множинність циркулюючих фінансових потоків. Ця гіпотеза підтверджується такими даними (див. таблицю 1).

Наведені дані свідчать, що галузева структура обігу ринку облігацій в аналізовані дати досить стабільна (див. таблицю 2).

Дані, наведені в таблиці 2, свідчать, що істотні зрушення в структурі емісії облігацій усе-таки мають вплив на їх обіг, що спостерігалось у фінансовій сфері, будівництві й тор-

Графік 1. Обсяг емісії корпоративних облігацій за підсумками 1997–2011 років (у цілому по Україні)



Джерело: побудовано на основі [15–22].

Таблиця 1. Зміна галузевої структури корпоративних облігацій, розміщених на вітчизняному фондовому ринку (за підсумками окремих періодів часу)

Галузі	За станом на				Відсотки
	09.10.2004 р.	14.01.2005 р.	09.02.2005 р.	09.12.2005 р.	
Видобувна промисловість	–	–	7.48	–	
Машинобудування	5.25	–	–	–	
Металургійна промисловість	35.01	28.13	–	26.72	
Нафтогазова промисловість	–	42.19	–	–	
Харчова промисловість	3.50	1.41	–	4.13	
Будівництво	28.22	10.27	45.94	–	
Телекомунікації	1.75	–	–	–	
Торгівля	7.88	7.03	–	23.50	
Транспорт	–	2.53	9.98	–	
Фінансова сфера	18.38	8.44	26.62	45.65	
Хімічна промисловість	–	–	9.98	–	

Джерело: за даними [24].

Таблиця 2. Динаміка структури корпоративних облігацій, що знаходяться в обігу (за підсумками окремих періодів часу)

Галузі	За станом на				Відсотки
	09.10.2004 р.	14.01.2005 р.	09.02.2005 р.	09.12.2005 р.	
Видобувна промисловість	0.05	0.31	0.29	0.27	
Машинобудування	2.91	2.89	2.68	8.49	
Металургійна промисловість	11.56	8.19	10.64	9.22	
Нафтогазова промисловість	2.21	1.49	1.38	3.72	
Харчова промисловість	9.62	8.32	7.85	15.73	
Будівництво	10.82	24.78	23.98	3.53	
Телекомунікації	6.42	4.72	8.19	1.06	
Торгівля	15.10	14.37	14.07	22.47	
Транспорт	13.91	9.70	9.12	0.56	
Фінансова сфера	16.01	16.29	13.53	32.54	
Хімічна промисловість	0.70	1.46	1.60	2.03	

Джерело: за даними [24].

гівлі. За станом на 09.12.2005 р. галузі з найбільшими обсягами емісії мали найбільші обсяги обігу. Водночас очевидним є те, що стабільний обіг корпоративних облігацій свідчить про достатність попиту на них, а, отже, дає можливість здійснювати додаткові емісії.

З метою отримання точніших результатів було проаналізовано зв'язок між обсягами емісій корпоративних облігацій та рухомістю фінансових потоків ринку облігацій на підставі регресійного аналізу. Для цього ми використали дані, які відображають відповідні показники в період із лютого 2010 року до червня 2012 року, а виміром часу, за яким проводився регресійний аналіз, є місячні дані. Цього достатньо для проведення регресійного аналізу та отримання достовірних результатів.

Регресійне рівняння зі стандартизованими коефіцієнтами при незалежних змінних відображає статистичні оцінки взаємозалежності руху фінансових потоків ринку корпоративних облігацій:

$$ERO = 0.553 \times KO - 0.24 \times OEO, \quad (1)$$

де  $ERO$  – ємність ринку корпоративних облігацій на відповідну дату, млрд. грн. (за даними [14–26]);

$KO$  – кількість емісій корпоратив-

них облігацій на відповідну дату, шт. (за даними [14–26]);

$OEO$  – загальний обсяг емісії корпоративних облігацій на відповідну дату, млрд. грн. (за даними [14–26]).

