

коштів шляхом надання управлінням Державного казначейства права здійснення видатків на соціальні виплати за рахунок поточних надходжень у адміністративно-територіальних одиницях області.

Зазначені заходи сприятимуть уникненню не виправданих грошових потоків, дадуть змогу значно підвищити відповідальність розпорядників коштів за їх витрачання та створять умови для оптимізації й ефективного використання та обігу бюджетних коштів.

1. Казначейська справа // *Навчальний посібник* / За редакцією П.Г. Петрушка, О.О. Чечуліної. – К.: АНТ, 2004. – 287.

2. Казначейська система // *Навчальний посібник* / За редакцією С.І. Юрія, В.І. Стояна, М.П. Митца. – Тернопіль: “Карт-бланш”. 2002. – С. 590.

3. Чечуліна О.О. Управління державними фінансами // *Казна.* – 2002. – №1. – С. 13-15.

4. Огданський О. Консолідація фінансових ресурсів в одній структурі // *Казна.* – 2003. – №9. – С. 9-10.

The activity of the state treasury of Ukraine is described. The problems of the operative management of the budget resources and the ways of their solving are given.

Криховецька З. М.

ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ В УКРАЇНІ

У статті розглядається одне із потенційних джерел фінансування інвестиційної діяльності в Україні – випуск корпоративних облігацій, досліджуються проблеми та можливості його використання для розвитку реального сектора економіки в умовах ринкової трансформації.

Ключові слова: корпоративна облігація, інвестор, емітент, кредитна історія.

I. Вступ. Перехід економіки України на якісно новий рівень індустріального розвитку та інтенсивний тип відтворення передбачає перш за все ріст інвестиційної діяльності. Саме активізація інвестиційного процесу є тією основною задачею, вирішення якої покликано забезпечити реальні зрушення в економічній структурі суспільства, перехід економіки на ринкові відносини. Забезпечення зростання в інвестиційній сфері в умовах складності перехідного процесу пов'язане здебільшого з пошуком джерел її функціонування. Одним з потенційних витоків додаткових інвестиційних ресурсів є випуск корпоративних облігацій, які характеризуються різноманітною тривалістю обігу, варіюванням обсягів фінансування.

II. Постановка завдання. Метою даного дослідження є аналіз стану ринку корпоративних облігацій в Україні, встановлення причин, що негативно впливають на стан його

розвитку, та виявлення факторів, які сприятимуть можливості залучення додаткових коштів підприємствами шляхом випуску облігацій. У процесі дослідження використовуються такі методи: структурно-логічний аналіз (при побудові логіки і структури статті), метод економічного аналізу (при дослідженні факторів впливу на обсяг та структуру ринку облігацій), метод порівнянь (при зіставленні фактичних даних за певний період), методи аналізу та синтезу.

III. Результати. Для підприємств доцільність формування фінансових ресурсів шляхом випуску облігацій пояснюється такими причинами:

1. Облігації дозволяють їх емітенту залучати кошти на фінансовому ринку безпосередньо шляхом розповсюдження облігацій серед юридичних та фізичних осіб, не звертаючись для одержання капіталу до послуг фінансових посередників, таких, наприклад, як комерційні банки. Такий спосіб дає можливість підприємству залучати кредитні ресурси на більш привабливих умовах: на триваліший термін та дешевше (у порівнянні з кредитами банків). Так, у 2001 році компанія “Київстар Джі Ес Ем” здійснила випуск чотирьох серій облігацій на загальну суму 86,95 млн. грн. Дохідність по цих облігаціях становила у гривнях (серії А,С) – 18% річних, в еквіваленті доларів США (серії В,С) – відповідно 11 і 12% річних. Для порівняння процентна ставка за

кредитами комерційних банків у середньому складає 24,8% річних [2:8; 1:73].

2. Як показує досвід зарубіжних країн, даний інструмент дозволяє емітенту оператив-но керувати своєю заборгованістю як п вар-тості, так і по обсягу залучених ресурсів, ма-ючи можливість дострокового викупу своїх паперів на вторинному ринку самостійно або через уповноваженого продавця. Крім того, під час випуску облігацій відбувається дивер-сифікація заборгованості серед різних креди-торів.

3. Облігації мають більшу можливість роз-повсюдження, ніж акції підприємств, через менший рівень ризику для інвесторів.

Привабливість облігацій для інвесторів пояснюється такими причинами:

1) вони, загалом, мають фіксований про-цент, який забезпечує постійний прогнозова-ний грошовий потік, що є основою стабіль-ного фінансового стану інвестора;

2) вкладення в облігації є менш ризикові, ніж в акції, оскільки при банкрутстві емітен-та облігацій спочатку задовольняються вимо-ги кредиторів (інвесторів), а в останню чергу майно розподіляється між власниками акцій [2:8];

3) процент по корпоративних облігаціях набагато вищий, ніж по державних, та вищий, ніж по банківських депозитах [табл. 2.14].

