

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА» МОН УКРАЇНИ

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА» МОН УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова праця
на правах рукопису

ВАСИЛЬЄВА ДАРІЯ ОЛЕКСІЇВНА

УДК 336.763.3:658.14]:339.727(4-11)(043.3)

ДИСЕРТАЦІЯ

**КОРПОРАТИВНІ ОБЛІГАЦІЇ У ФІНАНСУВАННІ ПІДПРИЄМСТВ
(НА ПРИКЛАДІ СХІДНОЄВРОПЕЙСЬКИХ РИНКІВ КАПІТАЛІВ)**

Спеціальність 072 – Фінанси, банківська справа та страхування

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело
_____ Д.О. Васильєва

Науковий керівник: Кудик Тетяна Олексіївна, кандидат економічних наук,
доцент

Київ – 2021

АНОТАЦІЯ

Васильєва Д.О. Корпоративні облігації у фінансуванні підприємств (на прикладі східноєвропейських ринків капіталу). – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування». – Державний вищий навчальний заклад «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», м. Київ, 2021.

У дисертаційній роботі поглиблено теоретичні і практичні засади фінансування підприємств Східної Європи за допомогою корпоративних облігацій, конкретизовано сутність, види та роль корпоративних облігацій в структурі фінансового ринку, висвітлено переваги та недоліки корпоративних облігацій в процесі фінансування діяльності підприємств, проаналізовано тенденції розвитку східноєвропейських ринків корпоративних облігацій та виявлено особливості їх функціонування, запропоновано підхід до підвищення інвестиційної привабливості корпоративних облігацій, виявлено взаємозв'язок між розвитком ринку корпоративних облігацій та іншими джерелами фінансування підприємств на основі економіко-математичного моделювання, запропоновано шляхи удосконалення механізмів формування і регулювання ринку корпоративних облігацій в Україні.

Автором вперше визначено на основі VAR-аналізу та теоретичних узагальнень взаємозв'язок між зміною обсягу емісії корпоративних облігацій і динамікою залучення капіталу на основі інших джерел фінансування, що дозволило встановити ті з них, які стримують розвиток ринку у довгостроковій перспективі, а саме: банківське кредитування та емісія акцій. Проведений аналіз засобами економіко-математичного моделювання дозволив встановити майбутні перспективи щодо обсягу фінансування підприємств України на основі власного

капіталу, банківського кредитування, емісії акцій та емісії корпоративних облігацій.

В рамках вивчення сутності корпоративних облігацій автором деталізовано трактування терміну та зазначено, що під ним слід розуміти боргові цінні папери, емітовані господарським товариством для розміщення на первинному ринку з метою залучення зовнішніх фінансових ресурсів на забезпечення короткострокових та довгострокових потреб суб'єкта господарювання.

Систематизовано підходи до класифікації видів корпоративних облігацій, у результаті чого запропоновано класифікувати їх за рівнем забезпеченості (забезпечені, незабезпечені, гарантовані, конвертовані), за ієрархією випуску (старші та молодші), за рівнем оцінки корпоративних облігацій спеціалізованими рейтинговими агентствами (інвестиційного рівня, неінвестиційного рівня, найнижчого рівня), за відсотковою ставкою (з фіксованою відсотковою ставкою, з плаваючою відсотковою ставкою), за організацією виплат основної суми та відсотків (дисконтні, відзивні, до пред'явлення).

У рамках дослідження місця та ролі корпоративних облігацій у структурі фінансового ринку визначено, що дані цінні папери знаходяться в обігу на ринку корпоративних облігацій, частина якого належить до грошового ринку (щодо короткострокових корпоративних облігацій) та ринку капіталу (щодо середньо- та довгострокових корпоративних облігацій). Обґрунтовано, що роль корпоративних облігацій на фінансовому ринку полягає у диверсифікації джерел фінансування та напрямів інвестування, знижує залежність економіки від потрясінь банківського сектора, дозволяє мінімізувати валютні ризики та сприяє об'єднанню пулу міжнародних інвестицій.

Проведено аналіз переваг та недоліків корпоративних облігацій, фінансового лізингу, банківських кредитів, публічного розміщення акцій як джерел фінансування діяльності підприємств та встановлено, що основні

недоліки корпоративних облігацій пов'язані зі збільшенням боргового навантаження на підприємство, необхідністю на регулярній основі оприлюднювати інформацію про фінансові результати діяльності, а також стан корпоративного управління. Основними перевагами корпоративних облігацій у порівнянні з фінансовим лізингом є нижча ціна за використання, відсутність обов'язкового страхування, відсутність пені за прострочення платежу, у порівнянні з банківським кредитуванням – нижча процентна ставка, відсутність операційних обмежень, можливість використання на будь-які цілі підприємства, у порівнянні з IPO – збереження права управління підприємством.

Здійснено порівняння різних видів корпоративних облігацій за перевагами та недоліками. Виділено спільні переваги для підприємств та інвесторів: альтернатива банківському сектору, врахування диверсифікованих потреб широкого кола підприємств та інвесторів, міжнародна взаємодія. Встановлено, що певні особливості корпоративних облігацій є одночасно перевагами для підприємств і недоліками для інвесторів і навпаки, а саме: зміна цінності облігацій в залежності від коливання ринкової ціни, недоступність права участі власників в управлінні підприємством, режим оподаткування, пріоритетність виплати зобов'язань перед власниками акцій, публічність інформації про господарську діяльність емітента, відсутність зв'язку між рівнем прибутків емітента та виплатами власникам облігацій.

Проаналізовано нормативно-правову базу емісії та обігу корпоративних облігацій в Україні, Польщі, Болгарії, Угорщині, Хорватії, Чехії, Словаччині, Словенії та Румунії. Запропоновано напрями удосконалення даної сфери в Україні, а саме: імплементація вимог ЄС до проспекту емісії корпоративних облігацій в українське законодавство, запровадження процедури затвердження відповідності проспекту емісії Центральним депозитарієм, збільшення штрафу за надання неправдивих або неповних даних як в проспекті емісії, так і щорічній фінансовій звітності. Це дозволить дисциплінувати учасників процесу емісії

корпоративних облігацій, а також підвищити довіру інвесторів до українських корпоративних облігацій.

Визначено особливості функціонування ринків корпоративних облігацій у східноєвропейських країнах: посилене зростання запозичень корпоративних облігацій навіть на фоні пандемії COVID-19; тривале зниження загальної якості облігацій зі збільшенням обсягу випусків корпоративних облігацій інвестиційного класу у 2020 році; більший термін погашення та підвищена чутливість до ціни; засноване на рейтингах інвестування, пасивне управління та володіння корпоративними облігаціями; коефіцієнти кредитного левериджу в межах рейтингу зросли; значне збільшення облігацій з рейтингом BBB та зменшення частоти зниження рейтингу; небезпека значних розпродажів облігацій, рейтинг яких знизився до не інвестиційного, що загрожує фінансовій стабільності.

Запропоновано методику ранжування ринків корпоративних облігацій на основі порівняння країн за середньорічним відношенням обсягу коштів залучених підприємствами на основі корпоративних облігацій до обсягу банківського кредитування, що дозволяє підприємствам приймати зважене рішення щодо доцільності здійснення емісії даного фінансового інструмента на певному ринку у поточному періоді.

Обґрунтовано, що основними недоліками ринку корпоративних облігацій в Україні є небажання розкривати інформацію емітентами корпоративних облігацій; відсутність окремого біржового індексу щодо досліджуваного фінансового інструмента. Визначено, що наразі в Україні відзначаються позитивні зміни в інституційному середовищі (послідовна державна політика щодо іноземних інвесторів, зростання культури корпоративного управління, забезпечення прозорості фінансової звітності підприємств), що сприятимуть розвитку ринку корпоративних облігацій України у майбутніх періодах.

Проведено аналіз характеристик єврооблігацій східноєвропейських підприємств та обґрунтовано, що ефективність єврооблігацій як інструмента залучення фінансових ресурсів в діяльність підприємства залежить від успіху першого розміщення єврооблігацій. Виявлено, що вихід українських підприємств на ринок єврооблігацій передбачає значні обсяги чистих продаж та коефіцієнта покриття EBIT, низький рівень відношення зобов'язань до активів, а також необхідність формування довіри іноземних інвесторів. Систематизовано перелік критеріїв, які мають бути враховані при відборі лід-менеджера з метою забезпечення якісного підходу до емісії єврооблігацій: обґрунтованість пропозицій щодо емісії, значний перелік обов'язків та можливостей, тривалий позитивний досвід щодо розміщення єврооблігацій, проведення якісних та масштабних досліджень фінансових ринків, високий рівень активності на внутрішньому та зовнішньому ринках.

На основі сценарного прогнозування доведено, що прийняття великими підприємствами рішення щодо залучення капіталу із зовнішніх джерел фінансування на основі емісії корпоративних облігацій впливає не тільки на розвиток ринку, а й сприяє збільшенню загального пулу фінансування підприємств у двох наступних роках.

Удосконалено підхід до підвищення інвестиційної привабливості корпоративних облігацій на основі визначення закономірності взаємозв'язку між ключовими характеристиками корпоративних облігацій емітентів, які мають найвищий попит на біржовому ринку. Підхід передбачає збір даних щодо біржових контрактів за облігаціями цих підприємств та проведення регресійного аналізу, на основі якого будують матрицю відсоткової ставки, ціни та терміну погашення корпоративних облігацій. На основі експертного опитування встановлено, що використання зазначеного підходу дозволить підприємствам залучити більше фінансових ресурсів від розміщення корпоративних облігацій.

Обґрунтовано, що вдосконалення механізмів формування та регулювання ринку корпоративних облігацій в Україні передбачає реалізацію наступних заходів: впровадження технології «доставки проти оплати» для корпоративних облігацій; стандартизація операцій РЕПО відповідно до міжнародних вимог; запровадження податкового стимулювання індивідуальних інвесторів корпоративних облігацій; розвиток професійних сегментів ринку корпоративних облігацій.

Окремі результати дослідження щодо аналізу сучасного стану корпоративних облігацій у східноєвропейських країнах, а також дослідження ринку єврооблігацій в якості інструменту виходу українських підприємств на міжнародні ринки капіталу було використано у практичній діяльності Індустріал банку, а саме: враховані в стратегії по управлінню ліквідності та можливості алокації активів банку в інструментах з фіксованою дохідністю, розглянута методика ранжування ринків корпоративних облігацій, як один із критеріїв при встановленні лімітів з контрагентами, які є емітентами облігацій (довідка №03-09-2162 від 03.06.2021 р.). Також методику ранжування ринків корпоративних облігацій, яка заснована на порівнянні середньорічного відношення обсягу облігацій до обсягу банківського кредитування на балансі корпорацій мала практичне значення у діяльності Crediwest банку (довідка №4092 від 31.05.2021). Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (довідка №21/2021 від 21.06.2021 р.) визначено, що наукові надбання в дисертаційному дослідженні використовуються фахівцями щодо спрямування державної політики на підтримку та укріплення корпоративних облігацій в структурі фінансового ринку.

Крім того, Комітетом Верховної Ради України із питань енергетики та житлово-комунальних послуг були розглянуті такі положення дослідження, як: управління інвестиційною привабливістю корпоративних облігацій для оптимізації вартості залучення коштів; особливості проведення дорожнього шоу

та формування ефекту «ореолу» для більших перспектив успішного первинного розміщення; аналіз переваг та недоліків різних видів корпоративних облігацій з ціллю оптимізації структури розміщення та формування проспекту емісії (довідка №04-17/14-2021/178998 від 02.06.2021 р.).

Основні теоретичні положення дисертаційної роботи знайшли відображення у навчально-методичному процесі ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» при викладанні дисциплін: «Мікроекономіка», «Фінанси», «Міжнародні фінанси», «Фінанси підприємств», «Корпоративні фінанси», «Фінансова діяльність корпорацій», «Інвестування», «Інвестиційний аналіз» (довідка від 27.05.2021 р.).

Ключові слова: емісія та обіг корпоративних облігацій, єврооблігації, інвестиційна привабливість, корпоративні облігації, східноєвропейські ринки корпоративних облігацій, фінансові інструменти, фінансування підприємств.

SUMMARY

Vasilieva D.O. Corporate bonds in enterprise financing (on the example of Eastern European capital markets). – Qualifying scientific work as a manuscript.

Dissertation for the degree of Doctor of Philosophy in the specialty 072 “Finance, Banking and Insurance Business”. – Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, Kyiv, 2021.

The thesis elaborates theoretical and practical principles of financing Eastern European enterprises with corporate bonds, gives concrete expression to the nature, types and role of corporate bonds in financial market structure, highlights the strengths and weaknesses of corporate bonds in financing enterprises' activity, probes into the trends in Eastern European corporate bond markets, reveals the features of their functioning, puts forward the approach to increase the investment attractiveness of corporate bonds, identifies the interrelation between development of the corporate

bonds market and other sources of enterprises financing on the basis of economic and mathematical modeling, offers the ways for improving the forming and regulating mechanisms for the corporate bond market in Ukraine.

Drawing on the VAR-analysis and theoretical generalizations, the author originally determined the interrelationship between changes in corporate bond issuance and the dynamics of capital mobilization on the basis of other funding sources, which allowed identifying those that ultimately hinder market development, namely: bank lending and the issue of shares. The analysis by means of economic and mathematical modeling allowed establishing future prospects for the volume of financing of Ukrainian enterprises on the basis of equity, bank lending, issuance of shares and corporate bonds.

When it comes to studying the corporate bonds, the author details the interpretation of the term and holds that it should be understood as debt securities issued by a commercial partnership aimed at placing on the primary market in order to attract external financial resources to meet both short-term and long-term needs of the enterprise.

Approaches to the classification of types of corporate bonds are systematized and proposed to subdivide them according to the security level (secured, unsecured, guaranteed, convertible), according to the issue hierarchy (senior and junior), according to the level of corporate bond rating by specialized investment agencies (the investment level, the non-investment level, the lowest level), according to the interest rate (fixed interest rate, floating interest rate), according to the organization of payments of the principal amount and interest (discount, puttable, callable).

Within the framework of studying the place and role of corporate bonds in the financial market structure it was determined that these securities are in circulation in the corporate bond market, part of which belongs to the monetary market (for short-term corporate bonds) and capital market (for medium and long-term corporate bonds). It is shown that the role of corporate bonds in the financial market is to

diversify the sources of funding and investment, reducing the economy dependence on the shocks of the banking sector, making it possible to minimize currency risks and helping consolidate the international investment pool.

The analysis of strengths and weaknesses of corporate bonds was performed, as well as the probing into financial leasing, bank loans, public offering of shares as sources of enterprise financing. It was found that the main downsides of corporate bonds are related to increasing debt burden on the company, the need to make public the information on financial results, as well as the state of corporate management. The main advantages of corporate bonds in comparison with financial leasing are as follows: lower utilization price, absence of obligatory insurance, absence of penalty for late payment; as compared to bank crediting – lower interest rate, absence of operational restrictions, possibility of utilization for any purposes of the enterprise; in comparison with initial public offer – preserving the right of enterprise management.

The comparison of different types of corporate bonds by advantages and disadvantages was accomplished. Common advantages for enterprises and investors are highlighted, such as: alternative to the banking sector, taking into account the diversified needs of a wide range of enterprises and investors, international cooperation. It is shown that certain features of corporate bonds are both advantages for enterprises and disadvantages for investors and vice versa, namely: change in the bonds value depending on market price fluctuations, unaccessibility of owners' participation in enterprise management, tax regime, priority payment of obligations to owners shares, publicity of information about the issuer's economic activity, lack of connection between the level of the issuer's income and payments to bond holders.

The legal framework for the issuance and circulation of corporate bonds in Ukraine, Poland, Bulgaria, Hungary, Croatia, the Czech Republic, Slovakia, Slovenia and Romania is explored. The benchmarks for enhancing this sphere in Ukraine are proposed, namely: implementation of EU requirements against the prospect of issuing corporate bonds in the Ukrainian legislation, implementation of the conformity

approval procedure for the prospect issue by the Central Depository, increase of penalty for providing false or incomplete data both in the issue prospect and in the annual financial reporting. This will exert discipline to the participants in the process of issuing corporate bonds, as well as increase investor confidence in Ukrainian corporate bonds.

The specific features of corporate bond markets functioning in Eastern European countries are determined: the increased growth of corporate bond borrowings against the background of the COVID-19 pandemic; long-term decline in the overall bonds quality with an increase in issues of investment-rate corporate bonds in 2020; longer maturity and increased sensitivity to price; rating-based investing, passive management and corporate bond ownership; gained credit leverage ratios within the rating; a significant increase in BBB-rated bonds and a decrease in the frequency of rating downgrades; the danger of significant sales of bonds whose rating fell to non-investment, which is bound to threaten financial stability.

Given the comparison of countries by the average annual ratio of funds raised by enterprises based on the corporate bonds to the volume of bank lending, a method of ranking corporate bond markets was proposed, allowing companies to make an informed decision on the feasibility of issuing the said financial instrument in a given market in the current period.

It was substantiated that the main shortcomings of the corporate bond market in Ukraine are the reluctance to disclose information by corporate bond issuers, the absence of a separate stock exchange index for the financial instrument under study. It was determined that currently in Ukraine there are positive changes in the institutional environment (consistent government policy towards foreign investors, growth of corporate management culture, ensuring transparent financial enterprise reporting), which is bound to promote the development of Ukraine corporate bond market in future.

The analysis of Eurobonds of Eastern European enterprises was carried out and it was substantiated that the Eurobonds efficiency as a tool for attracting financial resources in the activity of the enterprise depends on the success of the Eurobonds first placement. It was shown that the entry of Ukrainian companies into the Eurobond market entails considerable net sales and earnings before interest and taxes coverage ratio, a low level of liabilities to assets ratio, as well as the need to instill the foreign investors' confidence. The list of criteria to be taken into account when selecting the leadmanager in order to ensure a quality approach to the issue of Eurobonds is systematized: feasibility of proposals for the issue, a significant list of responsibilities and opportunities, a lasting positive experience in Eurobond placement, qualitative and large-scale financial market research, robustness on domestic and foreign market.

Based on scenario forecasting, it is proved that the decision of large enterprises to attract capital from external sources of financing based on corporate bond issues not only affects market development, but also boosts the overall pool of corporate financing in the coming two years.

The approach of increasing the investment attractiveness of corporate bonds was improved by way of determining the regularity of the relationship between the key features of corporate bonds of issuers that had the highest demand in the stock market. The approach involves collecting data on exchange contracts for bonds of these companies and conducting a regression analysis, drawing on which matrix of interest rate, price and maturity of corporate bonds are built. Based on an expert survey, it was found that the use of this approach ensures the companies' opportunity to attract more financial resources due to the placement of corporate bonds.

It was substantiated that the improvement of forming and regulating mechanisms for the corporate bond market in Ukraine involves the implementation of the following measures: implementation of "delivery versus payment" method for corporate bonds; standardization of repo operations in accordance with international

requirements; implementation of tax incentives for individual corporate bond investors; development of professional segments of the corporate bond market.

Some results of the study on the analysis of the current state of corporate bonds in Eastern European countries, as well as the study of the Eurobond market as a tool for Ukrainian companies to enter international capital markets were used in the practice of Industrialbank: implemented in liquidity management strategies and bank's assets allocation with fixed income securities, the method of ranking corporate bond markets is considered as one of the criteria for setting limits with counterparties-bond issuers (certificate No 03-09-2162 dated 03.06.2021). Also, the method of ranking corporate bond markets, is based on comparison of the average annual ratio of bond volume to bank lending on the Balance sheet of corporations had practical importance for the activities of Crediwest Bank (certificate No 4092 from 31.05.2021). The National Commission on Securities and Stock Market (certificate No 21/2021 dated 21.06.2021) determined that the scientific findings in the dissertation research are used by specialists to direct public policy to support and strengthen corporate bonds in the structure of the financial market.

In addition, the Committee of the Verkhovna Rada of Ukraine on Energy and Housing and Utilities Services considered the following provisions of the study: managing the investment attractiveness of corporate bonds to optimize the cost of raising funds; features of the road show and forming the "halo" effect for greater prospects for successful initial placement; analysis of the advantages and disadvantages of different types of corporate bonds in order to optimize the structure of placement and formation of the prospectus issue (certificate No 04-17/14-2021/178998 dated 02.06.2021).