Це рівняння свідчить про прямий взаємозв'язок між кількістю емісійних випусків і ємністю ринку корпоративних облігацій та зворотний – із обсягами випусків і ємністю ринку. Причина такого негативного впливу другого фактора можлива за наявності як ринкових, так і неринкових випусків у загальному обсязі емісій облігацій. Вплив неринкових та ринкових випусків облігацій на загальну рухомість фінансових потоків проаналізовано нижче:

$$ERO = 0.548 \times KO - 0.19 \times OER - 0.17 \times OEN, \quad (2)$$

де  $OER$  – обсяг ринкової емісії корпоративних облігацій на відповідну дату, млрд. грн.;

$OEN$  – обсяг неринкової емісії корпоративних облігацій на відповідну дату, млрд. грн. (за даними [14–26]).

За результатами цього регресійного рівняння бачимо негативний зв'язок між ринковими і неринковими випусками та ємністю ринку. Така ситуація спричинена значним зростанням вартості випуску протягом останніх двох років. Дані регресійних рівнянь за формулами 1 та 2 дають

змогу зробити висновок, що вітчизняний ринок облігацій розвинутий недостатньо.

### АНАЛІЗ ВЗАЄМНОЇ ВПЛИВОВОСТІ РУХУ ФІНАНСОВИХ ПОТОКІВ, СПРИЧИНЕНИХ ЕМІСІЄЮ ОБЛІГАЦІЙ ТА ІНШИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Наступне питання, яке ми аналізуємо в цій статті, можна сформулювати так: яким чином фінансові потоки, що визначаються обсягами емісії корпоративних облігацій, корелюють із фінансовими потоками, які визначаються обсягами емісії інших цінних паперів? Із даних таблиці 3 видно, що найвищими є значення коефіцієнтів кореляції з фінансовими потоками, спричиненими випусками акцій та облігацій місцевих позик.

Ці дані свідчать, що значення коефіцієнтів кореляції між фінансовими потоками, спричиненими емісією корпоративних облігацій та похідних цінних паперів, є від'ємними, що демонструє відсутність взаємозв'язку між ними та може означати, що на вітчизняному ринку похідні цінні папери не використовуються як інструмент хеджування ризиків.

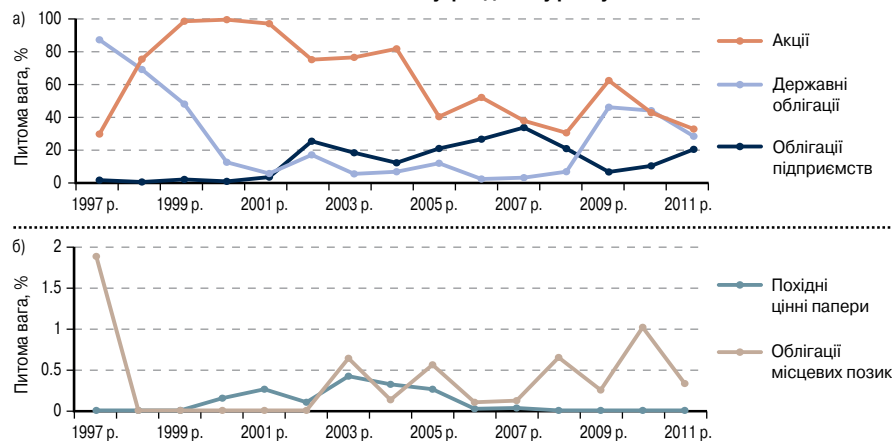
На графіку 2 відображено динаміку відносних значень (питомої ваги) обсягів емісії окремих різновидів цінних паперів.

За даними графіка 2 бачимо, що питома вага обсягів емісії корпоративних облігацій у загальному обсязі емісій на вітчизняному фондовому ринку протягом аналізованого періоду коливається в межах від 10% до 35%. Зазначимо також, що аналізовані показники (з метою їх наочного порівняння) необхідно згрупувати саме так, як зображено на графіках 2а та 2б. Для глибшого розуміння впливу руху фінансових потоків фондового ринку на рухомість фінансових потоків ринку корпоративних облігацій (маються на увазі фінансові потоки, спричинені емісійною діяльністю) необхідно розглянути насамперед взаємозалежність рухів фінансових потоків, спричинених динамікою обсягів емісії акцій, державних та корпоративних облігацій. Відповідний аналіз здійснено на основі побудови регресійних рівнянь зі стандартизованими коефіцієнтами за незалежних змінних [11]:

$$\%EOP = -0.60 \times \%EAP - 0.71 \times \%EDO, \quad (3)$$

де  $\%EOP$  – питома вага обсягів емісії корпоративних облігацій у загальній структурі емісії цінних паперів на віт-

Графік 2. Динаміка питомої ваги обсягів емісії в розрізі окремих різновидів цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку



Джерело: за даними [15–22].