виявляють страхові компанії, інвестиційні та пенсійні фонди, і зовсім незначний обсяг вкла-день роблять фізичні особи. Така ситуація пояснюється більш широкими можливостя-ми банків по одержанню вигоди від інвестицій в облігації, по оцінці якості емітентів і ринко-вої кон'юнктури (співставлення з дохідністю подібних цінних паперів інших емітентів) у порівнянні з іншими інвесторами. Так, вкла-дення в облігації дозволяють банкам покращувати якість інвестиційного портфеля за рахунок диверсифікації активів, налагоджу-вати нові ділові контакти з емітентами та інве-сторами. Низька активність фізичних осіб у купівлі корпоративних облігацій пояс-нюється оподаткуванням суми доходу, одержаного від вкладення коштів в облігації в розмірі 20%, що не передбачено при розміщенні коштів на банківський депозит, а також випуском більшістю емітентами облігацій у бездокумен-тарній формі [4:39].

За 1996-2000рр. Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано тільки 49 випусків корпоратив-них облігацій на загальну суму 340 млн.грн. За 2001р. зареєстровано вже 62 випуски на суму 694,32 млн.грн.[2:9]. У 2002 році - 108 випусків на суму майже 4,3 млрд.грн. [6:55]. Загальний обсяг випусків облігацій за 1996-2002 роки становить 5308,31 млн.грн.

Таблиця 1

Порівняльна характеристика депозитних ставок українських банків і купонна прибутковість по корпоративних облігаціях (середній показник)*

Термін	Змісяці		бмісяців		12місяців	
	Дол.США	Грн.	Дол.США	Грн.	Дол.США	Грн.
% по депозитах	4,8-6,1	9-14	7-7,5	9,5-15	7,3-8	6-15
% по корпоративних облігаціях	-	18-19	8-9	18-22	11-12	20-27

* Джерело : [2:8; 1:77].

Проте з урахуванням оподаткування до-ходів по корпоративних облігаціях дохідність по депозитах забезпечує вкладникам більш високий прибуток, проте перевагою корпо-ративної облігації є те, що при довгостроко-вому її погашенні процентна ставка, яку запла-тять емітент, є наперед відомою, а при дос-троковому вилученні коштів на банківських депозитах проценти будуть, як правило, ана-логічні ставкам вкладів до запитання.

Основними інвесторами на сьогодні вис-тупають комерційні банки, менший інтерес

Слід зазначити, що темп зростання обсягів емісії корпоративних облігацій за 2001р. по відношенню до минулого року складає близь-ко 1000%, темп приросту – відповідно близь-ко 900%, за 2002р. темп зростання обсягів емісії становить 615%, темп приросту – 515%.

Як можна побачити з таблиці 2.15, обся-гам випуску корпоративних облігацій в Ук-раїні в 1996-2002 рр. притаманний циклічний характер коливання з вираженою тенденцією до зростання. У I півріччі 2003р. обсяг їх емісії становив 2,16 млрд.грн., що на 627% більше,

ніж за відповідний період попереднього року [11:9]. Основними емітентами корпоративних облігацій на сьогоднішній день виступають дочірні підприємства та товариства з обмеженою відповідальністю.

мають потребу в зовнішньому фінансуванні, можуть вирішити її за допомогою випуску облігацій. Можливості виходу компанії на ринок корпоративних облігацій залежать від наявності таких критеріїв:

Таблиця 2

Обсяги випуску облігацій підприємств в Україні у 1996-2002 роках, млн.грн. *

Рік Вид суб'єкта	996	997	998	999	000	001	2002				
							квар-тал	I вар-тал	II квар-тал	V вар-тал	сього
I									0	1	2
Комерційні банки	,663	,5			,0	3,44	6,0	5,88	8	7,5	7,38
Державні підприємства	,946	02	,500	20,0		6,5	0,0	00			50
Страхові компанії							,15			5,0	5,15
Дочірні підприємства										510	510
АТ		,035	,691		5,8	68,5		6,9	3,38	4,64	4,92
Товариства з обмеженою відповідальністю	0,2	,90	,0	,0	9,08	52,8	3,5	4,82	05,6	23,2	17,17
Об'єднання (концерни)		0		,188							
Орендні підприємства						3					
Усього	2,809	16,4	,191	32,1	9,89	94,3	9,65	07,6	47,0	830,3	274,6
									3	4	2

*Джерело : [6:55-56].

Протягом 2003 року найбільші за сумою випуски облігацій здійснили такі емітенти: ВАТ "Укртелеком" – 700 млн.грн., ДВАТ "Південно-Західна залізниця" - 500 млн.грн., дочірня компанія "Укртрансгаз" НАК "Нафтогаз України" – 300 млн.грн.; АБ "Аваль" - 80 млн.грн., ДАК "Титан" - 50 млн.грн. [10:7].