The core theoretical provisions of the dissertation are reflected in the educational and methodological process of Kyiv National Economic University named after V. Hetman within the following disciplines: "Microeconomics", "Finance", "International Finance", "Enterprise Finance", "Corporate Finance", "Financial

Activities of corporations”, “Investing”, “Investment analysis” and during pedagogical practice (certificate dated 27.05.2021).

Key words: issue and circulation of corporate bonds, Eurobonds, investment attractiveness, corporate bonds, Eastern European corporate bond markets, financial instruments, corporate financing.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

У зарубіжних виданнях:

1. Dariia Vasylieva. The corporate bond market in Ukraine: trends and prospects. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2021. Vol. 7. P. 10-18. (0,5 д.а.).

У наукових фахових виданнях України:

2. Васильєва Д.О. Економетричне моделювання ємності ринку корпоративних облігацій України. *Ринок цінних паперів України*. 2018. № 1-2. С. 49-55. (0,4 д.а.).
3. Васильєва Д.О. Виклики управління державним боргом в Україні. *Вчені записки ТНУ імені В.І. Вернадського. Сер. Економіка і управління*. 2018. Т. 29 (68). № 6. С. 19-23. (0,2 д.а.).
4. Васильєва Д.О. Відсоткові ставки як інструмент впливу на ділову активність в економіці України. *Економічні студії*. 2020. № 2 (28). С. 7-10. (0,2 д.а.).
5. Васильєва Д.О. Регулювання емісії та обігу корпоративних облігацій в східноєвропейських країнах. *Економічний простір*. 2021. №169. (0,5 д.а.).
6. Лісовська В.П., Кудик Т.О., Васильєва Д.О. Моделювання лінійними різницеvими рівняннями першого порядку. *Науковий вісник УжНУ. Сер. Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2021.

№ 37. (0.9 д.а., особисто автору – 0,3 д.а.: проаналізовано різниці рівняння та системи рівнянь, які використовуються у моделюванні динамічних процесів (економіці, банківській справі, інвестиціях та ін., вивчено дискретні моделі, що описуються різницевиими рівняннями).

В інших виданнях:

7. Васильєва Д.О. Переваги та недоліки корпоративних облігацій, як джерела фінансування діяльності підприємств в Україні. *Сучасні інструменти управління корпоративними фінансами*: зб. матеріалів I Всеукр. наук.-практ. інтернет-конф. студентів, аспірантів та молодих вчених. Київ: КНЕУ, 2017. С. 24-26. (0.1 д.а.).

8. Ensuring the issuance of investment-attractive corporate bonds / Dariia Vasylieva, Tetyana Kudyk, Valentyna Lisovska, George Abuselidze, Oksana Hryvkivska. *E3S Web of Conferences*. 2021. 295 01008. (1 д.а., особисто автору – 0,3 д.а.: досліджено переваги та недоліки корпоративних облігацій, підготовлені статистичні дані до аналізу).

9. Васильєва Д.О. Інвестиційна привабливість підприємства через призму корпоративного управління. *Соціально-економічний розвиток України на початку XXI століття*: зб. доп. 74-ї наук. конф. студ. КНЕУ, 11-12 квіт. 2007 р. Київ: КНЕУ, 2007. С. 38-41. (0.1 д.а.).

10. Васильєва Д.О. Сучасні проблеми розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні. *Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання*: праці Сімнадцятої Міжнар. наук. конф. студентів, аспірантів та молодих вчених. Т. 3. Вінниця: ДонНУ імені Василя Стуса, 2017. С. 6-8. (0.1 д.а.).

11. Васильєва Д.О. Перспективи блокчейн технологій на ринку запозичень в Україні. *Інформаційне суспільство: технологічні, економічні та технічні аспекти становлення*: зб. тез і доп. Міжнар. наук. інтернет-конф., 13 грудня 2017 р. Вип. 25. Тернопіль. 2017. С. 6-8. (0.1 д.а.).

12. Васильєва Д. О. Ризики інвестування в корпоративні облігації. *Сучасні інструменти управління корпоративними фінансами*: зб. матеріалів II Всеукр. наук.-практ. інтернет-конф. студентів, аспірантів та молодих вчених, 7 груд. 2018 р. Київ : КНЕУ, 2018. С. 62–64. (0.1 д.а.).

13. Васильєва Д.О. Перспективи дохідності на ринку облігацій в країнах центральної та східної Європи у 2020 році. *Сучасні тенденції забезпечення ефективності економіки держави*: зб. матеріалів Всеукр. наук.-практ. конф., 12 вересня 2020 р. Київ, 2020. С. 48 -51. (0.1 д.а.).

14. Васильєва Д.О. Інвестиційне регулювання ринку корпоративних облігацій в Україні. *Потенціал економічного розвитку країни та регіонів: фінансові та інноваційно-інвестиційні аспекти*: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. 29 травня 2021 р. Дніпро: НО «Перспектива», 2021. С. 37-39. (0.1 д.а.).

ЗМІСТ

ВСТУП.....	18
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ.....	28
1.1. Економічна суть, види та роль корпоративних облігацій у структурі фінансового ринку.	28
1.2. Нормативно-правове регулювання емісії та обігу корпоративних облігацій.....	46
1.3. Переваги та недоліки корпоративних облігацій як джерела фінансування діяльності підприємств.....	62
Висновки до Розділу 1	80
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ У СХІДНОЄВРОПЕЙСЬКИХ КРАЇНАХ	85
2.1. Сучасний стан ринку корпоративних облігацій у східноєвропейських країнах	85
2.2. Особливості функціонування та тенденції розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні.....	102
2.3. Ринок єврооблігацій, як інструмент виходу українських компаній на міжнародні ринки капіталу	121
Висновки до Розділу 2	145
РОЗДІЛ 3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНИ, ЯК ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ	149
3.1. Економіко-математичне моделювання розвитку ринку корпоративних облігацій.....	149
3.2. Підвищення інвестиційної привабливості корпоративних облігацій	164
3.3. Шляхи вдосконалення механізмів формування та регулювання ринку корпоративних облігацій.....	183
Висновки до Розділу 3	198
ВИСНОВКИ	201
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	205
ДОДАТКИ.....	236

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Ведення бізнесу в будь-якій сфері економіки пов'язане з постійною необхідністю розвитку, що передбачає залучення коштів з різних джерел фінансування. Однак, банки встановлюють суворі вимоги щодо достатності власного капіталу, що часто виступає обмеженням корпоративного кредитування. Дане питання особливо гостро постає в сучасних умовах глобальної фінансової нестабільності, а поряд з цим недоступності або недостатності традиційних джерел фінансування та зростаючої потреби підприємств у коштах як для розширення бізнесу, так і для рефінансування наявних зобов'язань. Саме тому досить перспективними виявляються механізми залучення коштів на основі емісії облігацій. У багатьох випадках корпоративні облігації можуть бути кращим варіантом для акціонерів, ніж нова емісія акцій, яка зменшує їх частки у капіталі.

Хоча ринок облігацій іноді може сприйматися як затратний для підприємств, він виявляється єдиним способом залучення інвестицій у випадку недостатності власного капіталу та наявного обсягу банківського кредитування. У цій ситуації корпоративні облігації є необхідною формою фінансування підприємств, навіть за умови їх вищої вартості. Крім того, емісія корпоративних облігацій дозволяє збільшувати фінансову гнучкість підприємств, адже дані фінансові інструменти можуть надаватися на триваліший термін, ніж банківські кредити, що уможливорює реалізацію довгострокових проєктів підприємств.

Наразі діяльність урядів розвинених країн світу спрямована на посилення заходів регулювання ринків капіталу, впровадження нових електронних технологій, спрощення механізмів залучення заощаджень населення, а в Україні лише зараз набувають актуальності питання створення дієвого інфраструктурного середовища та пошуку інструментів стимулювання розвитку ринків капіталу. Емісія облігацій, яка є доступною альтернативою банківському

кредитуванню, має ряд переваг та недоліків, що потребують додаткового обґрунтування та систематизації. Вирішення проблемних питань у розрізі недоліків функціонування ринку облігацій в Україні постає в основі підвищення конкурентоспроможності підприємств як на національному, так і на міжнародних ринках, оскільки створює передумови для оновлення їх виробничого потенціалу та забезпечення економічного зростання. Відтак, постає необхідність комплексного дослідження досвіду функціонування ринків корпоративних облігацій в країнах, що мають наближені до України історичні витоки та економіко-політичні умови, тобто в країнах Східної Європи.

Теоретичні і практичні питання дослідження ринку корпоративних облігацій знаходяться в руслі вивчення проблематики функціонування фінансового ринку, інвестицій та кредитування, де економічні суб'єкти використовують різні інструменти та джерела залучення ресурсів. Проблематиці розвитку фінансового ринку та, зокрема, становлення ринку корпоративних облігацій присвячено досить багато праць таких вітчизняних вчених, як: І. Алексєєва, Л. Алексеєнко, О.Барановський, С.Богачов, М.Бурмака, В.Геєць, І.Голосеніна, Т.Грищенко, А.Даниленко, А.Ковальова, І.Козак, Г.Калача, В.Корнєєва, М.Крупка, Т.Лапутько, М.Ливдара, І.Лютого, О.Мішина, С.Мішина, В.Міщенко, О.Мендрул, І.Михайліва, О.Мозгового, С.Москвін, С.Мошенського, С.Науменкової, В.Оскольського, А.Пересади, І.Петренко, Г.Терещенко, О.Терещенко, Т.Майорова, А.Федоренко, В.Ходаківської, Л.Шаблиста, В.Шапрана, Т.Шахова, Н.Шелудько тощо.

Серед зарубіжних досліджень з даної тематики заслуговують на увагу праці таких науковців: А.Бельзецький, О.Буклемішев, Р.Брейлі, Ю.Брігхем, Д.Вайт, З.Воробйової, Д.Гарнер, Л.Гітман, А.Дамодаран, Е.Елтон, Е.Зельцер, П.Лансков, Г.Лівінгстон, С.Лосєва, С.Лялін, С.Майерс, М.Міллер, Я.Міркін, Ф.Мишкін, І.Ніконова, Т.Райс, С.Росс, Б.Рубцов, Р.Уілсон, У.Шарп, Ф.Фабоззі, Б.Хейфец та інших.

Попри глибину наукових досліджень щодо функціонування ринків корпоративних облігацій, питання значення корпоративних облігацій в структурі фінансового ринку, їх переваг та недоліків в процесі фінансування діяльності підприємств, особливостей емісії та обігу в межах східноєвропейських ринків, підходів до управління їх інвестиційною привабливістю, моделювання розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні та удосконалення механізмів щодо його формування і регулювання залишаються ще мало розробленими.

Недостатня розробленість і практична значимість зазначених вище проблем обумовили вибір теми дисертаційної роботи, постановку мети і завдань дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертацію виконано відповідно до напрямів науково-дослідної роботи університету за держбюджетними темами: «Інновації у корпоративних фінансах» (номер державної реєстрації 0116U001554), в рамках теми автором досліджено та удосконалено методику ранжування ринків корпоративних облігацій; «Сталий розвиток корпоративних фінансів на ринках, що розвиваються» (номер державної реєстрації 0121U109257), в рамках теми автором уточнено роль корпоративних облігацій в структурі фінансового ринку та підхід до аналізу переваг і недоліків корпоративних облігацій.

Мета і завдання дослідження. Мета дисертаційної роботи полягає в узагальненні й удосконаленні теоретико-методичних засад фінансування діяльності підприємств шляхом розміщення корпоративних облігацій та розробка практичних рекомендацій їх активного використання в Україні з урахуванням досвіду країн Східної Європи.

Досягнення поставленої мети передбачає вирішення таких основних завдань:

- узагальнити існуючі теоретичні підходи щодо сутності корпоративних облігацій, що дозволить визначити поняття «корпоративні облігації» та систематизувати класифікатор видів корпоративних облігацій;
- визначити місце і роль корпоративних облігацій у структурі фінансового ринку з метою встановлення інструментів фінансування підприємств;
- дослідити нормативно-правове регулювання емісії та обігу корпоративних облігацій в країнах Східної Європи для надання рекомендацій щодо покращення процесу емісії корпоративних облігацій в Україні;
- дослідити різні види фінансування підприємств для виявлення переваг та недоліків корпоративних облігацій, як джерела фінансування діяльності підприємств;
- проаналізувати тенденції на ринку корпоративних облігацій в країнах Східної Європи, та зокрема в Україні, з метою виявлення характерних особливостей розвитку досліджуваних ринків та обмежень в Україні;
- дослідити ринок єврооблігацій в якості інструменту виходу українських підприємств на міжнародні ринки капіталу;
- виявити взаємозв'язок між розвитком ринку корпоративних облігацій та іншими джерелами фінансування підприємств на основі VAR-аналізу;
- запропонувати підхід до підвищення інвестиційної привабливості корпоративних облігацій для встановлення найбільш привабливої відсоткової ставки при розміщенні корпоративних облігацій;
- надати рекомендації щодо вдосконалення механізмів формування та регулювання ринку корпоративних облігацій в Україні.

Об'єктом дослідження є процес фінансування діяльності підприємств з використанням корпоративних облігацій.

Предметом дослідження є сукупність економічних відносин, що виникають у процесі емісії, розміщення та використання корпоративних облігацій у фінансуванні діяльності підприємств країн Східної Європи.

Методи дослідження. Для досягнення достовірності та обґрунтованості дослідження використовувалися наступні наукові методи: аналізу і синтезу – при обґрунтуванні сутності та видів корпоративних облігацій; історичний метод – при дослідженні етапів розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні; системного аналізу – при встановленні ролі корпоративних облігацій в структурі фінансового ринку; метод порівняння – при визначенні переваг та недоліків корпоративних облігацій у фінансуванні діяльності підприємств; табличного та графічного відображення інформації – для аналізу ринків корпоративних облігацій в країнах Східної Європи; моделювання – при визначенні взаємозв'язку між корпоративними облігаціями та іншими інструментами, що являють джерелами фінансування діяльності підприємств; регресійний аналіз – при встановленні функціональної залежності між відсотковою ставкою, терміном погашення та ціною на корпоративні облігації.

Інформаційну основу дослідження становлять законодавчі та нормативно-правові акти України, розпорядження КМУ, дані Державної служби статистики України, Єдиного державного порталу відкритих даних, Національного банку України, Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України, фондових бірж України, Статистичного управління Європейського союзу, офіційні звіти та аналітичні публікації Міністерства фінансів України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, Міжнародної організації комісій з цінних паперів, Міжнародної асоціації ринків капіталу, Світового банку, Департаменту оцінки ЄБРР, Міжнародного валютного фонду, монографії, періодичні видання, експертні оцінки, матеріали вітчизняних та міжнародних конференцій, інформація мережі Internet, власні дослідження автора.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в подальшому розвитку теоретико-методичних засад та розробці практичних рекомендацій щодо забезпечення розвитку ринку корпоративних облігацій як джерела фінансування діяльності підприємств на основі досвіду країн Східної Європи.

Конкретні наукові результати, що характеризують новизну проведеного дослідження, полягають у такому:

вперше:

- визначено взаємозв'язок між обсягом емісії корпоративних облігацій та інших джерел фінансування підприємств, на основі векторній авторегресійній моделі VAR, що дозволить спрогнозувати обсяги емісії корпоративних облігацій в майбутньому;

- надано рекомендації щодо розвитку корпоративних облігацій в Україні з урахування досвіду країн Східної Європи в частині регулювання емісії та обігу корпоративних облігацій;

удосконалено:

- методику ранжування ринків корпоративних облігацій, яка оснований на порівнянні країн за середньорічним відношенням обсягу залучених коштів за рахунок корпоративних облігацій до обсягу банківського кредитування, використання якої дозволяє підприємствам приймати зважене рішення щодо доцільності здійснення емісії даного фінансового інструмента;

- методичний підхід до оцінки інвестиційної привабливості корпоративних облігацій, що ґрунтується на встановленні оптимальної відсоткової ставки, спираючись на виявлення взаємозв'язку між відсотковою ставкою, ціною та терміном погашення корпоративних облігацій емітентів, які мають найвищий попит на біржовому ринку, що дозволяє залучити більше фінансових ресурсів від розміщення корпоративних облігацій;

набуло подальшого розвитку:

– практичні рекомендації щодо переліку критеріїв, які мають бути враховані при відборі лід-менеджера з метою забезпечення якісного підходу до емісії єврооблігацій, який враховує: обґрунтованість пропозицій щодо емісії, значний перелік обов’язків та можливостей, тривалий позитивний досвід щодо розміщення єврооблігацій, проведення якісних та масштабних досліджень фінансових ринків, високий рівень активності на внутрішньому та зовнішньому ринках;

– вдосконалення класифікації корпоративних облігацій, що полягає в їх розмежування за рівнем забезпеченості (на забезпечені, незабезпечені, гарантовані (застраховані) та конвертовані), за ієрархією випуску (на старші та молодші), за рівнем оцінки (спеціалізованими рейтинговими агентствами на корпоративні облігації інвестиційного рівня, неінвестиційного рівня та найнижчого рівня), що дозволяє виявити можливості диверсифікації даних цінних паперів та мінімізувати структурні дисбаланси фінансового ринку;

– обґрунтування підходу до аналізу переваг та недоліків різних видів корпоративних облігацій, що, на відміну від існуючих, ґрунтується на компаративному аналізі опцій, які можуть бути закладені в проспект облігацій, що дозволяє оптимізувати процес управління борговими інструментами підприємства.

Практичне значення одержаних результатів полягає у використанні науково-методичних підходів, висновків та пропозицій щодо забезпечення розвитку ринку корпоративних облігацій як джерела фінансування діяльності підприємств. Методологічні здобутки можуть бути використані при науково-дослідній роботі – як емпірична основа для подальшого дослідження питання забезпечення розвитку ринку корпоративних облігацій як джерела фінансування діяльності суб’єктів господарювання; у законодавчому процесі – під час внесення поправок до нормативно-правових актів щодо регулювання фінансового ринку; у діяльності підприємств – в процесі прийняття рішення про

залучення додаткового фінансування за допомогою розміщення облігацій як в межах національного ринку корпоративних облігацій, так і ринку єврооблігацій.

Окремі результати дослідження щодо аналізу сучасного стану корпоративних облігацій у східноєвропейських країнах, а також дослідження ринку єврооблігацій в якості інструменту виходу українських підприємств на міжнародні ринки капіталу було використано в практичній діяльності Індустріал банку, а саме: враховані у стратегії по управлінню ліквідності та можливості алокації активів банку в інструментах з фіксованою дохідністю, розглянута методика ранжування ринків корпоративних облігацій, як один із критеріїв при встановленні лімітів з контрагентами, які є емітентами облігацій (довідка №03-09-2162 від 03.06.2021 р.). Також методика ранжування ринків корпоративних облігацій, яка заснована на порівнянні середньорічного відношення обсягу облігацій до обсягу банківського кредитування на балансі корпорацій, мала практичне значення в діяльності Crediwest банку (довідка №4092 від 31.05.2021). Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (довідка №21/2021 від 21.06.2021 р.) визначено, що наукові надбання в дисертаційному дослідженні використовуються фахівцями щодо спрямування державної політики на підтримку та укріплення корпоративних облігацій у структурі фінансового ринку.

Крім того, Комітетом Верховної Ради України з питань енергетики та житлово-комунальних послуг були розглянуті такі положення дослідження, як: управління інвестиційною привабливістю корпоративних облігацій для оптимізації вартості залучення коштів; особливості проведення дорожнього шоу та формування ефекту «ореолу» для більших перспектив успішного первинного розміщення; аналіз переваг та недоліків різних видів корпоративних облігацій з ціллю оптимізації структури розміщення та формування проспекту емісії (довідка №04-17/14-2021/178998 від 02.06.2021 р.).

Основні теоретичні положення дисертаційної роботи знайшли відображення в навчально-методичному процесі ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» при викладанні дисциплін: «Мікроекономіка», «Фінанси», «Міжнародні фінанси», «Фінанси підприємств», «Корпоративні фінанси», «Фінансова діяльність корпорацій», «Інвестування», «Інвестиційний аналіз» (довідка від 27.05.2021 р.).