Таблиця 3. Значення коефіцієнтів кореляції між рядами даних, які відображають динаміку обсягів емісії за окремими різновидами цінних паперів

Різновиди цінних паперів	Акції	Похідні цінні папери	Державні облігації	Облігації підприємств	Облігації місцевих позик
Акції	1.00	-0.52	0.79	0.56	0.48
Похідні цінні папери	-0.52	1.00	-0.18	-0.42	-0.31
Державні облігації	0.79	-0.18	1.00	0.21	0.54
Облігації підприємств	0.56	-0.42	0.21	1.00	0.47
Облігації місцевих позик	0.48	-0.31	0.54	0.47	1.00

Джерело: за даними [15–22].

чизняному фондовому ринку, % (за даними графіка 2);

$%EAP$  – питома вага обсягів емісії акцій підприємств у загальній структурі емісії цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку (за даними графіка 2);

$%EDO$  – питома вага обсягів емісії державних облігацій у загальній структурі емісії цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку (за даними графіка 2).

Із регресійного рівняння видно, що динаміка обсягів емісії акцій підприємств та державних облігацій негативно впливає на динаміку обсягів емісії корпоративних облігацій і свідчить про вплив цих фінансових потоків на рухомість потоків ринку корпоративних облігацій. Щоб проаналізувати вплив фінансових потоків, спричинених динамікою обсягів емісії акцій, похідних цінних паперів та облігацій місцевих позик на рухомість фінансових потоків ринку корпоративних облігацій із точки зору динаміки обсягів їх емісії, необхідно використати такі регресійні рівняння:

$$%EOP = -0.63 \times \%EAP + 0.31 \times \%EPP, \quad (4)$$

де  $%EPP$  – питома вага обсягів емісії похідних цінних паперів у загальній структурі емісії цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку, % (за даними графіка 2);

$$%EOP = -0.75 \times \%EDO + 0.247 \times \%EMO, \quad (5)$$

де  $%EMO$  – питома вага обсягів емісії облігацій місцевих позик у загальній структурі емісії цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку, % (за даними графіка 2).

Із наведених регресійних рівнянь за формулами 4 та 5 бачимо, що аналізовані фінансові потоки з точки зору обсягів емісії цінних паперів по-різному впливають на рухомість фінансових потоків ринку корпоративних облігацій. Тож при формуванні фінансових потоків ринку корпоративних облігацій доцільно враховувати всі різновиди фінансових потоків фондового ринку з

одночасним розвитком тих, які позитивно впливають на рухомість фінансових потоків ринку корпоративних облігацій.

### АНАЛІЗ ВЗАЄМНОЇ ВПЛИВОВОСТІ РУХУ ФІНАНСОВИХ ПОТОКІВ, СПРИЧИНЕНИХ ЕМІСІЄЮ ОБЛІГАЦІЙ ТА ІНШИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Таблиця 4, подана нижче, свідчить, що фінансові потоки, які визначаються обсягами виконаних договорів із торгівлі корпоративними облігаціями, найбільше корелюють із фінансовими потоками, які визначаються обсягами виконаних договорів із торгівлі акціями, облігаціями місцевих позик, векселями та інвестиційними сертифікатами. Ці потоки суттєво впливають на рухомість фінансових потоків ринку корпоративних облігацій. Також бачимо аналогію з отриманими результатами аналізу фінансових потоків, спричинених емісією корпоративних облігацій, і маємо від’ємну корельованість між потоками, які визначаються обсягами виконаних договорів із торгівлі корпоративними облігаціями та похідними цінними паперами,