Незважаючи на позитивні зрушення в цьому сегменті ринку цінних паперів, його потенціал і досі не задіяний на повну потужність, частка корпоративних облігацій на фондовому ринку України та в загальному обсязі джерел інвестицій досить незначна. Обсяг вітчизняного ринку корпоративних облігацій становить 0,35% у ВВП, тоді як у Росії – 0,74%, Польщі – 1,8%, Естонії – 3,9%, США – до 80% [8:39].

У даний час не всі українські компанії, що

1. Підприємство має вести прибуткову діяльність протягом тривалого часу (як мінімум 1,5-2 роки), оскільки компанії з нестійким фінансовим станом буде досить важко переконати інвесторів у своїй надійності.

2. Менеджери компанії повинен мати обґрунтовану стратегію її розвитку (як мінімум на 3-5 років) і чіткі цілі, яких планують досягти через випуск облігацій. Вони мають точно аналізувати свої грошові потоки, щоб мати можливість скоординувати їх (за залученими за допомогою емісії засобами та процентами, що виплачуються за ними) так, щоб погасити облігації. Причому все це необхідно узгоджувати з інвестиційними програмами й поточною діяльністю компаній. Тобто у підприємства повинен бути реальний бізнес-план свого розвитку, щоб у ньому чітко виділявся

той блок, який би дійсно забезпечувався за допомогою використання позики, і щоб у менеджерів була впевненість у виконанні такої програми.

3. Підприємство повинно входити до числа лідерів на своєму ринку [7:34].

Крім того, щоб облігації користувалися попитом серед інвесторів, емітент, у першу чергу, повинен створити позитивний імідж на ринку корпоративних облігацій. Саме тому майже всі первинні випуски корпоративних облігацій у теперішній час переслідують мету – формування позитивної публічної кредитної історії, що значно підвищує довіру до цінних паперів з боку інвесторів і в подальшому дозволяє здійснювати нові позики на більш вигідних для емітента умовах.

Як показує аналіз, основними чинниками, що негативно впливають на прийняття емітентом рішення щодо випуску корпоративних облігацій, є:

- низька обізнаність менеджменту з даним фінансовим інструментом та процедурою його випуску;

- довготривалість строку реєстрації випуску та інформації про нього;

- наявність значних витрат на підготовку, випуск та розміщення облігаційних позик.

Існують і певні перепони у підвищенні інтересу інвесторів до корпоративних облігацій:

- ризик невиконання емітентом своїх зобов'язань через недостатність публічної інформації про реальний стан справ у нього,

- відсутність кредитних історій емітентів (сьогодні на українському ринку облігацій не існує агентства, яке б складало рейтинги емітентів, яким можна довіряти),

- відсутність в Україні законодавчої вимоги до забезпечення облігацій;

- низька ліквідність вторинного ринку облігацій (проте деякі емітенти для підтримання своєї ліквідності застосовують штучні інструменти, зокрема підписують з банком-менеджером, що розмішував облігації, договір про можливість дострокового викупу останнім облігацій у держателя або самі про-

понують викупити облігації в держателя);

- низький рівень корпоративної культури на більшості підприємств-емітентів облігацій.

IV. Висновки. Проаналізувавши стан ринку корпоративних облігацій та його роль в інвестуванні вітчизняної економіки, ми доходимо до висновку, що передумовами розвитку цього сегменту ринку цінних паперів є сприятлива державна політика, формування відповідного законодавчого поля, підвищення вимог до емітентів. Передусім йдеться про подальшу стабілізацію економіки, доцільність спрощення процедури реєстрації випуску корпоративних облігацій та зниження розміру держмити на реєстрацію інформації про випуск; створення інституту незалежних рейтингових агентств для присвоєння емітентам рейтингів кредитоспроможності; удосконалення системи корпоративного управління (забезпечення захисту прав інвесторів).

1. Бюлетень НБУ.- 2003.-№8

2. Гольченко І. Емісія корпоративних облігацій в Україні : сучасний стан та перспективи розвитку // Цінні папери України.- 2002.- №10.- С.8.

3. Горилей О. Правильный расклад// Комп&ньон.- 2002.- №27.- С.35.

4. Горилей О. Тонкий расчет// Комп&ньон.- 2002.- №27.- С.39.

5. Закон України "Про цінні папери та фондову біржу" №1201-ХІІ від 18.06.91.

6. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2002 рік // Ринок цінних паперів. - 2003.- №5-6. -С.51.

7. Левицкая С. Заем для истории. // Комп&ньон. - 2002.- №27.-С.33.

8. Послання Президента України до Верховної Ради України "Про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2002 році" // Економіст. - 2003.- №5.

9. Румянцев С. Развитие рынка корпоративных облигаций // Цінні папери України.- 2002.- №17.- С.12.

10. Румянцев С. Ринок корпоративних облігацій в Україні: зростання попиту та пропозиції // Цінні папери України. - 2003. - №34(272). -С.7.

11. Румянцев С. Развитие рынка капитала Украины // Цінні папери України. - 2002.-№39(277) . - С.9.

The problems and perspectives of usage of corporate bonds to financing of investment activities in Ukraine is considered in the article.