Особистий внесок здобувача полягає в обґрунтуванні теоретичних засад і практичних рекомендацій щодо значення корпоративних облігацій в структурі фінансового ринку, аналізу їх переваг та недоліків у процесі фінансування діяльності підприємств, аналізу емісії та обігу даного фінансового інструмента в межах східноєвропейських ринків, управління його інвестиційною привабливістю, моделювання розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні, а також надання пропозицій щодо удосконалення механізмів щодо його формування та регулювання. Наукові результати, висновки та рекомендації одержані автором самостійно і опубліковані у фахових виданнях.

Апробація результатів дослідження. Положення і висновки дисертаційної роботи доповідалися на всеукраїнських та міжнародних науково-практичних конференціях різних рівнів: «Соціально-економічний розвиток України на початку XXI століття» (м. Київ, 2007 р.); «Сучасні інструменти управління корпоративними фінансами» (м. Київ, 2017 р.); «Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання» (м. Вінниця, 2017 р.); «Інформаційне суспільство: технологічні, економічні та технічні аспекти становлення» (м. Тернопіль, 2017 р.); «Сучасні інструменти управління корпоративними фінансами» (м. Київ, 2018 р.); «Сучасні тенденції забезпечення ефективності економіки держави» (м. Київ, 2020 р.); «Потенціал економічного розвитку країни та регіонів: фінансові та інноваційно-інвестиційні аспекти» (м. Дніпро, 2021 р.).

Публікації. Основні положення дисертації опубліковано у 14 наукових працях загальним обсягом 3,1 д.а., з них: 1 – у зарубіжному науковому періодичному виданні; 5 – у наукових фахових виданнях України; 8 – в інших виданнях.

Структура й обсяг роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг роботи становить 187 сторінок друкованого тексту. Робота містить 13 таблиць на 8 сторінках, 30 рисунків на 12 сторінках, 14 додатків на 28 сторінках. Список використаних джерел налічує 252 найменування.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ

1.1. Економічна суть, види та роль корпоративних облігацій у структурі фінансового ринку

Відповідно до Академічного тлумачного словника української мови під облігаціями слід розуміти «цінний папір, що дає його власникові прибуток у вигляді процентів або виграшу» [127], відповідно до Кембриджського словника – «офіційний документ, наданий урядом або компанією, щоб показати, що їм позичили гроші, які вони вам повернуть за певною процентною ставкою» [162], а відповідно до Фінансового словника Фарлекс – «цінний папір, що представляє борг компанії чи уряду, який його видав, та зобов'язує компанію чи урядове підрозділ погасити в зазначену дату гроші, позичені їм власником облігацій» [238].

Наразі немає єдиної наукової думки про тлумачення економічної сутності облігації. Виходячи з аналізу існуючих визначень, поняття облігації можна умовно поділити на декілька груп (Додаток А): (1) облігація як цінний папір, (2) облігація як боргове зобов'язання.

Борг, як і цінний папір, має ряд властивостей, притаманних лише цим категоріям. Облігації інтегрують якісні властивості боргу та цінних паперів, утворюючи при цьому нові якісні параметри, притаманні лише облігаціям. Процес інтегрування в межах облігації відбувається через призму складних взаємозв'язків, які утворюють нові якісні властивості облігації, вступаючи у

протиріччя з індивідуальними властивостями як боргу, так і цінного папера. Аналіз цих протиріч дає змогу ширше розкрити і дослідити внутрішню економічну сутність облігації, що допоможе у визначенні категорії «облігація» і забезпечить нове наукове бачення сутності механізмів, які працюють на ринку облігацій [43].

Так, Козак І. та Москвін С. зазначають, що облігація є кредитним договором між інвестором та позичальником щодо надання в позику грошей на умовах повернення їх номінальної вартості та відсотків [60].

Таким чином, облігації являються емісійними цінними паперами, тобто мають бездокументарну форму. Підтвердженням права на здійснення операцій щодо цінних паперів в Національній депозитарній системі є глобальний сертифікат, який оформлюється для всіх груп емісійних цінних паперів, крім приватизаційних цінних паперів [82].

Існує ряд ознак, які вказують на те, що фінансовий інструмент є облігацією [61]:

- являється документом, тобто закріплює речові та зобов'язальні права;
- має встановлену форму;
- містить відповідні реквізити;
- посвідчує грошові та/або майнові відносини між емітентом та власником;
- передбачає виконання зобов'язань перед власником;
- передбачає можливість передачі прав на цінний папір та прав за цінним папером третім сторонам.

Підсумовуючи сказане, облігація являється емісійним цінним папером, сутність якого реалізується у боргових відносинах, які виникають між емітентом та власником облігації (інвестором) щодо залучення/розміщення фінансових ресурсів, що підтверджує зобов'язання емітента повернути її номінальну вартість у визначений термін під відповідні відсотки.

Облігації являються одним з найдавніших фінансових інструментів, що з роками перетворився на один із найбільш надійних методів збору коштів для великих корпорацій та державних органів. Першим історичним доказом використання облігацій є кам'яна табличка, виявлена у Месопотамії (нинішній Ірак), яка датується 2400 роком до н.е. Саме ця облігація зобов'язувала принципала повернути оплату у натуральній формі (зерно), а поручитель гарантував відшкодування, якщо перший не здійснить виплату [171].

Венеція – наступний відомий регіон, який випускав державні облігації на початку 1100-х років. Гроші використовувались для фінансування війн, а такі облігації називалися престистами. Інвесторам у престіст виплачували номінальну відсоткову ставку у розмірі 5% річних. Цінні папери цього середньовічного періоду оцінювалися методами, дуже схожими на сучасні методи оцінки. Вважається, що саме з цього моменту зародився ринок облігацій.

Після столітньої війни монархи Англії та Франції дефолтували на дуже великих боргах перед венеціанськими банкірами, що спричинило крах системи ломбардського банкінгу в 1345 році. Ця економічна криза вразила всі частини економічного життя, що виснажило ринок облігацій. Відтак, Венеція забороняла своїм банкірам торгувати державним боргом, але ідея боргу як фінансового інструменту і, таким чином, ринку облігацій продовжувалась [216].

Облігації, як джерело фінансування війн, ставали все більш популярними. Перша суверенна облігація була випущена в 1693 році новоствореним Банком Англії, а гроші від її продажу були спрямовані на фінансування конфлікту з Францією. Уряди інших країн наслідували цей приклад. Так, США фінансували війну за незалежність 1775–1783 років облігаціями. У 1917 році уряд США випустив облігації на суму 5 мільйонів доларів під 3,5% для фінансування війни проти Німеччини [187].

У період Великої депресії (1929–1930 роки) дохідність облігацій падала, а ціни на них зростали. Це був ідеальний час для інвестування в облігації, як зробили інвестори з Уолл-Стріт Альфред Лі Ломіс та Ландон Торн, продавши всі свої акції та вклавши кошти в довгострокові казначейські облігації, що в результаті дозволило їм отримати значний прибуток. Державні облігації дозволили пережити крах 1929 року та відзначалися вражаючим рівнем прибутковості після закінчення Великої депресії. Кожен строк погашення облігацій (однорічний, дворічний, п'ятирічний тощо) вважався окремим ринком до середини 1970-х років, коли торговці інвестиційного банку Salomon Brothers почали використовувати криві прибутковості, що змінило підхід до розміщення, оцінки та торгівлі облігаціями [158].

Специфіка емісії, обігу та викупу облігацій залежить від їх виду за емітентом, а саме: облігації місцевих позик (міські ради), облігації внутрішніх державних позик, цільові облігації внутрішніх державних позик, казначейські зобов'язання та облігації зовнішніх державних позик (держава в особі Міністерства фінансів України), корпоративні облігації (підприємства). Останнім присвячено дане дослідження, тому розглянемо підходи до трактування їх сутності (Додаток Б).

Відповідно до п. 5 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» одним із видів боргових цінних паперів виступають облігації підприємств [132]. Поняття «корпоративні облігації» в нормативно-правовій базі України регламентується під терміном «облігації підприємств». Дана ситуація спричинена запозиченням іноземного терміну *corporate bonds*, зважаючи на той факт, що за кордоном корпорації є організаційно-правовою формою, яка здійснює емісію облігацій. В законодавчій базі України замість понять «компанія», «фірма», «корпорація» використовують термін «підприємство», що призвело до ототожнення корпоративних облігацій та облігацій підприємств.

Варто зазначити, що в проєкті закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо емісії, обігу та обліку цінних паперів» від 2014 року було запропоновано замінити поняття «облігації підприємств» на поняття «корпоративні облігації» в ГКУ, ЗУ «Про інвестиційну діяльність», ЗУ «Про аудиторську діяльність», ЗУ «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні», ЗУ «Про недержавне пенсійне забезпечення», ЗУ «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування», а в ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок» надати таке визначення: «іменні облігації, емітентом яких є юридична особа» [101]. Однак, зазначений проєкт ще не було схвалено. Попри це, Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку з 2012 року у звітах відбулася заміна термінів.

Це дозволяє стверджувати, що поняття являються тотожними на нормативно-правовому рівні. Однак, не всі підприємства мають можливість здійснювати емісію облігацій. Уточнення сутності корпоративних облігацій потребує виявлення тих організаційно-правових форм господарювання в Україні, які найбільше відповідають категорії «корпорація». Корпорації мають певні характеристики, унікальні для цієї форми організації. Як зазначає Лоусон Т., ці характеристики пов'язані з наступними аспектами діяльності [206]:

1) Придбання капіталу. Корпорація може вільно купувати та продавати боргові інструменти, оскільки вона заснована на фінансових ресурсах кількох власників. Корпорація може продати акції новим інвесторам, а великі компанії можуть випустити облігації для отримання значної суми боргового фінансування.

2) Дивіденди. Корпорація платить своїм інвесторам дивіденди. Це відрізняє її від приватних підприємств.

3) Подвійне оподаткування. Корпорація сплачує податок на прибуток, а інвестори, які отримують дивіденди, повинні сплачувати податок на прибуток

з отриманих дивідендів. Це являє собою подвійне оподаткування прибутку корпоративного підприємства.

4) Тривалість життя. Теоретично корпорація може працювати вічно, навіть після смерті засновників. І навпаки, власники можуть прийняти рішення про припинення діяльності корпорації в будь-який момент.

5) Обмежена відповідальність. Будь-які зобов'язання, понесені корпорацією, не передаються її акціонерам. Відтак, у разі банкрутства борг виплачується з юридичної особи, а не фізичних осіб.

6) Право власності. Право власності корпорації засноване на кількості акцій, якими вона володіє. Купівля або продаж цих акцій передає право власності на корпорацію іншому інвестору. Публічна компанія, акції якої торгуються на активній фондовій біржі, може мати тисячі або мільйони власників.

7) Професійне управління. У багатьох випадках інвестори, які володіють компанією (її акціями), не беруть активної участі в її управлінні. Натомість вони наймають професійних менеджерів, які від їх імені здійснюватимуть нагляд за бізнесом.

Відповідно до законодавства України, корпоративні права закріплюються саме за власниками акцій. Відтак, найбільш близькими за значенням є корпорації та господарські товариства, тобто «підприємства, установи, організації, створені на засадах угоди юридичними особами і громадянами шляхом об'єднання їх майна та підприємницької діяльності з метою одержання прибутку» [104]. Отже, емісію корпоративних облігацій в Україні можуть здійснювати акціонерні товариства, товариства з обмеженою відповідальністю, товариства з додатковою відповідальністю, повні товариства та командитні товариства.

Поняття «облігації підприємств» доцільно ототожнювати з поняттям «корпоративні облігації», під якими слід розуміти боргові цінні папери,

емітентом яких є господарське товариство, що розмістило їх на первинному ринку з метою залучення зовнішніх фінансових ресурсів для забезпечення короткострокових та довгострокових потреб суб'єкта господарювання.

Основними особливостями корпоративних облігацій, які вирізняють їх з-поміж інших цінних паперів є наступні:

- виплати відсотків за облігаціями не залежать від фінансових результатів суб'єкта господарювання, а передбачають фіксовану ставку або змінюються в залежності від коливань на ринку облігацій;
- права на облігації та за облігаціями не поширюються на участь в управлінні підприємством;
- власники облігацій мають вищий пріоритет щодо здійснення виплат у разі банкрутства емітента у порівнянні з власниками акцій.

Варто зазначити, що емісія та обіг корпоративних облігацій розпочалася з кінця 1970-х, коли публічним компаніям не інвестиційного рівня було дозволено емітувати корпоративні облігації [158]. Найбільшої популярності корпоративні облігації набули після світової фінансової кризи, адже стали альтернативним зовнішнім джерелом фінансування господарської діяльності. Нарощування «бульбашки корпоративних облігацій» протягом 2009–2020 років відбувалося переважно за рахунок США, Китаю, Японії, Великобританії, Франції, Іспанії, Італії та Німеччини [154].

У статті Михайліва Г. наведено ключові етапи розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні протягом 1991–2009 років (табл. 1.1) [78].

Таблиця 1.1

Етапи розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні

Проміжок часу	Обґрунтування	Обсяг емісії
1991–1996	Етап формування нормативно-правових та інфраструктурних передумов становлення ринку корпоративних облігацій. Прийняття закону «Про цінні папери і фондову біржу» (1991), створення Української фондової біржі (1991), Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (1996), зареєстровано Позабіржову фондову торговельну систему (1996)	85940 млн крб протягом 1993–1995 рр.
1997–2000	Етап зародження та становлення організованого ринку облігацій. Визнання Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку державним органом, створення Київської міжнародної фондової біржі (1998), яка об'єднала найбільшу кількість професійних учасників фондового ринку	69 млн грн (2000)
2001–2005	Етап активного формування закритого ринку облігацій для вузького кола емітентів. Динамічне збільшення обсягу випусків корпоративних облігацій. Актуалізація даного джерела фінансування діяльності підприємств	694 млн грн (2001), 4275 млн грн (2002), 4242 млн грн (2003), 4107 млн грн (2004), 12748 млн грн (2005)
2006–2007	Етап формування масового ринку корпоративних облігацій	22070 млн грн (2006), 44480 млн грн (2007)
2008–2009	Новітній етап фільтрації учасників ринку корпоративних облігацій	31350 млн грн (2008), 10110 млн грн (2009)
2010–2014	Етап відновлення ринку після фінансової кризи, модернізації інфраструктури фондового ринку, впровадження консолідованого нагляду на основі принципів IOSCO. Зміна назви Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку на НКЦПФР та затвердження нового положення (2011).	9490 млн грн (2010), 35914 млн грн (2011), 51387 млн грн (2012), 42468 млн грн (2013), 29009 млн грн (2014)
2015–2018	Очищення ринку корпоративних облігацій від «сміттєвих» цінних паперів та забезпечення його прозорості	11421 млн грн (2015), 5520 млн грн (2016), 8350 млн грн (2017), 15460 млн грн (2018)
з 2019 по сьогодні	Інтеграція фінансового ринку України у світовий фінансовий простір. Запровадження моделі регуляторного нагляду, заснованої на оцінці ризиків. Реєстрація першу емісію корпоративних облігацій за правилами, адаптованими до стандартів ЄС. Розширення переліку фінансових інструментів (зелені облігації).	11210 млн грн (2019), 32949 млн грн (2020)

Джерело: сформовано на основі джерел [63; 78; 141]

Важливим аспектом розвитку ринку корпоративних облігацій є його диверсифікація за різними характеристиками даного цінного паперу. Слід

зауважити, що корпоративні облігації в видовій класифікації цінних паперів належать до боргових цінних паперів (рис. 1.1).

Розглядаючи практику класифікації облігацій українськими науковцями можна зазначити, що здебільшого групування здійснюється за невеликим переліком класифікаційних ознак. Так, наприклад Майорова Т. В. [76] у своїй роботі пропонує групування за механізмом сплати відсоткової ставки, за мірою безпеки, за можливістю довгострокового викупу та за принципом викупу (погашення). Таким чином, можна розширити подану вищу класифікацію за ознакою – принципу викупу, а саме: серійні облігації (serial bonds), що сплачуються послідовно по серіях через визначені інтервали часу, і ординарні облігації (ordinary or single - payment bonds), що викупаються одночасно із настанням встановленої дати.

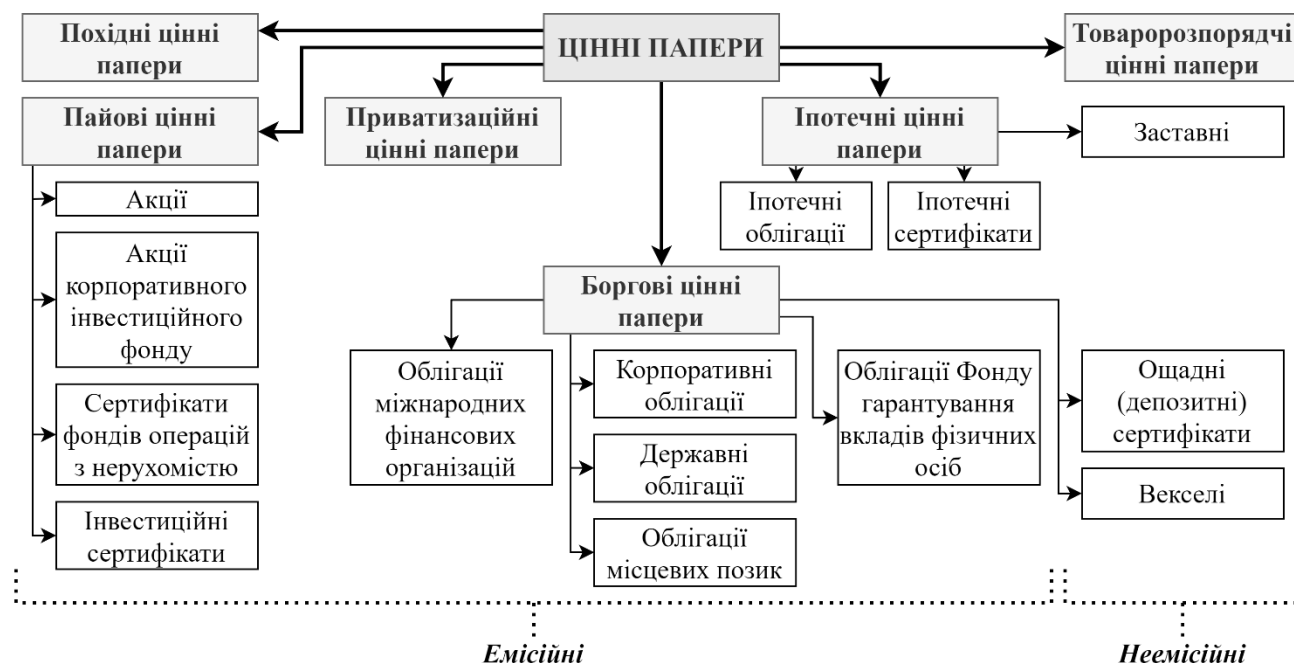


Рис. 1.1. Види цінних паперів

Джерело: розроблено автором на основі джерел [59; 125; 127; 142]

Деякі автори визначають лише ті види облігацій, які передбачені на законодавчому рівні. Відповідно до українського законодавства, корпоративні облігації, які можуть перебувати в обігу на території України, класифікуються

наступним чином (рис. 1.2). Рівень забезпеченості – класифікаційна ознака, яка дозволяє встановити чи покривається ризик дефолту порукою, заставою або гарантією. Специфіка виплати є ознакою, яка встановлює порядок виплати коштів емітентом за використання боргового інструменту. Так, зазвичай за облігаціями виплачують відсоткову ставку на регулярній основі, дисконтні облігації передбачають продаж за меншою вартістю, але без нарахування регулярних відсотків за облігаціями.