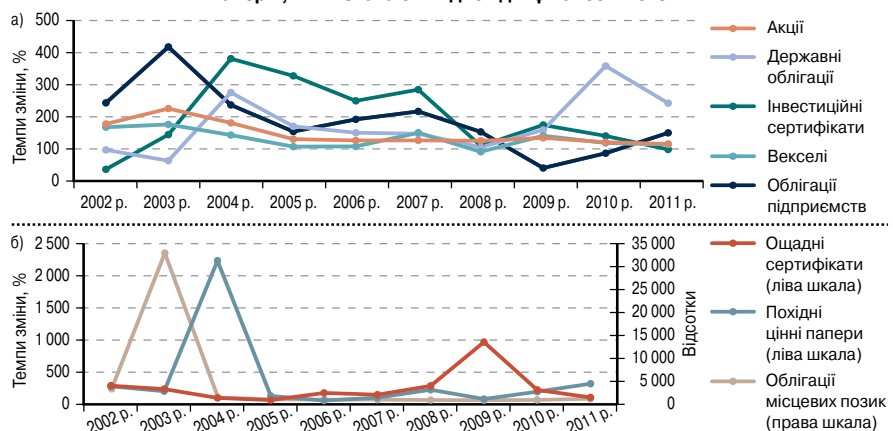
а також підтвердження тези про недостатнє використання деривативів як інструменту хеджування ризиків на ринку корпоративних облігацій.

Якщо проаналізувати швидкості змінності фінансових потоків, то можна побачити, що всі досліджувані потоки мають значну змінність швидкості в обсягах виконаних договорів із їх торгівлі. При цьому найбільшу змінність швидкості мають фінансові потоки, спричинені обсягами виконаних договорів із торгівлі в розрізі ошадних сертифікатів, похідних цінних паперів та облігацій місцевих позик (див. графік 3).

Як свідчать дані таблиці 5, зв’язок із коефіцієнтами кореляції між показниками, що відображають швидкість зміни фінансових потоків, спричинених обсягами торгівлі облігаціями з іншими фінансовими потоками, переважно позитивний, окрім негативних зв’язків із потоками ошадних сертифікатів та державних облігацій. Це свідчить про їх суттєвий вплив на сталість руху фінансових потоків ринку корпоративних облігацій щодо обсягів виконаних договорів із їх торгівлі.

На графіку 4 видно, що динаміка питокої ваги обсягів виконаних договорів із корпоративними облігаціями протилежна динаміці питокої ваги об-

Графік 3. Динаміка зміни в обсягах виконаних договорів за окремими різновидами цінних паперів, які визначають відповідні фінансові потоки



Джерело: за даними [15–22].

Таблиця 4. Значення коефіцієнтів кореляції між рядами даних, які відображають динаміку обсягів виконаних договорів за окремими різновидами цінних паперів

Різновиди цінних паперів	Акції	Векселі	Державні облігації	Облігації підприємств	Ошадні сертифікати	Інвестиційні сертифікати	Облігації місцевих позик	Похідні цінні папери
1	1.00	0.99	0.79	0.60	0.79	0.97	0.22	-0.18
2	0.99	1.00	0.78	0.59	0.78	0.96	0.28	-0.13
3	0.79	0.78	1.00	0.27	0.67	0.79	0.03	-0.13
4	0.60	0.59	0.27	1.00	0.11	0.53	0.63	-0.23
5	0.79	0.78	0.67	0.11	1.00	0.87	-0.31	-0.25
6	0.97	0.96	0.79	0.53	0.87	1.00	0.09	-0.31
7	0.22	0.28	0.03	0.63	-0.31	0.09	1.00	0.08
8	-0.18	-0.13	-0.13	-0.23	-0.25	-0.31	0.08	1.00

Джерело: за даними [14–26].

сягів виконаних договорів із державними облигаціями майже на всьому досліджуваному інтервалі часу.

