



УДК 336.763

*Германенко Л. М.*

*Східноєвропейський університет економіки і менеджменту*

*Барабан Л. М.*

*Черкаський навчально-науковий інститут ДВНЗ «Університет  
банківської справи»*

## **ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ РИНКУ БОРГОВИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ В УКРАЇНІ**

*Стаття присвячена аналізу показників функціонування фондового ринку України під впливом кризових явищ та глобальних процесів на фінансову ринку. На основі отриманих результатів висвітлено сучасну ситуацію на ринку боргових фінансових інструментів в Україні. З'ясовано сутність факторів, які впливають на стан державних боргових зобов'язань, і розкрито роль сегменту корпоративних облігацій як одного із ефективних механізмів розвитку економіки держави в умовах кризи. Запропоновано основні заходи розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні, які необхідно використовувати з метою покращення інвестиційного клімату на фінансовому ринку держави та реалізації виробничого потенціалу підприємств.*

*Ключові слова:* фондовий ринок, боргові фінансові інструменти, державні цінні папери, корпоративні облігації, інвестиційні ресурси.

*Germanenko L.*

*East European University of Economics and Management*

*Baraban L.*

*Banking Department Cherkassy educational – scientific institute of the  
Banking University*

## **DEVELOPMENT PROSPECTS FOR THE DEBT MARKET FINANCIAL INSTRUMENTS IN UKRAINE**

*The article covers analysis of indicators related to Ukrainian stock market functioning under the influence of globalization processes and world financial instability. On the basis of the received results current situation in the Ukrainian debt market is revealed. The essence of factors influencing conditions and development opportunities of the corporate bonds segment are identified as well as core directions of measures to be taken for the aim of improving indicators of implementing investment process via this segment are offered.*



**Keywords:** *the stock market, debt financial instruments, government securities, corporate bonds, investment funds.*

### **ВСТУП**

За умови дефіциту бюджетних ресурсів ефективна діяльність держави та інфраструктурних учасників на ринку цінних паперів стає одним з пріоритетних напрямків розвитку економіки України. Загострення фінансової кризи в Україні посилило актуальність питань забезпечення розвитку корпоративного сектору за умов обмеженості внутрішніх фінансових ресурсів. В епоху глобалізації та інтеграції фінансових ринків, коли спектр діяльності корпорацій значно розширюється і виходить за національні межі, ефективність фінансування суб'єктів господарювання стає вагомим фактором реалізації виробничого потенціалу підприємств та їхнього економічного зростання. На сучасному етапі економічного розвитку держави об'єктивно є необхідність дослідження ролі боргових фінансових інструментів та сфери їхнього можливого застосування інфраструктурними учасниками фондового ринку.

Питанню становлення й організації ринку корпоративних боргових цінних паперів за останні роки було присвячено багато наукових праць. Серед вітчизняних і зарубіжних учених, що звертались до цієї проблематики, варто відзначити В. Шелудько, О. Вальчишена, І. Лютого, О. Любкіну, В. Міщенко, С. Науменкову, О. Охріменка тощо. Тенденції емісійної діяльності державних боргових зобов'язань на внутрішньому фінансовому ринку були сферою дослідження таких науковців, як Ю. Кравченко, Т. Вахненко, О. Гаврилюк, Ю. Довгаль, О. Кириченко, А. Бондарчук та інших. Водночас імплементація досвіду оптимізації боргової політики розвинених країн в умовах вітчизняного середовища має вирішальне значення для національної економіки і потребує подальших досліджень.

### **ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ**

Основними цілями цієї статті є дослідження функціонування боргових фінансових інструментів на українському фондовому ринку та пошук ефективних шляхів їхнього використання для стабілізації інвестиційного середовища держави в умовах кризи.