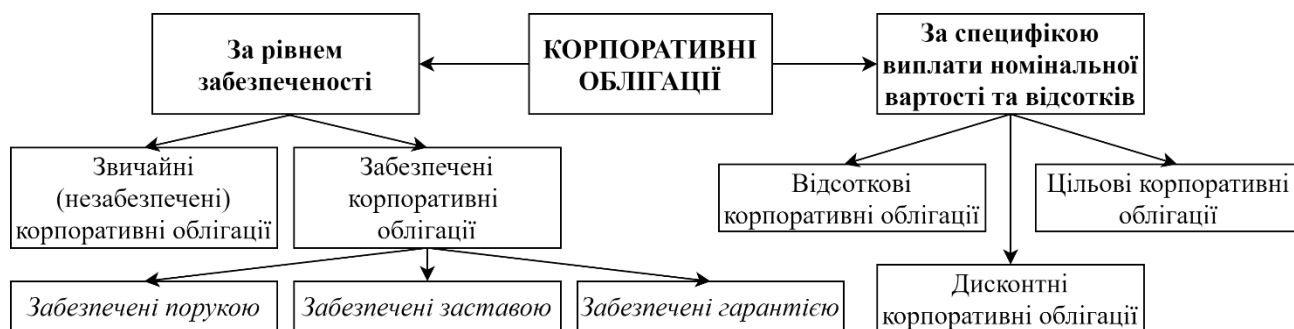


Рис. 1.2. Види корпоративних облігацій в Україні

Джерело: розроблено автором на основі [132]

Специфіка цільових облігацій підприємств полягає в тому, що виконання зобов'язань за ними «здійснюється шляхом передачі товарів та/або надання послуг відповідно до вимог, встановлених проспектом емісії (для державних облігацій України – умовами їх розміщення), а також шляхом сплати коштів власнику таких облігацій у випадках та порядку, передбачених проспектом емісії облігацій (для державних облігацій України – умовами їх розміщення)» [116; 127]. У науковій літературі цільові облігації часто ототожнюють з проектними облігаціями, яким притаманні такі ознаки: цільове спрямування емісії, погашення боргує за рахунок доходів від реалізації інвестиційного проекту [53].

На міжнародних ринках капіталу широко розповсюджена практика розміщення боргових цінних паперів шляхом випуску єврооблігацій. Обіг єврооблігацій регулюється Директивою 2003/71/EC (Prospectus Directive).

Єврооблігації та їх видова різноманітність може бути гарним прикладом для розширення видів облігацій та розвитку внутрішнього ринку корпоративних облігацій в Україні.

В роботі Ливдара М. та Пинюша Л. [74] запропонована класифікація єврооблігацій за такими категоріями, як:

–за оплатою купонного доходу: прості облігації (straight bonds), облігації з нульовим купоном (zero coupon bonds, ZR), облігації з глибоким дисконтом (deep discount bonds), облігації з можливою зміною процента (retractable bonds), облігації з «плаваючою» відсотковою ставкою (floating rate note – FRN's), частково оплачені облігації (partly paid bonds), облігації з індексованим процентом, двовалютні облігації (dual currency bonds);

–за способом погашення: облігації з опціоном на покупку (bond with call option), облігації з опціоном на продажу (bond with put option), облігації з опціоном на продаж і на покупку (retractable bond (bond with put and call option), облігації без права дострокового відзиву емітентом (bullet bond), облігації з фондом погашення (sinking fund bond), конвертовані облігації (convertible bonds);

–за способом забезпечення: муніципальні облігаційні запозичення, генеральні облігації, дохідні облігації.

Пропонуємо об'єднати вітчизняну та зарубіжну практику класифікацій корпоративних облігацій наступним чином:

1) За рівнем забезпеченості [249, с.86]:

– забезпечені корпоративні облігації (secured bonds) – вид облігацій, який забезпечується заставою певного активу емітента. У разі дефолту емітент облігацій передає право власності на актив власникам облігацій. Забезпечені облігації також можуть бути забезпечені потоком доходів від проєкту, для фінансування якого було розміщено дані облігації;

– незабезпечені облігації (debentures) – вид облігацій, що не передбачає наявності заставного майна, яке б гарантувало повернення номінальної ціни та відсотків у разі дефолту емітента;

– гарантовані та застраховані облігації (guaranteed and insured bonds) – облігації, виплата доходів за якими забезпечена третьою стороною. Це означає, що у випадку дефолту емітента третя сторона продовжуватиме виплати на початкових умовах облігації;

– конвертовані облігації (convertible bonds) – «облігації, емісія яких здійснюється акціонерним товариством та передбачає зобов'язання емітента з виплати доходів, погашення облігацій шляхом конвертації таких облігацій на відповідну кількість акцій цього емітента або шляхом виплати номінальної вартості такої облігації за вибором власника такої облігації у порядку, передбаченому проспектом та/або рішенням про емісію облігацій» [116].

2) За ієрархією випуску. Підприємства можуть здійснювати емісію забезпечених корпоративних облігацій, які мають одну основу. Відтак, в залежності від дати випуску корпоративні облігації поділяються на [248]:

– старші корпоративні облігації (senior bonds), тобто такі, що випущені раніше та мають перший рівень зобов'язань підприємства перед власником облігацій;

– молодші корпоративні облігації (subordinated bonds) – облігації, які у разі ліквідації підприємства мають нижчий пріоритет. Якщо емітент ліквідується, всі забезпечені облігації та аналогічні борги повинні бути погашені до погашення молодших облігацій.

3) За рівнем оцінки корпоративних облігацій спеціалізованими рейтинговими агентствами [58; 189]:

– інвестиційного рівня (investment-grade bonds) – облігації, які мають менший ризик дефолту та отримують вищі оцінки з боку рейтингових агентств, а саме облігації з рейтингом Baa3 (Moody's) або BBB- (S&P та Fitch) або вище;

- неінвестиційного рівня (non-investment-grade bonds), які мають середній або високий рівень дефолту;

- найнижчого рівня (weakest bonds). Даний вид облігацій охоплює так звані «смиттєвіс99 т0» облігації (junk bonds), які не мають значної кредитної історії, тобто їх емітентам притаманний високий ризик дефолту.

На міжнародному ринку облігацій їх розміщенню передують процедури оцінки спеціалізованими рейтинговими агентствами, найбільш престижними з яких являються Standard & Poor's, Moody's Investors Service та Fitch Ratings (Додаток В). Рейтинги дають інвесторам уявлення про рівень ризикованості облігацій, відображаючи здатність емітента здійснювати платежі та уникати дефолту.

4) За відсотковою ставкою [185]:

- облігації з фіксованою відсотковою ставкою (fixed rate bonds) – вид облігацій, який передбачає регулярну виплату фіксованої суми грошей, яка встановлюється відповідно до кредитного рейтингу на момент емісії та не змінюється протягом життєвого циклу облігації;

- облігації з плаваючою відсотковою ставкою (floating rate bonds) – вид облігацій, який передбачає регулярну виплату суми грошей, яка змінюється відповідно до зміни кредитного рейтингу емітента на момент запланованих коригувань.

5) За організацією виплат основної суми та відсотків:

- дисконтні облігації (zero-coupon bonds) – вид облігацій, що не передбачають регулярну виплату відсотків та продаються емітентом за ціною, що значно нижча від ринкової вартості. Різниця між ціною продажу та ринковою ціною залежить від строку погашення, очікуваної інфляції, кредитного рейтингу та інших параметрів;

- відзивні облігації (callable bonds) – вид облігацій, які передбачають право емітента на їх достроковий викуп за умови настання певних подій;

– облігації до пред’явлення (puttable bonds) – вид облігацій, які надають їх власнику право вимагати від емітента повернення їх основної суми плюс усі накопичені відсотки за умови настання певних подій.

Облігації відіграють значну роль як для корпоративного сектора економіки, так і для національної економіки. Значення для корпоративного сектора полягає у здатності до диверсифікації джерел фінансування, що дозволяє підприємствам обирати те джерело, яке дозволить отримати необхідний обсяг капіталу для розвитку на більш вигідних умовах. Вважаємо, що дієвий ринок корпоративних облігацій сприяє розвитку підприємництва, тобто нарощуванню ВВП, податкових надходжень, а отже і збільшенню рівня життя в країні.

Так, Лаєвен М. зазначає, що корпоративні облігації можуть обслуговувати економічні потреби підприємств та інвесторів, одночасно допомагаючи вирішувати цілий ряд нагальних державних проблем [204]. Дане твердження засноване на тому, що даний спосіб фінансування приватного сектора економіки дозволяє зменшити тиск на державні джерела фінансування. У поточний невизначений час ринки корпоративних облігацій дозволяють оптимально використовувати потенціал підприємств до розвитку за допомогою залучення приватного сектора, що ґрунтується на засадах забезпечення емітентів джерелами фінансування, а інвесторів – довгостроковими доходами. Крім того, корпоративні облігації дозволяють примножувати багатство, адже надійні інвестиції приносять доходи, які трансформуються у майбутні витрати на інші сфери економіки.

Схожої думки дотримуються Нечаєв А., Антипін Д. та Антипіна О., які вбачають у корпоративних облігаціях суттєвий потенціал до розвитку інноваційної активності підприємств, адже емісія та розміщення облігацій здійснюються для фінансування не тільки поточних потреб суб’єктів господарювання, а й на реалізацію інноваційних проєктів [219].

Вагомим аспектом корпоративних облігацій в структурі фінансового ринку є здатність зменшувати навантаження на сферу банківського кредитування [72]. Чимало науковців відзначають, що ефективне функціонування ринку корпоративних облігацій сприяє стабільності в умовах економічного стресу, зменшуючи залежність вкладників, інвесторів та економічної системи від банківського сектору та його впливу у разі майбутніх потрясінь [1; 44].

Як зазначається у звіті Міжнародної організації комісій з цінних паперів за 2019 рік, ринки корпоративних облігацій мінімізують вартість посередництва між емітентами та інвесторами, оптимізують управління грошовим потоком та валютними невідповідностями між емітентами та інвесторами, сприяють ефективній диверсифікації та розподілу наявних коштів в економіці для найбільш ефективного їх використання [207].

Даний фінансовий інструмент дозволяє залучати широке коло інвесторів, тобто являється ефективним напрямом нових глобальних джерел фінансування. Непран А. та Душак М. зазначають, що корпоративні облігації напряду впливають на інтенсивність розвитку реального сектора економіки [51; 84].

Вихід підприємств на міжнародні ринки капіталу завдяки емісії єврооблігацій сприяє залученню іноземного капіталу в національний бізнес. Зважаючи на те, що отримання фінансових ресурсів з даного джерела потребує дотримання стандартів відповідності щодо результативності ведення бізнесу, а також правил ведення фінансової звітності і розкриття інформації, то корпоративні облігації інтенсифікують процеси розвитку національного підприємництва у відповідності до міжнародних вимог. Більш того, вихід на міжнародні ринки капіталу дозволяють підприємствам залучати кошти на більш вигідних умовах, а також мінімізувати валютні ризики за необхідності імпорту необхідної сировини або обладнання для виробництва продукції.

Можливість залучення капіталу від іноземних інвесторів, а також здійснення інвестицій в іноземні підприємства за допомогою корпоративних

облігацій дозволяє країнам, що розвиваються подолати наявний розрив у розвитку. Це пояснюємо тим, що емітенти можуть залучити капітал на умовах, що є більш сприятливими, ніж на внутрішньому ринку, а отже їм буде простіше обслуговувати даний борг. Таким чином, підприємства досягають кращих фінансових результатів, що позитивно впливає на всю національну економіку.

Зважаючи на значну роль корпоративних облігацій для фінансового ринку, варто розглянути структуру останнього. Фінансовий ринок займає центральне місце у фінансовій системі. Відповідно до суб'єктів фінансових відносин виділяють наступні сфери системи: фінанси домогосподарств, фінанси підприємств, фінанси держави, міжнародні фінанси, які є складовими фінансового ринку. Для розкриття проблемного питання розвитку ринку капіталу та безпосередньо ринку корпоративних облігацій в Україні важливими аспектами дослідження є аналіз місця та ролі корпоративних облігацій на фінансовому ринку України.

В науковій літературі існує чимало підходів до структурування фінансового ринку. В рамках даного дослідження доцільно розглянути його структуру в розрізі фінансових інструментів з їх розподілом за терміном обігу активів. Відтак, фінансовий ринок охоплює грошовий ринок, який відповідає за короткострокові фінансові інструменти, ринок капіталу, на якому здійснюються операції щодо середньо- та довгострокових інструментів, та ринок похідних фінансових інструментів. На останньому відбувається обіг деривативів, тривалість обігу яких залежить від конкретного інструменту, який покладено в основі договору. Корпоративні облігації можуть бути короткостроковими, тобто входити до грошового ринку в межах ринку короткострокових цінних паперів, а також середньо- та довгостроковими, тобто належати до ринку капіталу (рис. 1.3).

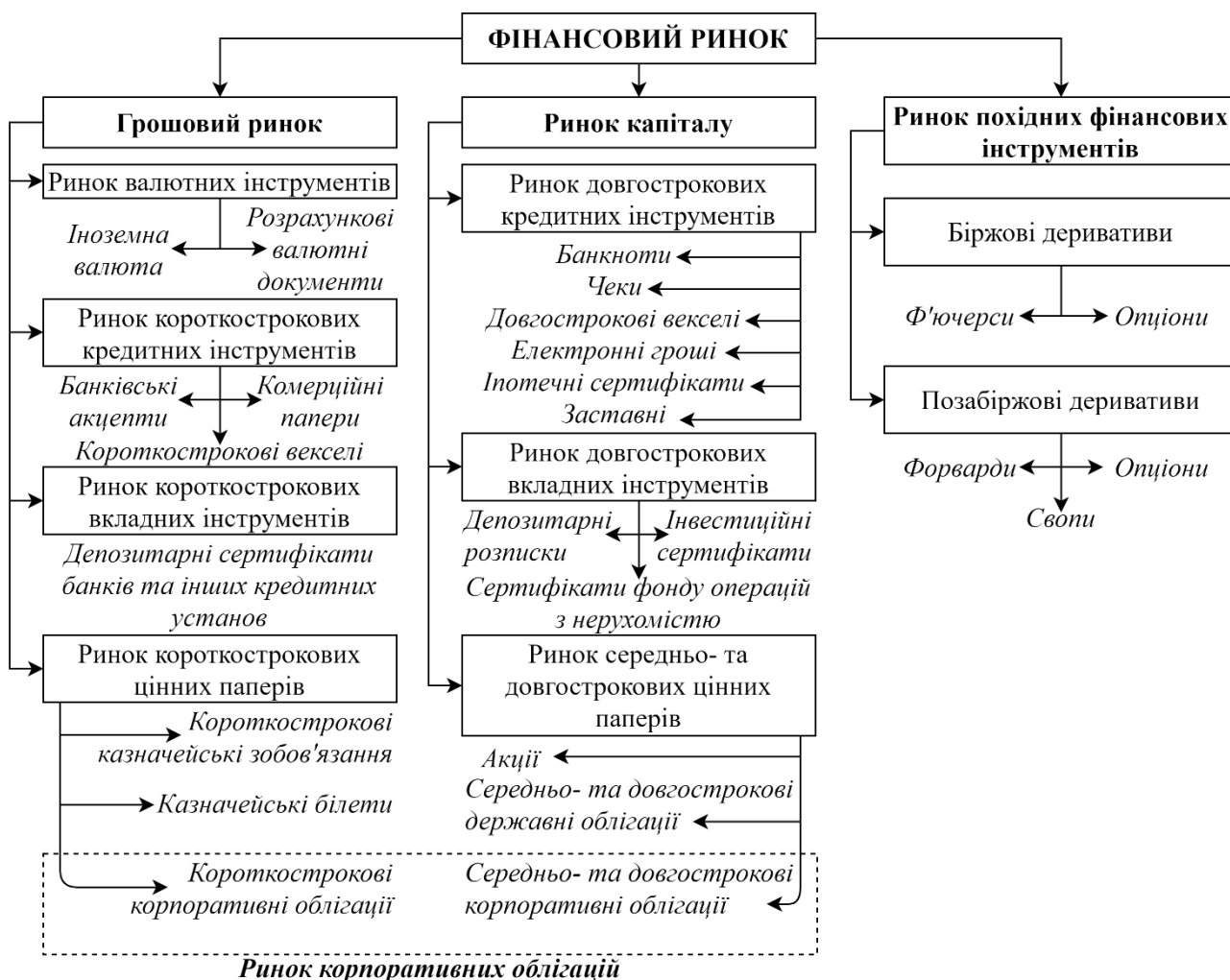


Рис. 1.3. Структура фінансового ринку

Джерело: розроблено автором на основі джерел [77; 141; 142]

Ринок облігацій являється частиною фінансового ринку, у межах якої інвестори можуть купувати боргові цінні папери, випущені корпораціями. Даний ринок складається з первинного та вторинного ринків. Первинний ринок часто називають ринком нових випусків, на якому операції купівлі-продажу відбуваються безпосередньо між емітентами корпоративних облігацій та покупцями. На вторинному відбувається перепродаж корпоративних облігацій посередниками (брокерами) інвесторам. Ринок облігацій призначений для учасників, які беруть участь у випуску та торгівлі борговими цінними паперами, а саме: емітентів, андеррайтерів та покупців.

Емітенти являються юридичними особами, які здійснюють емісію

корпоративних облігацій для залучення грошей. Емітентами корпоративних облігацій можуть виступати не фінансові корпорації та фінансові корпорації. Підприємства випускають корпоративні облігації для залучення грошей з різних причин, таких як фінансування поточних операцій, розширення товарної лінійки або відкриття нових виробничих потужностей. Корпоративні облігації зазвичай описують довгострокові боргові інструменти, термін погашення яких становить не менше одного року. Банки також є ключовими емітентами на ринку облігацій, і вони можуть варіюватися від місцевих банків до наднаціональних банків, таких як Європейський інвестиційний банк, який випускає борг на ринку облігацій.

Андеррайтери – це інвестиційні банки та інші фінансові установи, які допомагають емітентам продавати корпоративні облігації на умовах виплати комісійної винагороди. Андеррайтери купують боргові цінні у емітента, щоб перепродати їх з метою отримання прибутку. Цей прибуток відомий як «спред андеррайтингу». Андеррайтер може перепродати боргові цінні папери або безпосередньо на ринку, або дилерам (які потім продадуть їх іншим покупцям). Коли для випуску корпоративних облігацій потрібно більше одного андеррайтера, формується група андеррайтерів (синдикат). Загалом, андеррайтерам доручається визначити рівень ризику, пов'язаного з операцією чи іншим видом ділового рішення, а інвестори покладаються на них для визначення доцільності прийняття ризику. Взагалі, потреба в андеррайтерах є найбільшою для ринку корпоративних боргів, оскільки з цим видом боргу пов'язано більше ризиків.

Кінцевими гравцями на ринку корпоративних облігацій є ті, хто купує борг, який випускається емітентами. Покупцями корпоративних облігацій є корпорації, держави та приватні особи, які за результатами угоди купівлі-продажу стають власниками даних цінних паперів. Власники корпоративних облігацій по суті стають кредиторами або позикодавцями емітента.

Зазначене дозволяє стверджувати, що ринок корпоративних облігацій одночасно належить до грошового ринку (в структурі ринку короткострокових цінних паперів) і до ринку капіталів (в структурі ринку цінних паперів). Відтак, корпоративні облігації здійснюють вплив на дві третини фінансового ринка, в чому й визначається їх значимість в процесі розвитку національної економіки. При цьому він складається з первинного і вторинного ринків, а його основними учасниками є емітенти (фінансові та не фінансові корпорації), андеррайтери та покупці.

1.2. Нормативно-правове регулювання емісії та обігу корпоративних облігацій

Формування ринку корпоративних облігацій відбувається під впливом постійного посилення регуляторних умов до фінансових ринків. Політичні, законодавчі, регуляторні та фіскальні зміни повинні бути добре адаптовані для підтримки життєдіяльності реальної економіки, яку забезпечують ринки корпоративних облігацій (як внутрішні, так і міжнародні). Політика фінансового ринку в цілому не повинна гальмувати ринки облігацій, а має забезпечувати оптимальну взаємодію інвесторів та емітентів.

Історичні приклади показують, як законодавство може стимулювати ринки корпоративних облігацій до процвітання або гальмувати їх. Нині доступ до ринків облігацій має обмежений характер для більшості підприємств через високу вартість емісії, але ринок корпоративних облігацій продовжує розширюватися. Важливо, щоб політика та регулювання забезпечували доступність ринку як для великих, так і для середніх та малих підприємств.