Вплив фінансових потоків, спричинених виконаними договорами з торгівлі цінними паперами, на аналогічні фінансові потоки корпоративних облигацій визначимо за допомогою таких регресійних рівнянь зі стандартизованими коефіцієнтами за незалежних змінних [11]:

$$\%ODO = -0.96 \times \%ODV - 0.85 \times \%ODD, \quad (6)$$

$$\%ODO = -0.28 \times \%ODD - 0.72 \times \%ODS, \quad (7)$$

де  $\%ODO$  – питома вага обсягів виконаних договорів із корпоративними облигаціями у загальній структурі виконаних договорів із цінними паперами на вітчизняному фондовому ринку, % (за даними графіка 4);

$\%ODV$  – питома вага обсягів виконаних договорів із векселями у загальній структурі виконаних договорів із цінними паперами на вітчизняному фондовому ринку, % (за даними графіка 4);

$\%ODD$  – питома вага обсягів виконаних договорів із державними облигаціями в загальній структурі виконаних договорів із цінними паперами на вітчизняному фондовому

ринку, % (за даними графіка 4);

$\%ODS$  – питома вага обсягів виконаних договорів із ощадними сертифікатами у загальній структурі виконаних договорів із цінними паперами на вітчизняному фондовому ринку, % (за даними графіка 4).

Із наведених регресійних рівнянь за формулами 6 та 7 бачимо, що як споріднені, так і взаємопов'язані фінансові потоки, спричинені обсягами виконаних договорів із торгівлі цінними паперами, негативно впливають на динаміку рухомості фінансових потоків, які визначаються обсягами виконаних договорів із торгівлі корпоративними облигаціями. Це свідчить про низьку конкурентоспроможність даного фінансового інструменту на ринку цінних паперів. Отже, важливо створити такі умови формування фінансових потоків ринку корпоративних облигацій, які б, із одного боку, були привабливими для потенційних інвесторів, а, з другого – для структур, що обслуговують оборот відповідних цінних паперів на фондовому ринку.

Також вважаємо за необхідне розглянути вплив на обсяги торгів із корпоративними облигаціями як емі-

сійної діяльності, так і обсягів виконаних договорів із іншими цінними паперами. Наведемо найбільш статистично значуще регресійне рівняння, яке узагальнює впливовість найважливіших (за їх питомою вагою в структурі ринку) фінансових потоків на рухомість фінансових потоків ринку корпоративних облигацій:

$$\%ODO = -0.84 \times \%EAP - 0.59 \times \%ODD, \quad (8)$$

де  $\%ODO$  – питома вага обсягів виконаних договорів із корпоративними облигаціями у загальній структурі виконаних договорів із цінними паперами на вітчизняному фондовому ринку, % (за даними графіка 4);

$\%EAP$  – питома вага обсягів емісії акцій підприємств у загальній структурі емісії цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку, % (за даними графіка 2);

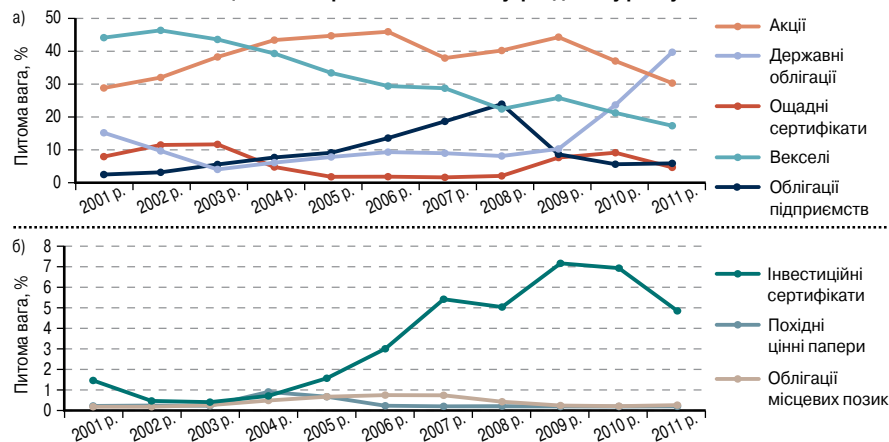
$\%ODD$  – питома вага обсягів виконаних договорів із державними облигаціями у загальній структурі виконаних договорів із цінними паперами на вітчизняному фондовому ринку, % (за даними графіка 4).