### **РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ**

Облігації є одним з найбільш давніх і популярних у світі інструментів залучення інвестицій в економіку на фіксований проміжок часу. У світовій практиці облігації внутрішньої державної позики здійснюють значний вплив на розвиток та функціонування економіки країни і виконують такі основні функції, як фінансування бюджетного дефіциту, регулювання грошового обігу, проведення грошово-кредитної політики з метою досягнення зростання обсягу



виробництва, попередження інфляції, мобілізація коштів для фінансування цільових державних і місцевих програм, які мають важливе соціально-економічне значення, погашення раніше здійснених позик і згладжування нерівностей, що виникають при надходженні податкових платежів, забезпечення комерційних банків ліквідними резервними активами, які приносять дохід [1, с. 54]. Слід врахувати принципові переваги для фінансової системи, які має облігаційна позика, а саме: підвищення ліквідності ринку, інструмент для наповнення активів інституційних інвесторів (насамперед, інститутів спільного інвестування та недержавної пенсійної системи), важливий інструмент рефінансування банків з боку центрального банку, можливість дострокового викупу облігацій для скорочення кредитного навантаження, можливість залучити значний обсяг фінансових ресурсів та постійно відстежувати поточну ринкову вартість інвестованих коштів.

Про особливості розвитку державних цінних паперів у сучасній борговій політиці окремих країн світу та Європи свідчить той факт, що уряди держав все більше орієнтуються на ринок державних запозичень. За статистичними даними 2013 року, майже 90 % державних боргових цінних паперів від загального обсягу державних цінних паперів в обігу припадає всього на сім держав. Так, найбільшими емітентами є: США – 13743,9 млрд дол., Японія – 12 021,4 млрд дол., Велика Британія – 2242,6 млрд дол., Італія – 2158,89 млрд дол., Франція – 2025,9 млрд дол., Німеччина – 2156,6 млрд дол., а також Іспанія – 9923,9 млрд дол. Ще однією тенденцією є збереження вагової державної частки серед національних емітентів країн-лідерів. При цьому частка зобов'язань у державних боргових цінних паперах зростає та в окремих країнах світу перевищує 50% (в Італії – 56,42 %, в Японії – 74,65 %). За останні роки спостерігаємо загальне зростання обсягу державних цінних паперів до ВВП на фоні збільшення державного боргу. Співвідношення державних цінних паперів у обігу до ВВП у 2012 році порівняно з аналогічним показником минулого року у світі зросло на 1,9 %, зокрема найвищий показник в Італії (12,6 %), а найнижчий – у США (1,8 %). Аналіз ринку державних цінних паперів Єврозони засвідчує, що відповідно до умов Пакту стабільності та зростання, держави зобов'язані забезпечити рівень заборгованості не вище 60 % від їхнього валового внутрішнього продукту. Проте тенденція до зростання рівня державного боргу спостерігається в 21 країні ЄС, 14 з 27 країн-членів ЄС повідомили про співвідношення боргу до ВВП вище контрольного рівня в 60 %. Найвищий коефіцієнт боргу – 165,3 % – було зафіксовано в Греції (120,1 %). Найнижче співвідношення боргу до ВВП спостерігалось в Естонії – 6,0 % [2].



Перші спроби організованого залучення позик Україною у населення були здійснені на початку ХХ століття. Облігації державних позик, а саме 1982 року випуску, можна навіть і сьогодні знайти у найбільш оптимістично налаштованих громадян. В незалежній Україні державні облігації залишаються найбільш звичним та універсальним способом запозичень для держави. У контексті активності регуляторів ринку державних цінних паперів, зокрема Міністерства фінансів України та Національного банку України, можна стверджувати про певну активність на даному ринку за останні роки. Слід зазначити, що за 2012 рік торги з державними облігаціями досягли історичного максимуму та склали близько 1217 млрд грн за рахунок нових випусків ОВДП, у тому числі ПДВ-облігацій. Крім того, у грудні 2014 року було випущено ОВДП на переоформлення заборгованості КМУ перед НБУ та ОВДП для збільшення статутного капіталу державних банків. Політика покриття дефіциту державного бюджету шляхом випуску ОВДП та опосередкованого випуску (через державні банки) суверенних цінних паперів Національним банком України, незважаючи на певну підтримку ліквідності фондового ринку, дає розвиток інфляційними процесам в країні. Так, індекс споживчих цін за січень – червень 2015 року склав 140,7 %, у той час як середньозважена частка за ОВДП, що пропонувалась до розміщення у травні 2015 року, становила 12 % [5].