Нормативно-правове регулювання ринку корпоративних облігацій являється ключовим фактором, який визначає можливість залучення фінансових

ресурсів за допомогою даного боргового інструменту від національних та іноземних інвесторів. Державна політика повинна бути спрямована на забезпечення доступності національного ринку корпоративних облігацій для резидентів та нерезидентів, доступності міжнародних ринків для емітентів України, а також оптимізації взаємодії між емітентами, які шукають фінансування, та інвесторами, що прагнуть вкладати кошти. Важливо перевірити, що ландшафт закону, регулювання, оподаткування та іншого контролю сприяють розвитку різних секторів ринку та його економічних функцій щодо обслуговування емітентів та інвесторів.

Життєвий цикл корпоративних облігацій охоплює три етапи (емісія, обіг та викуп), які регулюються в Україні Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, а в Болгарії, Польщі, Румунії, Словаччині, Словенії, Угорщині, Хорватії та Чехії – Європейським комітетом з цінних паперів. Операції щодо корпоративних облігацій передбачають здійснення правочинів різними учасниками ринку цінних паперів, серед яких особливе місце належить професійній діяльності (рис. 1.4).

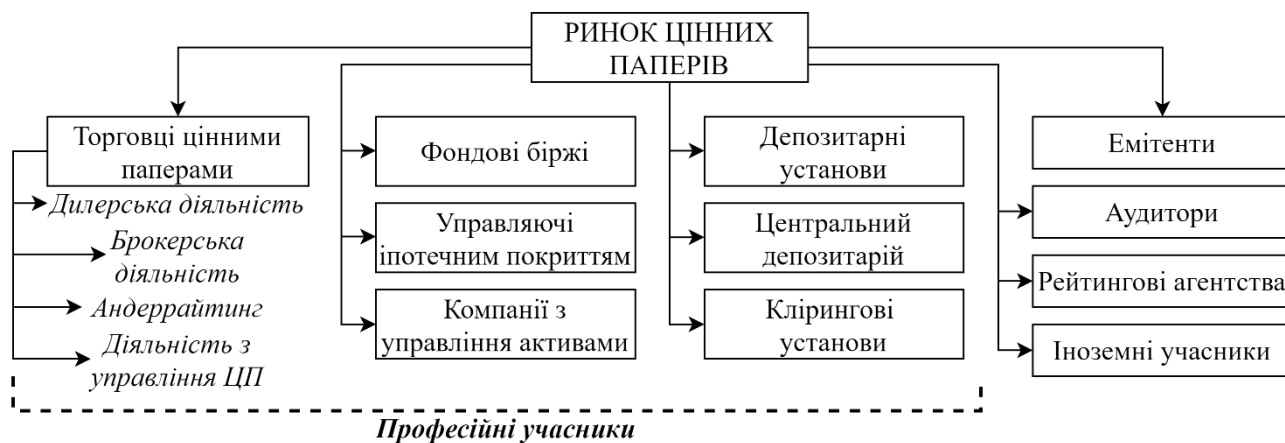


Рис. 1.4. Учасники ринку цінних паперів

Джерело: [78]

Діяльність професійних учасників в Україні передбачає наявність ліцензії Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (далі НКЦПФР),

умови та порядок отримання яких означено у відповідних нормативно-правових документах [105; 110-115; 117-120; 122].

Діяльність Центрального депозитарію полягає в депозитарному обліку та обслуговуванні обігу цінних паперів як в Україні, так і за її межами. Його головними цілями є зберігання, захист даних про право власності на цінні папери, забезпечення впевненості інвесторів щодо права власності на цінні папери, здійснення клірингу та розрахунків всіх операцій щодо цінних паперів, заохочення інвестицій в Україну шляхом створення кореспондентських рахунків в іноземному центральному депозитарії цінних паперів [201]. У якості клієнтів Центрального депозитарію виступають Національний банк України, емітенти, клірингові установи та депозитарні установи.

Фондовий ринок належить до публічних ринків, що існують для випуску, купівлі та продажу цінних паперів, які торгуються на фондовій біржі або позабіржовим торговим маркам. Фондовий ринок має дві дуже важливі цілі. Перша – забезпечити капітал компаніям, які вони можуть використовувати для фінансування та розширення свого бізнесу. Другорядною метою фондового ринку є надання інвесторам можливості брати участь у прибутках публічних компаній. Діяльність фондової біржі спрямована на забезпечення цілого комплексу умов для формування середовища, в якому відбувається купівля/продаж цінних паперів.

Законами, що регулюють питання щодо емісії та обігу корпоративних облігацій у країнах Східної Європи, є наступні: Закон Болгарії «Про публічну пропозицію цінних паперів» [126], Закон Польщі «Про облігації» [123], Закон Румунії «Про емітентів фінансових інструментів та ринкові операції» [108], Закон Словаччини «Про облігації» [124], Закон Словенії «Про цінні папери» [131], Закон Угорщини «Про ринок капіталу» [128], Закон Хорватії «Про емісію та торгівлю цінними паперами» [107], Положення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України «Про порядок здійснення емісії облігацій

підприємств та їх обігу» [116].

Дані нормативно-правові документи, з-поміж іншого, регламентують питання процедури приватної та публічної пропозиції корпоративних облігацій. Так, в Україні Положення регламентує наступне [116]:

- види облігацій, які можуть бути розміщені;
- процедуру приватного або публічного розміщення облігацій;
- умови та етапи емісії облігацій шляхом приватного або публічного розміщення;
- умови переведення зобов'язань акціонерного товариства в облігації;
- процедура реєстрації або відхилення у реєстрації випуску та проспекту емісії облігацій підприємств;
- документи, які подаються для реєстрації випуску та проспекту емісії облігацій підприємств, а також підстави відхилення та скасування реєстрації випуску облігацій;
- внесення змін до проспекту емісії облігацій;
- умови та процедура дострокового погашення облігацій;
- умови та процедура анулювання викуплених облігацій;
- порядок конвертації облігацій з одної серії в іншу.

Відповідно до закону «Про цінні папери та фондовий ринок» під емісією цінних паперів слід розуміти «сукупність дій емітента, що провадяться в установленій законодавством послідовності і спрямовані на розміщення емісійних цінних паперів серед їх перших власників» [132]. Відтак, корпоративна облігація розміщується на первинному ринку для здійснення операції купівлі/продажу між емітентом та інвестором, що може здійснюватися на основі приватного чи публічного розміщення. Етапи емісії для зазначених випадків регулюються Розділом II Положення НКЦПФР «Про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу» [116] (Додаток В).

Відповідно до Закону Польщі «Про облігації» емісія корпоративних

облігацій для інвесторів, кількість яких менше 149 осіб здійснюється у формі приватної пропозиції, а для більшої кількості інвесторів (або неозначеного кола інвесторів) у формі публічної пропозиції [123]. Для спрощення процесу емісії корпоративних облігацій в Польщі у 2018 році було прийнято Закон «Про внесення змін до деяких актів у зв'язку із посиленням нагляду за фінансовим ринком та захистом інвесторів», яким регламентовано зобов'язання емісійного агента брати участь у випуску корпоративних облігацій. Цим пунктом було розширено польський закон «Про ринок капіталу». На думку законодавця, виконання зобов'язання використовувати допомогу емісійного агента полягає у сприянні емітентам здійсненню процесу реєстрації боргових цінних паперів у депозитарії. Запропонована законодавцем концепція має багато наслідків, що не враховувалися при її розробці. Перспектива збільшення витрат на боргове фінансування перевищує вигоди, прийняті законодавцем. Вигоди, які можна було б отримати у підтримці емітентів у процесі реєстрації цінних паперів, є примарними. Слід зазначити, що законодавець усунув спрощений спосіб дематеріалізації облігацій і замінив його більш дорогою і складною реєстрацією в депозитарії цінних паперів, що діє відповідно до положень ЕРАФ. Попри те, що такі зміни дозволяють запровадити додатковий інституційний механізм захисту інвесторів на ринку корпоративних облігацій, вартість даного фінансового інструмента як джерела фінансування діяльності польських підприємств зросла [236].

У Словаччині емісія корпоративних облігацій, в основному, здійснюється через посередників (інвестиційні банки), що дозволяє зменшити трансакційні витрати на користь емітента. Відповідно до поправки CFO.sk, було спрощено процедуру для емісії без публічної пропозиції, тобто скасовано необхідність подання умов випуску на затвердження Національному банку Словаччини та зобов'язання опублікувати умови випуску у періодичних виданнях із загальнодержавним висвітленням. Таким чином, емітенти та інвестори можуть

домовитись про будь-які умови випуску, облігації необхідно лише зареєструватися в Центральному депозитарії цінних паперів [221].

Болгарія для регулювання емісії корпоративних облігацій використовує Регламент ЄС 2017/1129 з 21 липня 2019 року. Цей Регламент, разом із супровідним законодавством (Нове законодавство про проспекти ЄС), застосовується безпосередньо в Європейському Союзі, включаючи Болгарію, як для власних, так і для боргових інструментів. Проект закону «Про внесення змін до Болгарського закону про публічне розміщення цінних паперів» (POSA), який встановлює режим місцевого проспекту згідно з попередньою Директивою про проспекти, був поширений для громадського обговорення в лютому 2020 року і, як очікується, буде прийнятий найближчим часом. До тих пір «старий національний режим» до нового положення про проспект тимчасово зберігається з метою досягнення плавного переходу. Згідно з новим законодавством ЄС проспект повинен бути складений, затверджений компетентним регулятором (FSC) та опублікований до початку публічної пропозиції цінних паперів та / або допуску корпоративних облігацій до торгівлі на регульованому ринку [164].

Відповідно до українського законодавства під обігом корпоративних облігацій розуміють «вчинення правочинів, пов'язаних з переходом прав на цінні папери і прав за цінними паперами, крім договорів, що укладаються у процесі емісії, при викупі цінних паперів їх емітентом та купівлі-продажу емітентом викуплених цінних паперів» [132]. Отже, здійснення продажу корпоративних облігацій їх першому власнику, який вирішив вкласти інвестиції у діяльність підприємства за результатом розгляду проспекту облігацій являється операцією щодо емісії корпоративних облігацій. Операції щодо обігу корпоративних облігацій охоплюють договори купівлі/продажу на вторинному ринку, міни та дарування.

Відтак, в процесі обігу щодо корпоративних облігацій можуть бути

здійснені умовні та безумовні правочини. Умовні правочини пов'язані з операціями закладеними в договір про відчуження прав на облігації та прав за облігаціями. Безумовні правочини охоплюють наступні події: виконавче провадження (виконання рішень судів та інших органів), смерть власника (перехід права на облігації та за облігаціями до спадкоємців), розлучення співвласників (облігації можуть бути об'єктом майнових спорів), корпоративні операції емітента (дроблення, консолідація, конвертація, анулювання), операції ініційовані НКЦПФР (накладення санкції, зупинення розміщення та інші) [61].

Емітенти, корпоративні облігації яких розміщені та/або допущені до обігу на території України зобов'язані розкривати щоквартальну та щорічну інформацію за вимогами, що висуваються до всіх емітентів цінних паперів, крім тих, які уклали договори про управління активами таких корпоративних інвестиційних фондів з компаніями з управління активами. Відповідно до розділу II Положення НКЦПФР «Про розкриття інформації емітентами цінних паперів» № 2826 від 03.12.2013 емітенти корпоративних облігацій повинні не пізніше 30 числа наступного місяця після звітного розкривати регулярну щоквартальну інформацію, а не пізніше 30 квітня наступного після звітного року – регулярну щорічну інформацію [129]. Такі ж обмеження до емітентів накладаються регуляторами інших досліджуваних країн Східної Європи.

Шляхами розкриття інформації на фондовому ринку України є:

- сайт НКЦПФР;
- опублікування в одному з офіційних друкованих видань ВРУ, КМУ або НКЦПФР;
- власний сайт емітента;
- подання до НКЦПФР.

В інших досліджуваних країнах Східної Європи оприлюднення інформації регулюється Директивою 2013/50 / ЄС [179], відповідно до якої емітенти повинні оприлюднити інформацію таким чином, щоб донести її до відома всіх

інвесторів ЄС. Реалізація даної вимоги частково покладається на регулятивні органи кожної країни, в межах яких має функціонувати механізм зберігання даних (Офіційно призначений механізм, ОАМ), щоб забезпечити доступ громадськості до інформації, розкритої компаніями, що котируються на біржі. Однак доступ до такої інформації на загальноєвропейській основі в даний час ускладнений і передбачає використання різних національних баз даних, які недостатньо взаємопов'язані [243].

Наразі Україна знаходить на завершальній стадії впровадження Системи фінансової звітності, яка передбачає використання електронного формату, що встановлено Законом України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні» [99]. Даний аспект являється важливим для забезпечення доступу до достовірної інформації підприємства про операції щодо цінних паперів, структуру капіталу, рівень корпоративного управління, можливості виплати зобов'язань тощо. «Ефективне корпоративне управління є одним із вирішальних факторів підвищення конкурентоспроможності, інвестиційної привабливості та зростання капіталізації компанії» [214]. Надійність поданої інформації визначає можливість формування реалістичних аналітичних висновків щодо потенціалу та перспектив підприємства, тому контроль за достовірністю, а також відповідністю національним та міжнародним стандартам здійснюється НКЦПФР на засадах Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

Уніфікована інформація щодо фінансової звітності підприємств стала доступною завдяки укладенню «Меморандуму про взаєморозуміння щодо розробки і запровадження Системи фінансової звітності», до якого долучилися Національний банк України, Міністерство фінансів України, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Національна комісія, що здійснює регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Державна податкова служба України, Державна служба статистики України та Орган суспільного нагляду за

аудиторською діяльністю [100].

Варто зазначити, що Положення «Про розкриття інформації емітентами цінних паперів» чітко регламентує перелік інформації, яка підлягає розкриттю і вона є спільною як для емітентів акцій, так і для емітентів корпоративних облігацій. Даний підхід співзвучний з підходом США до розкриття інформації емітентів корпоративних облігацій, який передбачає чіткі інструкції для кожного конкретного випадку.

Болгарія, Польща, Румунія, Словаччина, Словенія, Угорщина та Хорватія, будучи членами ЄС, підпадають під дію Директиви 2003/71/ЄС щодо правил підготовки проспекту емісії корпоративних облігацій та інформації, яка повинна в них міститися. Залежно від характеру емітента, проспект містить всю необхідну інформацію, що дозволяє інвесторам робити обґрунтовану оцінку активів та зобов'язань, фінансового стану, прибутку і збитків та перспектив емітента та будь-якого гаранта. Отже, інформація, що міститься в проспекті, повинна бути точною та повною та подаватися у легко аналізованій та зрозумілій формі.

Проспект може складатися у вигляді: (1) одного документа (що містить всю інформацію в одному документі), (2) окремих документів (інформація міститься в декількох окремих документах), що складається з: реєстраційного документа (що містить інформацію про емітента) і примітка щодо цінних паперів (що містить інформацію про корпоративні облігації, що пропонуються широкому загалу або допускаються до торгів на регульованому ринку), та короткий виклад (коротко про основну інформацію, що дозволяє інвесторам зробити обґрунтовану оцінку характеристик та ризиків, пов'язаних з емітентом, будь-яким гарантом та цінними паперами).

Крім усього іншого, Положення про проспект вимагає включення до проспекту такої інформації: (1) інформація про емітента, ділові операції емітента, організаційну структуру та активи, а також деталі про товари та

послуги, які він надає, та фактори, що впливають на бізнес емітента; (2) фактори ризику, характерні для емітента та корпоративні облігації, інформуючи потенційних інвесторів про суттєві ризики. Фактори ризику повинні бути конкретними для галузі емітента та визначатись з урахуванням ймовірності їх виникнення; (3) перевірена фінансова інформація, що охоплює останні три фінансові роки, підготовлена відповідно до IFRS або відповідно до національних стандартів бухгалтерського обліку, де ці стандарти вважаються еквівалентними IFRS для емітента третьої країни; (4) подробиці будь-якого судового провадження, що суттєво впливає на фінансовий стан емітента за останній рік; (5) інформація про суттєві зміни тенденцій або фінансового стану емітента з часу останнього фінансового періоду, за який була опублікована фінансова інформація; (6) перелічена інформація про членів адміністративних, управлінських або наглядових органів, вищого керівництва та засновників емітента з винагородою, вигодами та частками в акціях емітента та стосовно корпоративного управління компанії; (7) дані про будь-яких основних акціонерів емітента, про інтереси яких слід повідомляти відповідно до національного законодавства емітента; (8) подробиці операцій із пов'язаними сторонами, які емітент уклав з дати останньої фінансової звітності і до дати проспекту; (9) опис політики емітента щодо розподілу дивідендів та будь-які обмеження щодо них; (10) короткий зміст матеріальних контрактів, укладених групою емітента поза звичайним ходом діяльності за останні два роки, що передували публікації; (11) заяви про відповідальність від компанії, директорів та будь-яких запропонованих директорів, що підтверджують, що вони приймають відповідальність за інформацію, що міститься в проспекті, і що, наскільки їм відомо, (прийнявши всі розумні заходи, щоб переконатися, що це так), така інформація відповідає фактам і не містить жодних упущень, які могли б вплинути на її імпорт [178].

Відповідно до підходу ЄС, що регламентується Директивою 2003/71/ЄС та

Міжнародної організації комісій з цінних паперів, що регламентується «Принципами та цілями регулювання ринку цінних паперів», рівень розкриття інформації, який надається емітентами, повинен відповідати обставинам інвесторів. Наприклад, оскільки роздрібні та інституційні інвестори купують акції в очікуванні отримання прибутків від своїх інвестицій під час продажу цінних паперів, вони розглядаються як такі, що особливо зацікавлені в операціях та фінансових перспективах емітента. Відповідно до Директиви про проспект, емітенти акцій зобов'язані розкривати інформацію про їх фінансовий стан, будь-які відомі тенденції чи невизначеності, які можуть мати істотний вплив на їх перспективи, а також інформацію про їхні адміністративні, управлінські та наглядові органи.

З іншого боку, інвестори боргових цінних паперів являються тримачами корпоративних облігацій до їх зрілості з метою отримання регулярних платежів. Ці інвестори розглядаються як зацікавлені в інформації щодо фінансових результатів господарської діяльності протягом певного проміжку часу та умов боргових цінних паперів, а не специфіки корпоративне управління. Їх потреби в розкритті інформації обмежуються інформацією про здатність емітента сплачувати відсотки за борговими цінними паперами та сплачувати основну суму за корпоративними облігаціями, а не будь-який потенційний прибуток від перепродажу облігацій на вторинних ринках. Вважається, що інвестори корпоративних облігацій несуть менший інвестиційний ризик, оскільки вони мають пріоритет перед власниками акцій в отриманні виплат за будь-якими непогашеними зобов'язаннями, якщо емітент стає неплатоспроможним. Як результат, проспекти публічного розміщення облігацій не повинні включати розділ «Обговорення та аналіз управління» (Management Discussion and Analysis – MD&A), інформацію про винагороду та пільги, що виплачуються членам їх адміністративних, управлінських або наглядових органів, або пов'язані з цим операції. Ці пункти розкриття інформації необхідні для проспектів, що

стосуються акцій [241].

Прийняття Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав споживачів фінансових послуг» №122-IX від 20.09.2019 дозволило встановити оптимальну систему захисту прав споживачів фінансових послуг, головним аспектом якої є реалізація заходів щодо залучення інвестицій, захисту інтересів інвесторів, а також виконання зобов'язань відповідно до Угоди «Про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони» [102].