Поясненням таких негативних зв'язків між аналізованими фінансовими потоками можуть бути, як уже зазначалося, дії емітентів та інвесторів (які не мали позитивного впливу на формування фондового ринку), пов'язані з перерозподілом власності, задля чого активно використовувались акції на фондовому ринку [3, 6]. Іншим поясненням такого зв'язку є низька конкурентоспроможність облигацій підприємств порівняно з державними облигаціями.

## ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Всебічний аналіз впливу внутрішніх факторів на рухомість фінансових потоків ринку корпоративних облигацій свідчить, що розши-

Графік 4. Динаміка питомої ваги обсягів виконаних договорів у розрізі окремих різновидів цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку



Таблиця 5. Значення коефіцієнтів кореляції між рядами даних, які відображають динаміку швидкості зміни обсягів виконаних договорів за окремими різновидами цінних паперів

Різновиди цінних паперів	Акції	Векселі	Державні облигації	Облігації підприємств	Ощадні сертифікати	Інвестиційні сертифікати	Облігації місцевих позик	Похідні цінні папери
1	1.00	0.78	-0.40	0.83	-0.04	-0.03	0.80	0.36
2	0.78	1.00	-0.32	0.62	0.17	-0.11	0.59	0.15
3	-0.40	-0.32	1.00	-0.51	-0.19	0.24	-0.46	0.39
4	0.83	0.62	-0.51	1.00	-0.43	0.02	0.81	0.19
5	-0.04	0.17	-0.19	-0.43	1.00	-0.28	-0.04	-0.25
6	-0.03	-0.11	0.24	0.02	-0.28	1.00	-0.19	0.50
7	0.80	0.59	-0.46	0.81	-0.04	-0.19	1.00	-0.09
8	0.36	0.15	0.39	0.19	-0.25	0.50	-0.09	1.00

Джерело: за даними [14–26].

рення галузевої структури емісії ринку облігацій автоматично розширює структуру обігу та веде до зростання обсягу виконаних договорів із облігаціями, що спричиняє зростання попиту, а попит породжує зростання пропозиції. Нами було проаналізовано, як рухомість фінансових потоків ринку корпоративних облігацій впливає на ємність ринку, та виявлено пряму залежність між обсягами випущених цінних паперів і зворотну – з кількістю таких випусків. Теза щодо превалювання неринкових випусків над ринковими практично не підтверджується, отже, можна зробити висновок, що обсяги емісії залежать не від їх кількості, а, переважно, від вартості.

Аналіз динаміки фінансових потоків, спричинених випусками корпоративних облігацій, порівняно з аналогічними фінансовими потоками фондового ринку, свідчить про позитивний зв'язок між фінансовими потоками. Однак найтісніший зв'язок спостерігається з фінансовими потоками, сформованими випусками акцій. Така ситуація склалася в результаті того, що найбільші випуски акцій та облігацій здійснюють найбільші емітенти, які знаходяться під впливом тих самих зовнішніх чинників. Іноді випуски акцій і облігацій здійснюють ті самі емітенти. Так, за підсумками 2010 року входив до списку найбільших емітентів двох різновидів цінних паперів Укресімбанк, а за підсумками 2011 року – Приватбанк [22]. Негативні тенденції спостерігаються з фінансовими потоками, спричиненими випусками корпоративних облігацій та похідних цінних паперів, що свідчить про відставання вітчизняного фондового ринку від економічно розвинутих країн, де похідні цінні папери активно використовуються з метою хеджування ризиків. Ці висновки підтверджуються аналізом динаміки виконаних договорів, що свідчить про позитивні взаємозв'язки відповідних потоків корпоративних облігацій із потоками, спричиненими випусками акцій, векселів та облігацій місцевих позик. Негативно впливають на аналізовані фінансові потоки корпоративних облігацій потоки, спричинені торгівлею державними облігаціями та ощадними сертифікатами, що пояснюється вищим рівнем ліквідності й надійності останніх.