Зміна економічної моделі в Україні зумовила появу нових фінансових інструментів запозичення коштів, відмінних від облігацій державних позик. Динаміку торгів цінними паперами на фондовому ринку України в розрізі фінансових інструментів наведено в таблиці 1.

*Таблиця 1*

Структура операцій з цінними паперами на фондовому ринку з розподілом за фінансовими інструментами у 2011–2015 роках  
(загальний обсяг операцій (млрд грн))

Види біржових фінансових інструментів	2011	2012	2013	2014	2015
Акції	647	592	171	416	463
Державні облігації	856	1217	721	688	283
Облігації підприємств	104	125	99	70	54
Облігації місцевих позик	2	7	4	1	0
Цінні папери ІСІ	104	138	497	240	102
Векселі	358	412	3	2	29
Деривативи	24	25	18	9	9
Депозитні сертифікати НБУ	77	15	164	903	1236
Усього	2172	2531	1677	2329	2176

Джерело: складено авторами за даними НКЦПФР



Аналіз фондового ринку за останні роки засвідчує, що структура угод з фінансовими інструментами зазнала суттєвих змін, що стосується контрактів із векселями, корпоративними облігаціями, цінними паперами ІСІ та депозитними сертифікатами. У зв'язку з цим останнім часом найбільші інституційні інвестори в особі комерційних банків вкладають кошти в ОВДП переважно як в інструмент застави при залученні кредитів від НБУ та на міжбанківському ринку, надаючи перевагу депозитним сертифікатам НБУ. Обсяг торгів депозитними сертифікатами протягом 2015 року зріс зі 903 млрд грн до 1236 млрд грн. Якщо раніше основним напрямом вкладення коштів найбільших інституційних інвесторів у особі банків були ОВДП, то зараз тренд змінився в бік депозитних сертифікатів. В умовах зростання вартості фінансових ресурсів за одночасного звуження напрямів здійснення активних операцій банків НБУ за допомогою депозитних сертифікатів абсорбує надлишкову ліквідність. Враховуючи більш високі ставки та короткі строки погашення за депозитними сертифікатами порівняно з ОВДП, а також доволі низьку активність Міністерства фінансів щодо аукціонів з первинного розміщення державних облігацій, банки активно розміщують кошти в ощадні сертифікати. Разом з тим, з точки зору ролі фондового ринку як інституту залучення довгострокових інвестицій в економіку, більш привабливим інструментом є державні облігації, які мають широкий діапазон строків погашення та більші можливості щодо вторинного обігу. Депозитні сертифікати не відіграють помітної ролі на організованому ринку, що суттєво обмежує коло потенційних інвесторів у цей інструмент. Крім того, з 15.07.2015 НБУ знизив ставки за сертифікатами, що також знижує їхню інвестиційну привабливість.

Тим не менше ринок державних облігацій України, з огляду на його обсяги, значущість для банківської системи та бюджетного процесу, різноманіття функцій ОВДП як найбільш надійних інструментів в Україні, можна розглядати як очевидний позитивний крок до зваженої боргової політики держави. На сьогодні це дійсно достатньо розвинутий ринок національних боргових інструментів, насамперед у частині надійної інфраструктури, гарантованих розрахунків, здатності до модернізації та державного нагляду.

Слід зазначити, що важливу роль у відновленні економіки в довгостроковій перспективі повинен відігравати корпоративний сегмент ринку цінних паперів. На первинному ринку облігацій НКЦПФР протягом першого півріччя 2016 року зареєструвала 69 випусків облігацій підприємств на суму 4,43 млрд грн (155 випусків на 13,18 млрд грн у 2015 р.). Середній обсяг облігаційного випуску за підсумками січня-червня 2016 року склав 66 млн грн [3]. У січні – червні 2016 року облігації випускали виключно підприємства (крім банків та страхових компаній).