Проведемо порівняння основних вимог до емісії корпоративних облігацій в Україні та Польщі (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Порівняння вимог до емісії корпоративних облігацій в Україні та Польщі

	Україна	Польща
Форма	Бездокументарна	Бездокументарна
Реєстрація в Національному депозитарії цінних паперів	Передбачена	Передбачена
Штраф за надання неправдивих або неповних даних	3400–8500 грн	2 млн злотих з емісійного агенту
Плата за реєстрацію	0,1% номінальної вартості емісії, але не більше 50 прожиткових мінімумів (з емітента)	10–20 тисяч злотих
Тривалість реєстрації	30 днів	1–2 тижня
Оприлюднення після реєстрації	вебсайт емітента; вебсайт фондової біржі у разі допуску облігацій до торгів на такій фондовій біржі; вебсайт іноземної фондової біржі, яка входить до переліку іноземних фондових бірж; вебсайт професійного учасника фондового ринку, який здійснює операції, пов'язані з виконанням публічної пропозиції; у загальнодоступній інформаційній базі даних реєструвального органу або через особу, яка провадить діяльність з оприлюднення регульованої інформації від імені учасників фондового ринку.	
Угода з андеррайтером	За рішенням емітента	Обов'язково
Необхідність формування проспекту емісії	За умови публічної пропозиції	За умови публічної пропозиції при перевищенні обсягу емісії 2,5 млн євро
Мінімальний рекомендований обсяг емісії	Відсутній	1 млн євро

Джерело: розроблено автором на основі [116; 123]

Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо

спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» [100] дозволив імплементувати нормативно-правову основу ЄС, а саме:

- Директива №2014/65/ЄС від 15.05.2014 «Про ринки фінансових інструментів» (MiFID II);
- Регламент ЄС №600/2014 від 15.05.2014 «Про ринки фінансових інструментів» (MiFIR);
- Регламент ЄС №648/2012 від 04.07.2014 «Про позабіржові похідні інструменти, центральних контрагентів і торгові репозитарії» (EMIR) [103].

Зазначений закон дозволив врегулювати наступні питання емісії та обігу корпоративних облігацій:

- діяльність торговців цінними паперами, які було трансформовано в інвестиційні фірми, що дозволило розширити доступний спектр послуг
- перелік фінансових інструментів за рахунок опціонних сертифікатів, зелених облігацій, депозитарних розписок;
- діяльність клірингових установ відповідно до міжнародних стандартів.

Варто зазначити, що у 2020 році в Україні було спрощено кліринг операцій щодо корпоративних облігацій на основі постанови НБУ «Про затвердження Змін до Положення про провадження депозитарної і клірингової діяльності та забезпечення здійснення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів Національним банком України» [109]. На відміну від попередньої редакції, постанова доповнена додатком, який уточнює права та обов'язки НБУ та емітентів корпоративних облігацій в операціях щодо купівлі (продажу). Крім цього, описано процедури які дозволяють надавати в заставу Національному банку корпоративні облігації для отримання рефінансування.

Закон України «Про акціонерні товариства» від 16.08.2020 дозволив врегулювати питання корпоративного управління відповідно до наступних нормативних актів ЄС: Директива №2007/36/ЄС від 11.06.2007 «Про реалізацію окремих прав акціонерів у лістингових компаніях»; Директива №2017/1132/ЄС

від 14.06.2017 «Стосовно деяких аспектів законодавства про компанії».

Операції щодо емісії та обігу корпоративних облігацій пов'язані з процесом отримання доходу: емітентом в результаті розміщення облігацій, інвестором – в процесі погашення та/або продажу облігацій. Учасники даного процесу підлягають оподаткуванню, що регулюється Податковим кодексом України та Національними положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку. Операції щодо розміщення, продажу, викупу та погашення облігацій не оподатковуються податком на додану вартість. Зважаючи на той факт, що процес відчуження супроводжується збільшенням прибутку, залучені кошти підпадають під оподаткування прибутку. З цією метою у законодавчій базі передбачені коригування, які дозволяють виключити доходи від продажу облігацій з об'єкта оподаткування. Варто зазначити, що власники облігацій отримують пасивний дохід від корпоративних облігацій, який являється об'єктом податку на доходи фізичних осіб [83; 96].

Виходячи з вищезазначеного, нормативно-правове регулювання емісії та обігу корпоративних облігацій в Україні здійснюється на основі законів, кодексів, положень та інших нормативно-правових актів. Основні чинні документи зазначені на рис. 1.5.

Решта досліджуваних країн Східної Європи належать до ЄС, тож окрім національних законів та нормативно-правових актів мають наднаціональні директиви ЄС, а саме: Директива 2003/71/ЄС «Про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж», що вносить зміни до Директиви 2001/34/ЄС [178] та Директива 2013/50 / ЄС «Про внесення змін до Директиви про прозорість» [179]. Прийняття цих директив спрямоване на забезпечення єдиного стандарту якості до цінних паперів на ринку ЄС, що забезпечує довіру інвесторів як до ринку, так і до його емітентів, а також на вирівнювання доступності даного джерела фінансування для всіх європейських підприємств. Однак, для МСП даний спосіб

залучення боргового капіталу виявляється досить дорогим, тому останні залишаються прихильниками банківського кредитування.

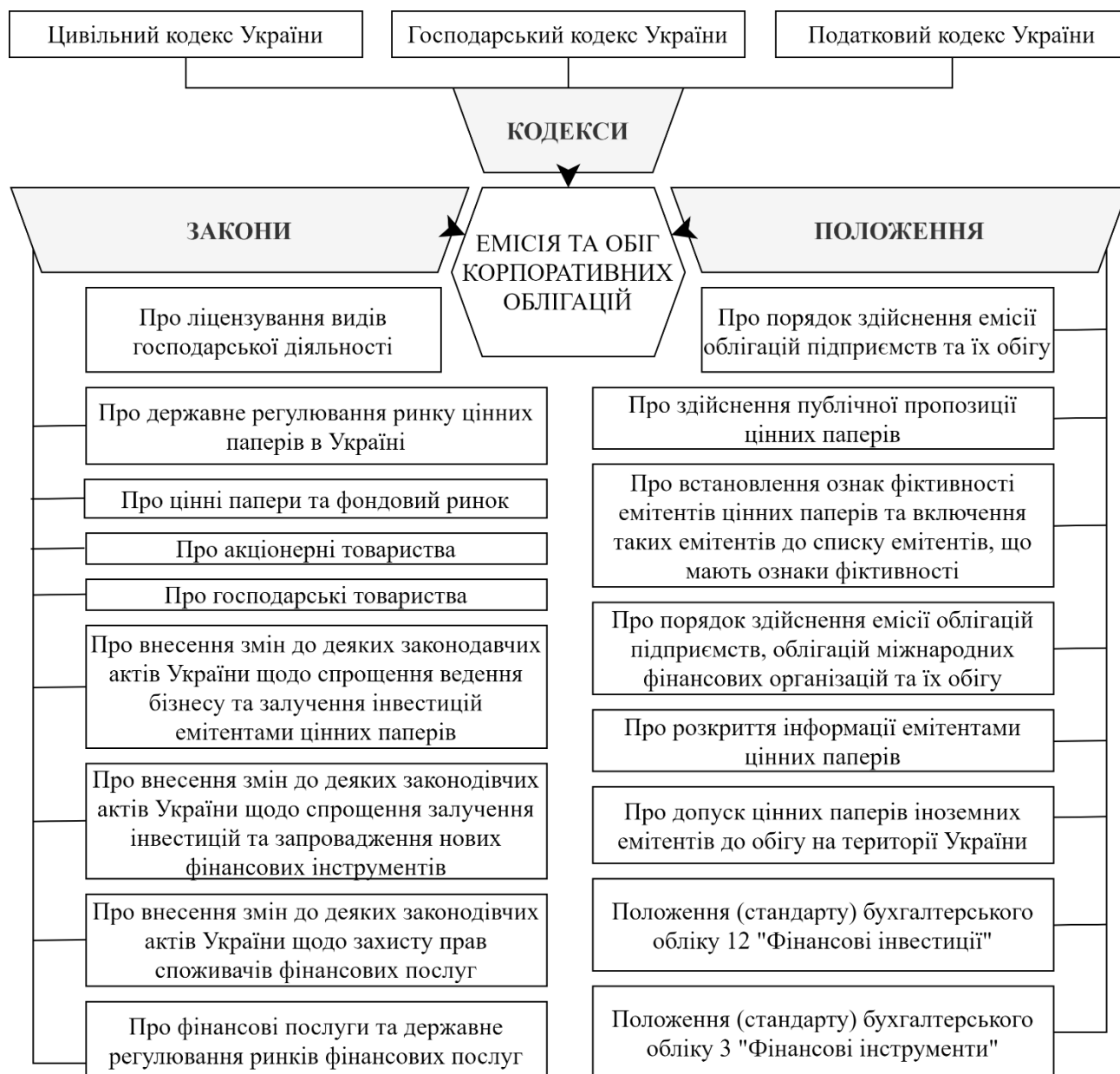


Рис. 1.5. Чинні нормативно-правові документи, що регулюють емісію та обіг корпоративних облігацій в Україні

Джерело: розроблено автором на основі [96; 122; 116; 132; 102; 103; 104; 129; 130; 83]

На глобальному рівні регулювання емісії та обігу корпоративних облігацій здійснює Міжнародна організація комісій з цінних паперів (The International Organization of Securities Commissions – IOSCO), яка об'єднує світові регулятори цінних паперів та визнана глобальним установником стандартів для сектору

цінних паперів. Україна підписала Багатосторонній меморандум про взаєморозуміння (ММоU) IOSCO 26 вересня 1996 року. Основними завданнями організації є:

- співпраця щодо розробки, впровадження та сприяння дотриманню міжнародно визнаних та послідовних стандартів регулювання, нагляду та забезпечення з метою захисту інвесторів, підтримання справедливих, ефективних та прозорих ринків та прагнення до вирішення системних ризиків;
- посилення захисту інвесторів та сприяння підвищенню впевненості інвесторів у цілісності ринків цінних паперів шляхом посилення обміну інформацією та співпраці у забезпеченні протидії неправомірним діям, нагляду за ринками та посередниками на ринку;
- обмін інформацією як на глобальному, так і на регіональному рівнях щодо сприяння розвитку ринків, зміцненню ринкової інфраструктури та впровадженню відповідного регулювання.

Досягнення поставлених цілей передбачає впровадження «Принципів та цілей регулювання ринку цінних паперів» IOSCO, які охоплюють 38 принципів, що стосуються регулятора ринку цінних паперів, саморегулювання, правозастосування, співробітництва у регулюванні, надавачів інформаційних послуг, колективного інвестування, ринкових посередників та вторинного ринку [222].

Відтак, регулювання ринку корпоративних облігацій в Болгарії, Польщі, Румунії, Словаччині, Словенії, Угорщині та Хорватії сприяє захисту інвесторів, але ускладнює процес залучення капіталу малими та середніми підприємствами на основі даного фінансового інструмента. В Україні спостерігається зворотна ситуація: регулювання процедури емісії та операцій щодо корпоративних облігацій являються доступними для широкого кола підприємств, але інвестиційна привабливість національного ринку корпоративних облігацій є низькою через недостатній рівень захисту прав інвесторів. Зважаючи на

зазначене, центральні депозитарії, фондові біржі та контролюючі органи Болгарії, Польщі, Румунії, Словаччині, Словенії, Угорщині та Хорватії повинні розглянути питання зниження вартості процедури емісії корпоративних облігацій, щоб зробити її більш економічно-ефективною. Також регуляторам країн Східної Європи слід розглянути можливість надання шаблону проспекту. Якщо ці шаблони будуть прийняті, це дозволить швидше затверджувати випуски облігацій.

1.3. Переваги та недоліки корпоративних облігацій як джерела фінансування діяльності підприємств

Ведення господарської діяльності у будь-якій сфері економіки передбачає використання капіталу. Сучасні умови ведення бізнесу висувають вимоги до залучення значних обсягів фінансування в діяльність підприємств для забезпечення можливості прогресивного розвитку, ведення конкурентної боротьби та позитивних фінансових результатів як у поточних періодах, так і у довгостроковій перспективі. Реалізація зазначених цілей передбачає формування такої структури капіталу, яка заснована не тільки на власних коштах, а й на боргових. Залучення грошей із зовнішніх джерел фінансування виступає критично важливим питанням у даному аспекті. Однак, ще більш гостро постає необхідність прийняття зважених рішень щодо доцільності залучення боргового капіталу.

Відповідно до теорії Гордона Дональдсона, відомою під назвою «субординація джерел», компаніям доцільно першочергово використовувати внутрішні ресурси, насамперед прибуток і амортизацію. Проте, фінансування діяльності підприємства за рахунок власного капіталу не

завжди є ефективним та можливим, а оптимальне співвідношення власного та позичкового капіталу впливає на фінансовий стан підприємства. Тому важливе значення має вибір оптимальної структури джерел фінансування підприємств [33].

В основі прийняття таких рішень постає вартість капіталу. Власники підприємств опинилися б у стані банкрутства досить швидко, якби не інвестували у нові проєкти, де рентабельність капіталу, який вони вкладають, більша або принаймні дорівнює вартості капіталу, який вони мають використати для фінансування своїх проєктів. Вартість капіталу є основним чинником майже у всіх бізнес-рішеннях, тому перед збільшенням капіталу підприємства на основі боргових інструментів необхідно проаналізувати структуру капіталу з урахуванням обсягу та вартості його складових. Так, Терещенко О. та Грінченко В. зазначають, що «з метою оцінки та управління ризиком залучення капіталу за допомогою облігацій фінансові керівники зазвичай беруть до уваги показник дюрації» [145].

Вартість капіталу охоплює пайове фінансування, якщо підприємство залучає кошти інвесторів на основі продажу часток власності (акцій товариства). Розрахунок вартості власного капіталу ускладняється тим фактом, що інвестори висувають різні вимоги щодо рентабельності інвестицій у порівнянні з відсотками, які нараховує банк. У такому випадку розрахунок вартості власного капіталу доцільно здійснювати на основі моделі оцінки капітальних активів або CAPM (формула 1.1) [68; 65]:

$$CAPM = R_F + \beta_E \cdot P_R, \quad (1.1)$$

де R_F – безризикова відсоткова ставка, β_E – мінливість цін на акції підприємства, P_R – премія за ризик.

Для проведення розрахунку за формулою (1.1) безризикова ставка встановлюється на рівні відсоткової ставки 10-річних державних облігацій. Розрахунок β_E може бути досить трудомістким процесом, тому деякі аналітики замість цього використовують ринкову мінливість цін на ринку акцій. Варто зазначити, що аналітики Standard & Poor's часто прирівнюють β до одиниці при розрахунку CAPM [187]. Премія з ризик обчислюється на основі різниці між нормою прибутку за індексом S&P 500 та безризиковою ставкою, що наближує рівень премії до очікувань інвесторів щодо покриття ризику, який перевищує ризик від інвестування у 10-річні державні облігації [202].

Щодо боргового капіталу, його вартість є відсотковою ставкою, яку сплачує підприємство за використання коштів позичальника. Так, вартість банківського кредиту для підприємства є відсотковою ставкою, яка зазначена у кредитному договорі. У випадку залучення коштів на основі розміщення корпоративних облігацій підприємство сплачуватиме власнику таких цінних паперів відсоток, який зазначено у проспекті емісії. При цьому варто враховувати той факт, що через «високі ризики ведення бізнесу в країнах, що розвиваються, зокрема в Україні, інвестори очікують надмірно високої премії за ризик» [237].

«Та чи інша політика фінансування підприємства призводить до різного співвідношення статей активів та пасивів між собою» [64]. Отже, наступним кроком після того, як підприємство проаналізує структуру капіталу та вартість кожного компонента, є обчислення середньозваженої вартості капіталу. Кожен компонент капіталу становить певний відсоток у структурі капіталу підприємства, і щоб визначити справжню вартість його використання, необхідно помножити відсоток боргу та власного капіталу у структурі капіталу підприємства на вартість цього компонента та підсумувати дві частини (формула 1.2) [92].

$$WACC = \frac{E_q}{K} \cdot E_C + \frac{D}{K} \cdot D_C \cdot (1 - T), \quad (1.2)$$

де $WACC$ – середньозважена вартість капіталу, E_q – обсяг власного капіталу підприємства, D – обсяг боргового капіталу підприємства, K – обсяг капіталу підприємства ($E_q + D$), E_C – вартість власного капіталу підприємства у %, D_C – вартість позикового капіталу у %, T – ставка оподаткування.

Середньозважена вартість капіталу використовується аналітиками та інвесторами для оцінки прибутку інвестора від здійснення інвестицій у підприємство. Оскільки більшість підприємств працює за рахунок позикових коштів, вартість капіталу стає важливим параметром для оцінки їх потенціалу щодо чистої прибутковості. $WACC$ вимірює витрати підприємства на обслуговування боргу, адже формула (2) враховує як борг підприємства, так і власний капітал [190].

Виходячи з вищесказаного можна підсумувати, що залучення боргового капіталу в діяльність підприємства повинно ґрунтуватися на оцінці наявної структури капіталу в аспекті вартості його використання. Зміна структури капіталу повинна відповідати можливості виконання зобов'язань за боргом, тому важливо враховувати обсяг і вартість власного капіталу, а також обирати оптимальний обсяг боргового капіталу відповідної вартості.

Внутрішніми джерелами фінансування діяльності підприємства є пайовий капітал, додатковий капітал, резервний капітал, нерозподілений прибуток та амортизація. Зовнішні джерела розподіляються на залучені та розподілені. Останні охоплюють державні субсидії та дотації, страхові відшкодування та кошти від асоціацій та концернів. Залучені ресурси передбачають фінансові надходження від емісії акцій та облігацій, відсотків від володіння цінними паперами інших емітентів, банківське кредитування тощо.

Підприємства, як правило, використовують сукупність зовнішніх джерел фінансування для забезпечення розвитку бізнесу як в короткостроковій, так і в довгостроковій перспективі. Специфіка функціонування господарських товариств передбачає використання боргових та пайових фінансових інструментів для забезпечення потреб у грошах. Найбільш використовуваними довгостроковими фінансовими інструментами діяльності підприємств є фінансовий лізинг, банківські кредити, публічне розміщення акцій та облігацій.

Відповідно до публікації Міжнародної асоціації ринків капіталу (International Capital Market Association) від 2020 року, переваги корпоративних облігацій як джерела фінансування полягають у наступному [242]:

- являються перспективним борговим інструментом, який можна використовувати відповідно до потреб та обмежень кожного конкретного підприємства. Ринки корпоративних облігацій забезпечують емітентів надійним, стабільним та гнучким фінансуванням, забезпечують інноваційний та технологічний розвиток, економічного зростання, нарощування торгівлі, збільшення зайнятості та створення багатства;

- охоплюють набір інструментів та ринків для зростаючих потреб бізнесу. Ринки корпоративних облігацій пропонують цілий ряд інструментів та ринків для задоволення потреб компаній у міру їх зростання, забезпечуючи механізмом розширення МСП для виходу з внутрішніх ринків на міжнародні ринки корпоративних облігацій;

- дозволяють фінансувати різні проєкти. Ринки корпоративних облігацій пропонують гнучке фінансування поточних потреб бізнесу та проєктів розвитку, оскільки підприємства здійснюють послідовну емісію облігацій, що збігається із передбаченими в бюджеті грошовими потоками;

- передбачають вигідний податковий режим. Уряди, як правило, визнають та заохочують економічну важливість підтримки ринку корпоративних

облігацій шляхом сприятливого корпоративного податкового режиму та відсотків за облігаціями;

- дозволяють ефективно управляти валютним ризиком. Міжнародні ринки корпоративних облігацій забезпечують доступ до ряду різних валют, допомагаючи підприємствам уникати валютного ризику щодо іноземних проєктів;

- надають доступ до бази міжнародних інвесторів. Міжнародні ринки корпоративних облігацій дозволяють емітентам отримати доступ до глобального пулу заощаджень інвесторів: вони не обмежуються лише внутрішніми джерелами.

Використання тих чи інших джерел фінансування повинно здійснюватися на засадах оптимізації структури капіталу підприємства, тобто поєднання власних коштів (власного капіталу) та позикових коштів (боргу). Більша заборгованість призводить до збільшення ризиків, але дозволяє оптимізувати діяльність підприємства, що позитивно впливає на фінансовий результат. Збільшення боргової частини капіталу підприємства повинно здійснюватися із врахуванням потенційного ризику, який пов'язаний із такими змінами. Таким чином, підприємство повинно оптимізувати ризик та віддачу, тобто обрати таку структуру капіталу, яка дозволить максимізувати фінансові результати. Розглянемо переваги та недоліки фінансового лізингу, банківських кредитів та публічного розміщення акцій у порівнянні з корпоративними облігаціями.

Фінансовий лізинг, відповідно до п.14.1.96-1 ПКУ, є господарською операцією, «що здійснюється фізичною або юридичною особою і передбачає передачу орендарю майна, яке є основним засобом і придбане або виготовлене орендодавцем, а також усіх ризиків та винагород, пов'язаних з правом користування та володіння об'єктом лізингу» [96].