Аналіз впливу динаміки питомої ваги цінних паперів на динаміку питомої ваги корпоративних облігацій се-

ред виконаних договорів із усіма цінними паперами довів низький рівень конкурентоспроможності облігацій порівняно з іншими цінними паперами (акціями, державними облігаціями та векселями) протягом останніх 10 років.

Перспективами подальших досліджень, на нашу думку, є аналіз та оцінка впливу зовнішніх факторів на сталість руху фінансових потоків, спричинених випуском та обігом корпоративних облігацій.

#### Література

1. Krugman P. *The return of depression economics and the crisis of 2008* / P. Krugman. – Norton & Company New York London ISBN: 978-5-699-34222-8, 2009, 193 с.

2. Азаренкова Г., Шкодін І. *Основні тенденції розвитку фондового ринку в посткризовий період* / Г. Азаренкова, І. Шкодін // *Вісник Національного банку України*. – 2012. – № 2. – С. 3–7.

3. Глуценко А.С. *Розвиток вітчизняного ринку деривативів як складової ринку цінних паперів* / А.С. Глуценко, Д.М. Загорська // *Вісник Харківського національного університету імені В.Н. Каразіна. Економічна серія*. – 2009. – № 851. – С. 140–147.

4. Іванова М.В. *Сучасні тенденції розвитку ринку корпоративних облігацій України: Матеріали II Всеукраїнської науково-практичної конференції [“СІТЕМ-2011”]*. – Львів, 2011. – С. 49–57.

5. Кірсєв О.І. *Питання формування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: інформаційно-аналітичні матеріали* / За ред. О.І. Кірсєва, М.М. Шаповалової та Н.І. Гребеник – К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 132 с.

6. Лісіна В.Ю. *Цінні папери в системі фінансового управління підприємством* / В.Ю. Лісіна. – Х.: Фактор, 2006. – 102 с.

7. Лютий І.О. *Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку* / І.О. Лютий, Т.В. Грищенко, О.В. Любка [та ін.]. – К.: ЦУЛ, 2008. – 432 с.

8. Мэрфи Дж. *Межрыночный технический анализ. Торговые стратегии для мировых рынков акций, облигаций, товаров и валют* / Дж. Мэрфи; [пер. з англ. Дохоров А., Дозорова Т.]. – М.: Диаграмма, 1999. – 317 с.

9. Миркин Я. *Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития* / Я. Миркин. – М.: Альпина Па-

блишер, 2002. – 624 с.

10. Нічосова Т. *Тенденції розвитку ринку корпоративних облігацій країн, що розвиваються* / Т. Нічосова // *Світ фінансів*. – 2007. – № 2 (11). – С. 42–51.

11. Суслов В.И. *Эконометрия* / В.И. Суслов, Н.М. Ибрагимов, Л.П. Тальшева, А.А. Цыплаков. – Новосибирск: НГУ, 2003. – 600 с.

12. Ткаченко С. *Оцінка стану і перспективи розвитку фондового ринку України* / С. Ткаченко // *Вісник Національного банку України*. – 2010. – № 8. – С. 44–50.

13. Тьюлз Р.Д., Брэдлі Э.С., Тьюлз Т. *Фондовый рынок*, 6-е изд. – Пер. с англ. – М.: ИНФРА – М, 2000. – VIII 648 с., С. 3–15.

14. *Доходи та заощадження населення*. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua>.

15. *Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2002 рік*. – К.: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, 2002. – 104 с.

16. *Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2003 рік*. – К.: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, 2003. – 94 с.

17. *Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2004 рік*. – К.: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, 2004. – 102 с.

18. *Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2005 рік*. – К.: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, 2005. – 96 с.

19. *Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2006 рік*. – К.: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, 2006. – 102 с.

20. *Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2007 рік*. – К.: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, 2007. – 110 с.

21. *Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 рік*. – К.: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, 2008. – 119 с.

22. *Звіти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2009–2011 роки*. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.

23. *Інвестиції*. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua>.

24. *Інформаційні матеріали агентства Cbonds*. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.cbonds.info](http://www.cbonds.info).

25. *Макроекономічні показники*. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua>.

26. *Фінанси*. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua>.