Україна має одне з найменших у світі співвідношень обсягів банківського кредитування та вартості боргових цінних паперів в обігу – 20,5 %, що втричі менше за середньосвітове значення (63,5 %) та майже вдвічі менше, ніж в середньому по країнах, що розвиваються (37 %). Якщо у світі обсяги запозичень у формі облігаційної позики майже еквівалентні ВВП (99,7 %), то для України цей показник складає лише 15,5 %. Більше того, якщо в середньому в світі корпоративні облігації не принципово відрізняються від обсягів державних запозичень (в структурі запозичень на державу припадає 60 %, а на корпоративний сектор – 40 %), то в Україні пропорція складає 80 % /20 % [4]. На нашу думку, це пов'язано з низьким платоспроможним попитом на корпоративні облігаційні інструменти, а також високими кредитними ризиками, на які наражаються інвестори.

За видами економічної діяльності на ринку корпоративних облігацій у 2015 році переважали випуски цільових облігацій будівельних компаній, випуски енергетичних холдингів, а також випуски фармацевтичних компаній. При цьому на ринку присутня значна кількість облігацій, емітованих підприємствами без чітко вираженої спеціалізації. Такі емітенти досить часто використовують кошти, залучені шляхом розміщення облігацій, не за напрямками, вказаними в проспекті емісії. Крім того, для їхніх випусків характерна недостатня забезпеченість номіналу і відсотків за облігаціями, що, в свою чергу, зумовлює високий рівень боргового навантаження. Комерційні банки в основному здійснюють операції з корпоративними облігаціями для покращення показників фінансової звітності, а не для фінансування реального сектору економіки. Інвестиції в такі інструменти є високоризиковими, що в більшості випадків підтверджується кредитними рейтингами спекулятивних рівнів.

Показники ринку та динаміку кредитних рейтингів корпоративних облігацій протягом 2014–2015 рр. наведено в таблиці 2.

*Таблиця 2*

**Динаміка кредитних рейтингів корпоративних облігацій**

Показники ринку	01.01.2014	01.01.2015	01.01.2016
Обсяг торгів, млн грн	49 411	33 804	13 604
Обсяг нових випусків, млн грн	44 762	36 190	13 181
Кількість нових випусків	304	265	155
Відсоток публічних емісій (за обсягом)	38 %	69 %	43 %
Відсоток публічних емісій з рейтингом (за обсягом)	54 %	47 %	52 %
Середньозважений рівень рейтингу	uaA-	uaA	uaBBB+
Кількість рейтингів облігацій у портфелі НРА «Рюрік»	44	30	13
Кількість нових емісій з рейтингом НРА «Рюрік»	10	3	1

Джерело: [6]



Наразі ринок облігацій підприємств залишається доволі закритим і непрозорим. Аналітики Національного рейтингового агентства «Рюрік» стверджують, що у 2015 році лише 43 % емісій було призначено для публічного розміщення. При цьому у 2014 році частка публічних емісій перебувала на рівні 69 %. Разом з тим це було пов'язано з відносно високою емісійною активністю комерційних банків, які протягом 2015 року зазнали труднощів при розміщенні власних випусків. Кількість рейтингів облігацій у портфелі НРА «Рюрік» протягом 2014–2015 рр. скоротилась з 44 до 13, що відображає загальну тенденцію до звуження ринку. У 2013 році Агентство присвоїло рейтинги десяти новим емісіям, у 2014 – трьом, у 2015 – одній – це облігації «Фармацевтична фірма «Дарниця» [6].