У порівнянні з корпоративними облігаціями фінансовий лізинг має наступні переваги: полегшує використання активів без негайної оплати, тобто

поточні дефіцитні фінансові ресурси бізнесу можуть бути збережені для інших цілей; лізинговий договір простий для переговорів і не вимагає громіздких процедур; не впливає на коефіцієнт заборгованості щодо власного капіталу, адже оренда вважається «прихованою формою боргу», відтак, фінансування оренди не впливає на спроможність підприємства залучати інвестиції; орендна плата може бути скоригована таким чином, що орендар може зменшити своє податкове зобов'язання [18].

Головними недоліками фінансового лізингу у порівнянні з корпоративними облігаціями є: висока ціна за використання, оскільки лізингові платежі враховують маржу прибутку для лізингодавця, а також вартість ризику застаріння; лізингові договори зазвичай встановлюють певні обмеження щодо використання активу або вимагають обов'язкового страхування тощо; оскільки лізингоодержувач не є власником предмета лізингу, орендодавець може взяти на себе його володіння, у разі невиконання платежу за оренду; іноді лізингоодержувачу доводиться сплачувати надмірну пеню, якщо він припиняє оренду до закінчення строку оренди [24; 85].

Наступним фінансовим джерелом підприємства є банківські кредити, які являються однією з найпоширеніших форм фінансування малих та середніх підприємств. Відповідно до Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» кредит – це кошти, які «надаються у позику юридичній або фізичній особі кредитною установою на визначений строк та під процент» [130].

На вибір підприємства між банківським та облігаційним боргом зазвичай впливає розмір підприємства, стан розвитку фінансового ринку, а також відносні витрати на різні форми фінансування. МСП зазвичай обирають банківське або індивідуальне фінансування. В міру зростання вони можуть випускати облігації спочатку на внутрішньому ринку корпоративних облігацій, а потім на міжнародних ринках, оскільки їх потреби перевищують потенціал

інвестора внутрішнього ринку, або оскільки міжнародний характер їхнього бізнесу вимагає кращого управління валютними та іншими ризиками. Етапи, на яких відбувається це прогресування, можуть варіюватися в залежності від рівня розвитку ринка корпоративних облігацій відповідної країни. Деякі ринки, що розвиваються, залишаються сильно залежними від банківського фінансування.

Переваги банківських кредитів над корпоративними облігаціями полягають у наступному: витрати на процес отримання банківського кредиту незначні, а емісія корпоративних облігацій передбачає сплату державного мита (0,1% від номінальної вартості випуску), оплати послуг аудитора, менеджера з розміщення й публікації в ЗМІ [106]; умови довгострокової позики часто можуть бути змінені та реструктуризовані для вигоди сторони, що позичає; простіша процедура дострокової виплати кредиту [239].

Баталова О., Романишин В. та Булавинець О. зазначають, що корпоративні облігації конкурують з іншими джерелами капіталу, які пов'язані з борговим навантаженням на діяльність підприємств. Попри те, що процедури емісії та розміщення корпоративних облігацій потребують суттєвих витрат ресурсів, безперервність взаємодії між емітентами та інвесторами, а також високий ступінь конкуренції між андерайтерами та брокерами, які надають посередницькі послуги, означають, що ринки корпоративних облігацій допомагають емітентам мінімізувати собівартість капіталу. Це дозволяє ефективно розподіляти кошти інвесторів на корпоративне підприємство, максимізуючи економічну вигоду. Визнання ролі оптимальної альтернативи банківському фінансуванню обґрунтовується важливістю зменшення залежності від банківського сектора, яка гостро постала в період світової фінансової кризи 2007–2008 років [20; 138].

Варто зазначити, що фінансування за допомогою корпоративних облігацій є важливим у випадку, коли фінансові потреби зростаючих підприємств перевищують можливості їхніх взаємовідносин, тому вони повинні шукати

більш широку та, можливо, міжнародну базу інвесторів. Відтак, даний борговий інструмент являється майже єдиним доступним джерелом фінансування в умовах недоступності банківських позик: через низький кредитний рейтинг самого підприємства; в умовах високих банківських відсоткових ставок; в умовах недієздатності банківського сектора.

Дубина М., Горна Я., Горбан І. та Боровікова М. зазначають, що вартість залучення фінансових ресурсів від розміщення корпоративних облігацій є нижчою, ніж у випадку використання банківських позик. Доступність можливості залучення як фізичних, так і юридичних осіб до фінансування господарської діяльності являється вагомим аспектом, особливо в умовах нестабільності банківської системи [25; 50].

Одним із позитивних ефектів диверсифікації джерел фінансування за рахунок корпоративних облігацій полягає у зменшенні навантаження на ринок банківських позик, що спрощує доступ інших суб'єктів господарювання до даного боргового інструмента. Відтак, відбувається зміщення кривої попиту на банківські кредити на суму, яку надає сфера облігаційного фінансування.

Лапутько А. та Грищенко Т. виділяють ще одну перевагу, яка пов'язана з ринком корпоративних облігацій, а саме, велика кількість потенційних інвесторів. Дана перевага полягає в тому, що кожному виду корпоративних облігацій відповідає потенційний інвестор. Таким чином, зважаючи на доступ до пулу інвесторів стає простіше продати корпоративні облігації на умовах, які задовольняють потреби підприємства [72].

Фінансування діяльності підприємств за рахунок корпоративних облігацій є більш привабливим, порівняно з банківським кредитуванням через наступні причини: процентна ставка, яку компанії виплачують власникам облігацій, зазвичай менша за банківську процентну ставку, навіть у випадку незабезпечених облігацій; корпоративні облігації надають більшу свободу емітентам, адже банківські кредити мають певні операційні обмеження, які

впливають на здатність підприємства до фізичного та фінансового зростання; зазвичай банківські кредити передбачають цільове використання; випуск облігацій дозволяє корпораціям ефективно залучати велику кількість інвесторів.

Публічне розміщення акцій (Initial public offer – IPO) передбачає залучення фінансових ресурсів із зовнішніх джерел шляхом перетворення приватної власності на публічну. Випуск IPO здійснюється з метою залучення капіталу, який в іншому випадку було б важко отримати. Акції як джерело фінансування, на відміну від корпоративних облігацій, надає наступні переваги підприємству [93]:

- виступає постійним джерелом коштів, яке доступне до тих пір, поки акціонерне товариство продовжує свою діяльність. Керівництво може вільно використовувати такий капітал і не зобов'язане його повертати;
- власний капітал збільшує кошти акціонерів компанії. Кредитори зазвичай надають позику пропорційно сумі коштів акціонерів. Більший розмір акціонерних коштів забезпечує вищу безпеку для інвесторів;
- виплата дивідендів здійснюється відповідно до статуту та отриманого прибутку;
- немає потреби в заставі активів, що вивільняє їх для застави під корпоративні облігації або кредит.

Хоча IPO може бути фінансово вигідним для власників бізнесу, успіх не гарантований, і у власників можуть бути навіть недоліки. По-перше, реальний термін окупності вкладених інвестицій може перевищити запланований, а зібрані в результаті IPO кошти можуть бути реінвестовані в бізнес.

По-друге, початкові власники підприємства можуть втратити владу щодо питань управління господарською діяльністю. Щоб уникнути цього, власники, які хочуть зберегти контроль над компанією після IPO, можуть це зробити, випустивши окремі класи акцій, які мають різні вагу голосів. Наприклад, компанія могла б зважити акції IPO (клас А) лише з 1/10 часткою прав голосу

вихідних приватних акцій (класу В). Таким чином, навіть якщо власник може втратити мажоритарне право власності на компанію, він все одно буде здатний контролювати більшість голосів [194].

Розміщення акцій підприємства та боргових інструментів може здійснюватися як на внутрішньому, так і на міжнародному ринку. Перспективними джерелами залучення інвестицій в діяльність не фінансових акціонерних товариств є публічне розміщення акцій (Initial Public Offering) та емісія корпоративних облігацій на іноземному ринку, наприклад, в межах ЄС – єврооблігацій. Обмеження щодо використання зазначених джерел фінансування залежать від нормативно-правового регулювання в кожній окремій країні. Так, в ЄС передбачені єдині вимоги до цінних паперів (акцій, облігацій та деривативів), що перебувають в обігу на території ЄС [27; 62; 232].

Основний недолік корпоративних облігацій як джерела фінансування підприємства полягає у його борговій природі, тобто необхідності повернення залученої суми коштів та відсотків за використання капіталу. Так, Дубина М., Горна Я., Горбан І., Баталова О., Романишин В. та Булавинець О. стверджують, що значний обсяг боргових зобов'язань за корпоративними облігаціями в структурі капіталу підприємства може призвести до дефолту емітента [20; 50; 138].

Наступний недолік, відповідно до тверджень значної кількості науковців, полягає у необхідності сплати фіксованих відсотків за корпоративними облігаціями, які не залежать від результатів господарської діяльності та підлягають обов'язковій виплаті на регулярній основі. Однак, в умовах емісії дисконтних корпоративних облігацій з'являється можливість відтермінування строку погашення зобов'язань, а у випадку корпоративних облігацій з плаваючою відсотковою ставкою – коригування виплат відповідно до зміни їх ринкової ціни.

Ще одним недоліком є необхідність дотримуватися різних правил лістингу, зокрема, зобов'язання надавати інформацію про господарську діяльність підприємства на етапі емісії та регулярно протягом життєвого циклу корпоративної облігації. На основі інформації, яку вимагають інвестори, фінансування корпоративних облігацій передбачає вищі стандарти розкриття інформації та прозорості корпорацій, тобто потребує впровадження високоякісних міжнародних стандартів корпоративного управління [33].

Варто зазначити, що перспективність корпоративних облігацій як фінансового інструменту залежить від бажання інвесторів вкладати кошти саме в дані цінні папери. У даному аспекті варто брати до уваги прийняття рішення інвестором про доцільність фінансування у корпоративні облігації. Відтак, постає необхідність обґрунтування переваг для інвесторів.

По-перше, корпоративні облігації пропонують високий рівень визначеності щодо виплат відсотків. Як зазначає Петренко І., корпоративні облігації пропонують інвесторам відносно безпечні строкові інвестиції та передбачуваний грошовий потік, тобто регулярні виплати доходу протягом усього терміну обігу, разом із поверненням початкового капіталу при погашенні або достроковій реалізації ринкової вартості при продажі на вторинному ринку, якщо рух грошових потоків змінюється [94].

Даного твердження дотримується і Шахова Т., яка зазначає, що корпоративні облігації забезпечують відносно надійну реальну прибутковість, потенційно вищу, ніж банківські депозити, але з більш передбачуваними інвестиційними доходами та захистом капіталу, ніж можна отримати від акцій. Як такі, вони сприяють ефективному інвестуванню заощаджень [150]. Крім того, власники корпоративних облігацій мають перевагу над іншими кредиторами в умовах настання банкрутства підприємства-емітента.

Значну частку розміщених корпоративних облігацій продають на вторинному ринку, що дозволяє інвесторам купувати та продавати ці цінні

папери після їх випуску. Роблячи це, інвестори можуть потенційно виграти від продажу корпоративних облігацій, які подорожчали, або купівлі корпоративних облігацій, ціна на які знизилась.

По-друге, ринок корпоративних облігацій містить інструменти, які відповідають вподобанням різних видів інвесторів. Асортимент, кількість та частота випусків корпоративних облігацій сприяє диверсифікації та адаптації строків погашення, кредитної якості, процентної ставки та валютного ризику, забезпечуючи точну відповідність потребам інвесторів щодо рівня прибутковості та ризиковості. Вони пропонують інвесторам гнучкість умов та термінів здійснення грошових потоків щодо зобов'язань.

По-третє, потенційні інвестори мають доступ до достовірної інформації щодо емітента цінних паперів, на основі якої можна прийняти виважене рішення про купівлю цінних паперів. Відтак, основним джерелом інформації на первинному ринку корпоративних облігацій виступає проспект облігацій, а на вторинному ринку – коливання ціни на облігації емітента відповідно до зміни зовнішніх умов.

По-четверте, корпоративні облігації розширюють доступні види інвестування. Корпоративні облігації сприяють диверсифікації видів інвестицій (облігацій державного сектора, банківських депозитів, акцій). «Диверсифікація кредиторів дозволяє уникнути залежності від одного джерела капіталу, а сплата відсотків за кредитами банку, випущеними облігаціями сприяє податковій економії» [146]. Незважаючи на те, що корпоративні облігації є більш ризикованою інвестицією у порівнянні з державними, муніципальними чи іншими типами, історична прибутковість цього продукту також вища.

По-п'яте, підприємства прагнуть розміщувати корпоративні облігації на національному та іноземних ринках для розширення кола потенційних інвесторів. Відтак, з'являється можливість інвестувати у діяльність іноземних емітентів, умови яких більшою мірою відповідають запитам інвесторів [27].

На наш погляд, підприємство повинно в конкретний момент часу приймати рішення про фінансування власної діяльності за допомогою корпоративних облігацій за умови нижчої вартості даної форми боргу, необхідності залучення такого обсягу капіталу, який перевищує допустимий рівень фінансування з інших джерел та / або за необхідності залучення боргового капіталу на період, що перевищує максимальний термін за умовами фінансових установ.

Отже, по-перше, корпоративні облігації відіграють роль інструмента подолання недоліків банківського кредитування, фінансового лізингу та акцій. По-друге, виступають мотивуючим фактором до переходу на міжнародні стандарти корпоративного управління та фінансової звітності. По-третє, являються джерелом фінансування, що надає доступ до інвесторів з диверсифікованими потребами щодо терміну погашення, наявності забезпечення або гарантій, кредитного рейтингу та вартості капіталу.

Корпоративні облігації дозволяють підприємствам фінансувати конкретні проєкти, а також можуть служити довгостроковою частиною структури капіталу. На характер корпоративних облігацій сильно впливає специфіка бізнесу емітента. Ці відмінності зумовлюють сприйняття ризику інструмента та здатність до сплати своїх зобов'язань перед власниками корпоративним облігацій на комфортних умовах. Отже, економічні перспективи підприємства впливають як на рейтинг їх облігацій, так і на процентну ставку, навіть незважаючи на те, що власники корпоративних облігацій не беруть безпосередньої участі у результатах діяльності компанії-емітента.

Зважаючи на те, що різні види корпоративних облігацій мають свою специфіку, пропонуємо порівняти переваги та недоліки окремих опцій, які можуть бути встановлені рішенням про емісію корпоративних облігацій або проспектом облігацій (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Переваги та недоліки корпоративних облігацій за основними опціями

№	Опції	Рівень дохідності	Основна перевага для емітента	Основний недолік для емітента
1	Відсутність забезпечення	Високий	Можливість емісії облігацій в умовах обмеженості активів	Необхідність сплати значної суми коштів за використання боргового інструменту
2	Право емітента на достроковий викуп облігацій	Високий	Можливість перевипуску облігацій за нижчою відсотковою ставкою	Забезпечення інвестиційної привабливості боргового інструменту потребує збільшення відсоткової ставки
3	Одна база забезпечення (молодші)	Вище середнього	Можливість додаткової емісії на одній базі забезпечення	Вартість використання боргового інструменту перевищує старші забезпечені облігації
4	Дисконт	Вище середнього	Емітент відтермінує погашення вартості позики, вартість якою зменшується з часом через інфляцію	В поточному періоді емітент продає облігації за ціною, яка є нижчою за номінальну вартість
5	Гарантія виплат за облігаціями	Середній	Зменшення відсоткової ставки за використання боргового інструмента	Комісії стягуються за послуги, надані з метою компенсації кредитних та розрахункових ризиків
6	Можливість власника облігацій отримати дострокові виплати	Нижче середнього	Зменшення вартості використання боргового інструменту	Необхідність генерування значних виплат за облігаціями в короткий проміжок часу
7	Можливість конвертувати облігації в акції	Низький	Продаж акцій за ціною, що перевищує поточний рівень	Перспектива зниження контролю над підприємством
8	Інвестиційний рівень облігацій	Низький	Збільшення рівня довіри інвесторів	Необхідність виконання ряду вимог для отримання відповідного рівня

Джерело: складено автором на основі [166; 160; 132; 249; 116; 248; 58; 189; 185]

Рішення про емісію корпоративних облігацій приймається з метою залучення фінансових ресурсів в діяльність підприємства. Стан господарського товариства на момент прийняття такого рішення суттєвим чином впливає на відбір певного виду корпоративних облігацій. Так, за умови обмеженості активів, які можуть послугувати забезпеченням, доцільно прийняти рішення про

емісію звичайних корпоративних облігацій, розміщення яких сприятиме залученню дорогих фінансових ресурсів.

У процесі обігу корпоративних облігацій їх ціна змінюється. Якщо ринкова ціна облігації зростає, то емітент отримує більшу цінність, адже використовує борговий інструмент за порівняно меншу вартість, адже відсоткова ставка є фіксованою. Якщо ринкова ціна зменшується, то більш привабливим є викуп корпоративних облігацій та їх перевипуск за нижчою ціною. Така опція притаманна відзивним корпоративним облігаціям, а її вартість закладається у відсоткову ставку.

Емісія молодших корпоративних облігацій доцільна за умови обігу забезпечених облігацій підприємства та необхідності додаткової емісії. Так, обидва випуски матимуть одну базу забезпечення, але різний пріоритет щодо виплат у випадку банкрутства. Відтак, молодші корпоративні облігації дозволяють залучати більш дешеві фінансові ресурси, порівняно з незабезпеченими. Для інвестора молодші корпоративні облігації пов'язані з більшим ризиком та вищим рівнем доходу, крім того, власники даного виду корпоративних облігацій мають вищий пріоритет щодо погашення боргу ніж акціонери та інші кредитори підприємства.

Опція дисконту являється перспективним елементом для підприємств, які динамічно розвиваються, але в поточному році не мають можливості генерувати постійні грошові потоки. Емітенти з меншою кількістю матеріальних активів, нижчим кредитним рейтингом, більш вираженим перевищенням боргу та / або більшими проблемами з управлінськими агенціями частіше випускають гарантовані корпоративні облігації [166]. Можливість власника корпоративних облігацій отримати дострокові виплати, тобто опція «пут», дозволяє емітентам зменшити відсоткову ставку [160].

Рішення про емісію конвертованих корпоративних облігацій для залучення коштів із зовнішніх джерел регулюється низкою факторів: наявність внутрішньої можливості генерувати кошти відносно загальних потреб у

фінансуванні (цей фактор, своєю чергою, є функцією політики прибутковості та дивідендів підприємства); поточна ринкова ціна акцій компанії, яка визначає вартість фінансування облігацій; вартість альтернативних зовнішніх джерел фінансування (тобто процентних ставок); преференції інвесторів щодо співвідношення ризику та прибутку (підприємства повинні пропонувати боргові цінні папери, які цікавлять якомога більше різних інвесторів); відбір вдалого моменту для публічного розміщення.

Емісія та розміщення даного виду корпоративних облігацій надає підприємству такі переваги у порівнянні з іншими видами облігацій:

1) Приріст прибутків підприємства не позначається на виплатах для власників конвертованих корпоративних облігацій до моменту їх конвертації. Крім того, власники корпоративних облігацій не беруть участь в управлінні акціонерним товариством, адже не мають права голосу.

2) Менший рівень відсоткових ставок за конвертованими корпоративними облігаціями у порівнянні зі звичайними. Чим ціннішою є опція конвертації, тим нижче можна встановити відсоткову ставку за облігаціями. Підприємства з низьким кредитним рейтингом часто випускають конвертовані корпоративні облігації, щоб знизити витрати на залучення зовнішнього фінансування. Попри це, деякі акціонерні товариства з низьким кредитним рейтингом мають суттєвий потенціал до розвитку.

3) Є вигідним фінансовим інструментом в умовах обмеженості капіталу, адже випуск таких корпоративних облігацій дозволяє суттєво зменшити вартість боргового капіталу. Більшість емітентів сподіваються, що якщо ціна їх акцій зросте, облігації будуть перетворені на звичайні акції за ціною, що перевищує поточну загальну ціну акцій. За цією логікою конвертована корпоративна облігація дозволяє емітенту непрямо продавати звичайні акції за ціною, що перевищує поточну ціну. З точки зору покупця, конвертована корпоративна облігація є привабливою, оскільки пропонує можливість отримати потенційно велику віддачу, пов'язану з акціями, але з безпекою.