Як показує практика, кредитний рейтинг може бути ефективним регуляторним інструментом, що дозволяє відокремити ринкові випуски від неринкових та спростити процес прийняття інвестиційних рішень. При цьому велика кількість емітентів корпоративних облігацій не тільки не використовує кредитний рейтинг як інструмент підтвердження кредитоспроможності облігацій, але й порушує законодавство. Це свідчить про високий рівень корупції на вітчизняному ринку корпоративних цінних паперів та вказує на те, що значна частка публічних емісій здійснюється не з метою фінансування інвестиційних проектів чи поповнення оборотних коштів підприємств, а для реалізації певних фінансових схем.

### **ВИСНОВКИ**

На фондовому ринку України існують нагальні проблеми, що заважають його подальшому розвитку – це низька ліквідність і капіталізація, масштабний дефіцит внутрішніх грошових ресурсів для інвестицій. На сьогодні в Україні рівень розвитку боргових цінних паперів залишається далеким від досконалості. Фактична відсутність ефективно діючої інфраструктури, яка забезпечує акумулювання капіталу для інвестицій у виробничу і соціальну сфери та сприяє раціональному розміщенню фінансових ресурсів, не дає можливості ефективно управляти господарською діяльністю й оцінювати вартість виробничих ресурсів. Незадовільний стан українського ринку корпоративних боргових цінних паперів має негативні наслідки для України не тільки через зниження обсягу інвестицій, але й безпосередньо впливає на діяльність держави як емітента власних зобов'язань та найбільшого власника корпоративних цінних паперів. Недосконала система обліку прав власності на майно у поєднанні із відсутністю загальнонаціональних ринків основних ресурсів виробництва робить українську продукцію неконкурентною, а українські підприємства – збитковими.

Одним із пріоритетних напрямів діяльності державних органів є створення умов для сприятливого інвестиційного та правового клімату



на фондовому ринку України, необхідного для залучення коштів вітчизняних та іноземних інвесторів у вітчизняну економіку. Національний банк України, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку 27.03.2015 оприлюднили проект програми розвитку фінансового ринку України до 2020 року. Програму було затверджено Постановою Правління НБУ від 18.06.2015 № 391. Згідно з тестом документу, головною метою Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року є «створення фінансової системи, що здатна забезпечувати сталий економічний розвиток за рахунок ефективного перерозподілу фінансових ресурсів в економіці на основі розбудови повноцінного ринкового конкурентоспроможного середовища згідно зі стандартами ЄС» [5]. Ринок облігацій планується стимулювати в межах розвитку інструментів фондового ринку, зокрема шляхом розширення видів корпоративних боргових цінних паперів. Планується дозволити випуск біржових облігацій, боргових інструментів для фінансування інфраструктурних проектів, при цьому запровадити правову основу механізму випуску конвертованих облігацій і переведення зобов'язань емітента в боргові та пайові цінні папери. Програмою передбачається надходження фінансових ресурсів із зовнішніх джерел, що може бути забезпечене за рахунок продажу боргових цінних паперів нерезидентам, адже країни з перехідною економікою не здатні вийти з економічної кризи без залучення іноземних інвестицій, що відіграють роль інструменту активізації інвестиційних процесів, дозволяючи не лише досягти короткострокового економічного зростання, але й закласти основу для довгострокових перспектив у розвитку національної економіки. Найбільш небезпечні ризики майбутнього періоду пов'язані з надмірним рівнем боргу та бюджетного дефіциту. Досвід розвинених європейських країн на ринку державних запозичень може допомогти Україні уникнути прорахунків окремих держав і відіграти важливу роль при розробленні заходів для імплементації, адаптованих до умов вітчизняного економічного середовища.

#### **СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ**

1. Шелудько В. М. Фінансовий ринок : підручник / В. М. Шелудько. – 3-тє вид. – К. : Знання, 2015. – 535 с.
2. Debt securities statistics [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/statistics/secstats/htm>.
3. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua>.
4. Проект Концепції розвитку ринку емісійних боргових цінних паперів [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.aust.com.ua/>.
5. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
6. Кредитний рейтинг як індикатор кон'юнктури фінансових ринків України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.rurik.com.ua](http://www.rurik.com.ua).

*Дата надходження до редакції – 23.09.2016 р.*