Основним недоліком, який пов'язаний з опцією конвертації корпоративних облігацій полягає у тому, що конвертація значної кількості облігацій одному інвестору може призвести до втрати контролю первинними власниками над діяльністю підприємства. Цей недолік особливо гостро може постати перед невеликими акціонерними товариствами, які щойно вийшли на ринок.

Розміщення корпоративних облігацій інвестиційного рівня передбачає виконання ряду вимог для отримання відповідної оцінки, що буває недоступною можливістю для невеликих господарських товариств. Більш того, низький рівень ризику відповідає низькій відсотковій ставці, що робить даний фінансовий інструмент менш привабливим для інвесторів.

Схожий недолік стосується застрахованих та гарантованих корпоративних облігацій. Застраховані корпоративні облігації мають другий рівень безпеки, оскільки мають кредитний рейтинг двох окремих організацій, а не лише одної, на яку покладаються щодо забезпечення корпоративних облігацій. Однак цей другий суб'єкт може гарантувати лише стільки забезпечення, скільки дозволяє його власний кредитний рейтинг, тому він не застрахований на 100%. Тим не менш, гарантовані або застраховані корпоративні облігації є менш ризикованими, ніж незастраховані, і, отже, мають нижчу відсоткову ставку.

Виходячи з вищесказаного, корпоративні облігації мають чимало переваг та недоліків, які посилюються чи пригнічуються в залежності від їх виду. Попри це, даний борговий інструмент являється одним із найважливіших елементів в структурі зовнішніх джерел фінансування підприємницької діяльності. Результати дослідження теоретичних підходів до переваг та недоліків корпоративних облігацій як для підприємств, так і для інвесторів дозволяють виділити як спільні переваги суб'єктів майнових відносин, так і діаметрально протилежні (рис. 1.6).



Рис. 1.6. Переваги та недоліки корпоративних облігацій

Джерело: розроблено автором

Відтак, спільні для емітентів та інвесторів переваги пов'язані з диверсифікацією фінансових інструментів та реалізацією різнопланових потреб та уподобань. Діаметральна протилежність полягає в тому, що певні особливості корпоративних облігацій являються одночасно і перевагами для емітентів, і недоліками для інвесторів та навпаки.

Висновки до Розділу 1

У результаті систематизації теоретико-методичних аспектів функціонування корпоративних облігацій було отримано наступні висновки:

1. Аналіз вітчизняних та зарубіжних підходів до розкриття сутності та специфіки корпоративних облігацій дозволив уточнити їх трактування. Запропоновано розуміти під поняттям «корпоративні облігації» боргові цінні папери, емітентом яких є господарське товариство, що розмістило їх на первинному ринку з метою залучення зовнішніх фінансових ресурсів для забезпечення короткострокових та довгострокових потреб суб'єкта господарювання.

2. Систематизовано дослідження сучасних науковців щодо видів корпоративних облігацій і запропоновано класифікувати корпоративні облігації за рівнем забезпеченості (забезпечені, незабезпечені, гарантовані, конвертовані), за ієрархією випуску (старші та молодші), за рівнем оцінки корпоративних облігацій спеціалізованими рейтинговими агентствами (інвестиційного рівня, неінвестиційного рівня, найнижчого рівня), за відсотковою ставкою (з фіксованою відсотковою ставкою, з плаваючою відсотковою ставкою), за організацією виплат основної суми та відсотків (дисконтні, відзивні, до пред'явлення).

3. Встановлено, що роль корпоративних облігацій на фінансовому ринку полягає у диверсифікації джерел фінансування та напрямів інвестування, знижує залежність економіки від потрясінь банківського сектора, дозволяє мінімізувати валютні ризики та сприяє об'єднанню пулу міжнародних інвестицій. Корпоративні облігації знаходяться в обігу на ринку корпоративних облігацій, частина якого належить до грошового ринку (щодо короткострокових корпоративних облігацій) та ринку капіталу (щодо середньо- та довгострокових корпоративних облігацій).

4. Дослідження нормативно-правової бази щодо емісії та обігу корпоративних облігацій в країнах Східної Європи дозволив встановити, що в Україні простіша та дешевша процедура емісії, але відсутній дієвий механізм захисту інтересів інвесторів. Проаналізований досвід Польща, Болгарії,

Угорщини, Хорватії, Чехії, Словаччини, Словенії та Румунії дозволяє підсумувати, що в Україні доцільно імплементувати вимоги до проспекту емісії ЄС, а також впровадити процедуру затвердження відповідності проспекту емісії корпоративних облігацій зазначеним нормам. Ще одним важливим рішенням є підвищення штрафу за надання неправдивих або неповних даних як в проспекті емісії, так і щорічній фінансовій звітності. Це дозволить дисциплінувати учасників процесу емісії корпоративних облігацій, а також підвищити довіру інвесторів до українських корпоративних облігацій.

5. На основі компаративного аналізу переваг та недоліків корпоративних облігацій, фінансового лізингу, банківських кредитів, публічного розміщення акцій як джерел фінансування діяльності підприємств було встановлено, що основні недоліки корпоративних облігацій пов'язані зі збільшенням боргового навантаження на підприємство, необхідністю на регулярній основі оприлюднювати інформацію про фінансові результати діяльності, а також стан корпоративного управління. Основними перевагами корпоративних облігацій у порівнянні з фінансовим лізингом є нижча ціна за використання, відсутність обов'язкового страхування, відсутність пені за прострочення платежу, у порівнянні з банківським кредитуванням – нижча процентна ставка, відсутність операційних обмежень, можливість використання на будь-які цілі підприємства, у порівнянні з ІРО – збереження права управління підприємством. Обґрунтовано, що підприємство повинно в конкретний момент часу приймати рішення про фінансування власної діяльності за допомогою корпоративних облігацій за умови нижчої вартості даної форми боргу, необхідності залучення такого обсягу капіталу, який перевищує допустимий рівень фінансування з інших джерел та / або за необхідності залучення боргового капіталу на період, що перевищує максимальний термін за умовами фінансових установ. Встановлено, що роль корпоративних облігацій для підприємства полягає у подоланні недоліків банківського кредитування, фінансового лізингу та акцій,

мотивуванні до переходу на міжнародні стандарти корпоративного управління та фінансової звітності, наданні доступу до інвесторів з диверсифікованими потребами щодо терміну погашення, наявності забезпечення або гарантій, кредитного рейтингу та вартості капіталу.

6. У результаті співставлення різних опцій, які можуть бути закладені в проспект облігацій, було виявлено переваги та недоліки різних видів корпоративних облігацій для емітента, а саме: за відсутності забезпечення – можливість емісії облігацій в умовах обмеженості активів, але висока вартість боргового капіталу; за наявності права емітента на достроковий викуп облігацій – можливість перевипуску облігацій за нижчою відсотковою ставкою, але необхідність закладення у проспект емісії вищої відсоткової ставки; при використанні одної бази забезпечення – можливість додаткової емісії за нижчою ставкою ніж без забезпечення, але вищою, ніж у старших корпоративних облігацій; за умови дисконту – відтермінування погашення вартості боргового капіталу, але продаж за ціною, що нижче ринкової; за наявності гарантії виплат – зниження відсоткової ставки, але необхідність сплати комісії; за наявності права власника облігацій на отримання дострокових виплат – зменшення вартості боргового капіталу, але необхідність генерування значних виплат за облігаціями в короткий проміжок часу; за можливості до конвертації в акції – продаж акцій за ціною, що перевищує поточний рівень, але зниження рівня контролю над підприємством; за наявності інвестиційного рівня – збільшення довіри інвесторів, але необхідність виконання ряду вимог для отримання відповідного рівня.

7. У результаті дослідження позицій різних науковців до переваг та недоліків корпоративних облігацій як для підприємств, так і для інвесторів виділено спільні переваги суб'єктів майнових відносин (альтернатива банківському сектору, врахування диверсифікованих потреб широкого кола підприємств та інвесторів, міжнародна взаємодія) та діаметрально протилежні

(зміна цінності облігацій в залежності від коливання ринкової ціни, недоступність права участі власників в управлінні підприємством, режим оподаткування, пріоритетність виплати зобов'язань перед власниками акцій, публічність інформації про господарську діяльність емітента, відсутність зв'язку між рівнем прибутків емітента та виплатами власникам облігацій).

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора [29; 30; 32; 33; 34; 36].

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ У СХІДНОЄВРОПЕЙСЬКИХ КРАЇНАХ

2.1. Сучасний стан ринку корпоративних облігацій у східноєвропейських країнах

Облігації являються перспективним інструментом фінансування діяльності корпорацій, який, як стверджують сучасні зарубіжні науковці, набуває більшого значення, ніж банківське кредитування. Збільшення використання корпоративних облігацій було підтримано регуляторними ініціативами у багатьох економіках, спрямованими на стимулювання використання корпоративних облігацій як життєздатного джерела довгострокового фінансування нефінансових компаній та привабливого класу активів для інвесторів. Збільшення використання облігацій також узгоджується з цілями експансивної монетарної політики та пов'язаними з цим нетрадиційними заходами великих центральних банків у формі кількісного пом'якшення [165].

Зважаючи на те, що в рамках даного дослідження особливий акцент приділено питанню залучення фінансових ресурсів в діяльність підприємств на основі емісії корпоративних облігацій, доцільно проаналізувати показники балансу корпорацій країн Східної Європи, а саме обсяг корпоративних облігацій та кредитних ресурсів в пасиві балансу, а також відповідні фінансові операції (трансакції). Відтак, пропонуємо провести порівняльний аналіз залучення коштів на основі цих двох джерел в діяльність корпоративного сектора протягом 2014–2020 років у таких країнах Східної Європи, як: Болгарія, Польща, Румунія, Словаччина, Словенія, Угорщина, Україна, Хорватія та Чехія.

Порівняльним показником для аналізу обрано обсяги кредитування корпоративного сектора, адже, як зазначалося у першому розділі, корпоративні облігації виступають тим фінансовим інструментом, який витісняє банківські кредити в силу своєї прогресивності та ефективності. Порівняння боргового навантаження на підприємства від корпоративних облігацій та кредитів у 2020 році по відношенню до 2014 року наведено на рис. 2.1.

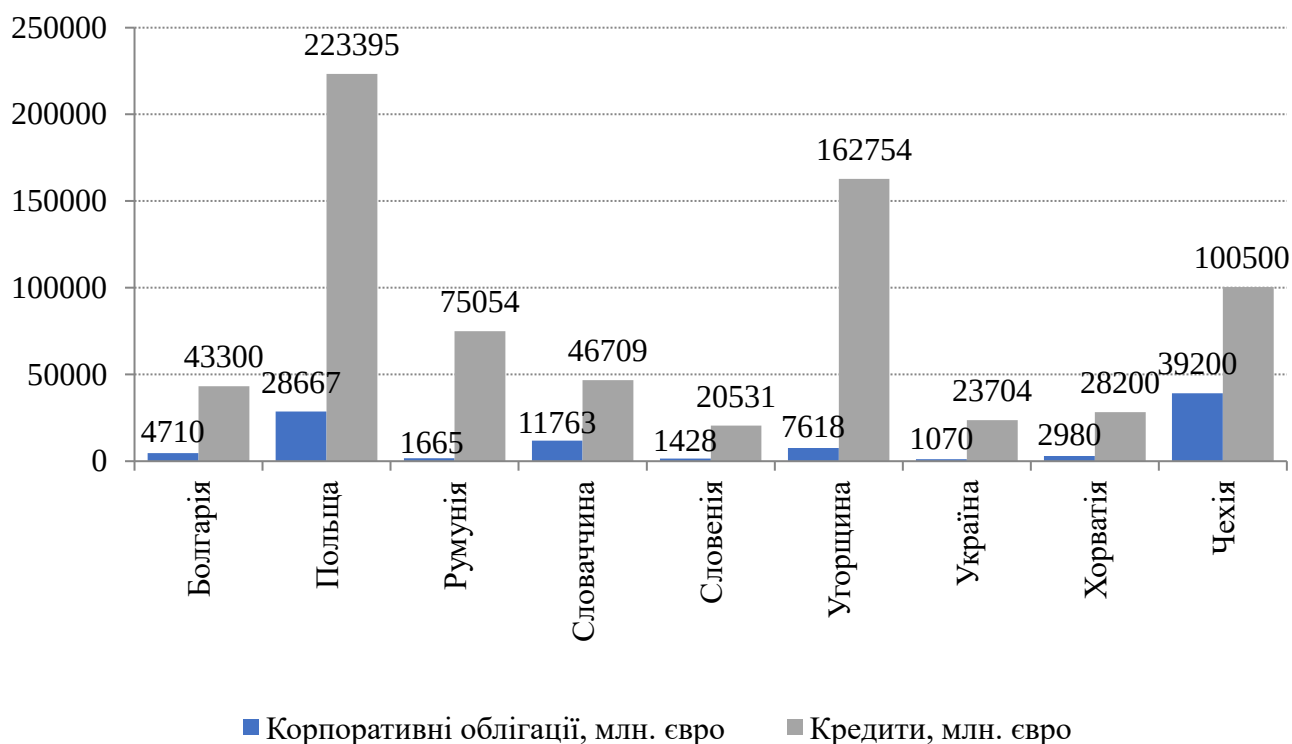


Рис. 2.1. Облігації та кредитні ресурси на балансі корпорацій країн Східної Європи, 2020 р.

Джерело: в пасиві балансу [14; 140]

У 2020 р. загальний обсяг фінансування підприємств у шести із дев'яти досліджуваних країн зріс. Винятком є Україна (темп зростання становив 54,5%), Словенія (темп зростання – 70,7%) та Хорватія (темп зростання – 81,64%). При цьому у Болгарії, Польщі, Румунії, Хорватії та Чехії частка корпоративних облігацій зросла у середньому на 4,46% за останні сім років, а у Словаччині, Словенії, Угорщині та Україні – зменшилась у середньому на 1,49%.

Проаналізуємо динаміку зміни боргового фінансування підприємств в

країнах Східної Європи протягом 2014–2020 рр. у розрізі кредитів та корпоративних облігацій, у тому числі коротко- та довгострокових.

Протягом 2014–2020 років обсяг боргу підприємств Болгарії за облігаціями зростав щороку в середньому на 31,26%, а за кредитами зменшувався на 1%. Якщо розглядати показники у розрізі фінансових та нефінансових корпорацій, то на перших в середньому припадало 15,8% боргу від облігацій (0,6% ВВП) та 8,5% від кредитного боргу (7,3%), а на нефінансові – 84,2% від облігацій (3% ВВП) та 91,5% від кредитування (77,9% ВВП).

Середньорічний темп приросту боргу фінансових корпорацій Болгарії за облігаціями протягом досліджуваного періоду становить 6,5%, а з них: 6,4% щороку для довгострокових корпоративних облігацій та 25,7% для короткострокових корпоративних облігацій. При цьому темп зменшення кредитного боргу становить 5,3% щороку: щорічне зменшення боргу за довгостроковими кредитами на 6,2% та щорічне збільшення боргу за короткостроковими кредитами на 10,2%.

У межах нефінансових корпорацій Болгарії темп зростання боргу за облігаціями протягом 2014–2019 років становив 4,3%: за довгостроковими облігаціями – зростання на 4,4%, а за короткостроковими – зменшення на 29,6%. Обсяг боргу за банківським кредитуванням зменшувався на 0,7% щороку: за довгостроковими кредитами – зменшення на 1,4%, за короткостроковими – зростання на 2,5% (Додаток Г).

Розвиток ринку корпоративних облігацій Болгарії є досить повільним з моменту приєднання до ЄС. Варто зазначити, що до приєднання (до 2007 року) в країні було реалізовано реформи щодо забезпечення відповідності нормам ЄС щодо стану ринку корпоративних облігацій. Однак, Світова фінансова криза 2008 року суттєвим чином позначилася на всьому фінансовому ринку, наслідки якої досі стримують розвиток ринку корпоративних облігацій в Болгарії [196].

Протягом 2014-2020 років обсяг боргу підприємств Польщі за облігаціями

та кредитами зростав з однаковим темпом (на 3% щороку): у фінансових корпораціях – обсяг боргу за облігаціями зростав на 32,06%, а за кредитами зменшувався на 3,29% щороку; у нефінансових корпорацій – обсяг боргу за облігаціями зменшувався на 5,82%, а за кредитами – зростав на 4,34% щороку. При цьому на довгострокове фінансування припадала більша частка боргу як фінансових, так і нефінансових корпорацій (в середньому 85,45% за облігаціями та 84,1% за кредитами) (Додаток Г).

Польський ринок корпоративних облігацій не має тривалої історії існування, проте він характеризується стабільним річним зростанням. Ріст ринку пов'язаний із зростанням його ліквідності і визначається значною кількістю суб'єктів попиту та пропозиції даних боргових інструментів. Вступ до Європейського Союзу був важливим кроком для підвищення довіри до польського злотого, пришвидшення розвитку ринку корпоративних облігацій та розширення можливостей отримання іноземного капіталу [203].

Протягом досліджуваного періоду обсяг боргу корпорацій Румунії за облігаціями зростав на 28,58% щороку, а за банківськими кредитами – на 0,9%. Фінансові корпорації, на які припадає більша частка боргу за облігаціями (в середньому 82,4%) щороку залучали на 12,5% більше фінансування за допомогою розміщення облігацій, ніж в попередньому році. При цьому обсяги кредитних ресурсів перевищували облігації у середньому в 10,3 рази. У структурі боргу фінансових корпорацій переважали довгострокові фінансові інструменти (98,3% обсягу облігацій та 83,4% кредитування). Темп зростання боргу нефінансових корпорацій за облігацій протягом 2014–2019 років становив 98,7% (у 2020 році борг зріс на 23%), а темп зростання банківського кредитування – 101,2% (Додаток Г).

Румунський ринок корпоративних облігацій являється недостатньо розвиненим, зважаючи на незначні обсяги емісії на первинному ринку та на низьку ліквідність на вторинному ринку. Проблеми функціонування та розвитку

ринку пов'язані з нестабільністю законодавчої бази, зниженням прибутковості економіки, високими відсотковими ставками та зростанням інфляції.

Протягом 2014–2020 років обсяг боргу корпорацій Словаччини за облігаціями зростав на 5,6% щороку, а за банківськими кредитами – на 6%. Фінансові корпорації, на які припадає половина боргу за облігаціями, збільшували обсяг фінансових ресурсів за допомогою розміщення облігацій на 23,4%, а за допомогою кредитних ресурсів – на 21,4%. У структурі боргу фінансових корпорацій переважали довгострокові фінансові інструменти (96,5% обсягу облігацій та 70,1% кредитування). Темп приросту боргу нефінансових корпорацій за облігаціями становив 0,2%, а банківського кредитування – 5,3% (Додаток Г).

Отже, великі компанії почали розглядати можливість використання ринку капіталу як джерела фінансування. Отже, що якщо мова йде про вузьке коло, де інвестори відповідно знають один одного, їх готовність інвестувати в ці цінні папери набагато вища. Однак, проблема є більш складною, і її частково можна пояснити негативним історичним досвідом дрібних інвесторів щодо словацького ринку корпоративних облігацій, низькою інвестиційною грамотністю населення та слабкою поінформованістю про інвестиційні можливості, а також відносно високими платами, пов'язаними з інвестуванням [212]. Проте, ці причини є більшою перешкодою з боку окремих інвесторів, ніж з боку компаній.

Протягом 2014–2020 років темп зменшення обсягу боргу підприємств Словенії за облігаціями становив 4,4%, а за кредитами – 5,5%. При цьому в розрізі як фінансових, так і нефінансових корпорацій основна частка боргу припадала на довгострокові фінансові інструменти. У сфері фінансових корпорацій зосереджено в середньому 33,4% боргу за облігаціями із середньорічним темпом зростання в 9% та 9,4% боргу за кредитними ресурсами із середньорічним темпом зменшення в 16,1%. Темп зменшення фінансових ресурсів від емісії облігацій у сфері нефінансових корпорацій протягом 2014–2020 років становив 6,7%, а від кредитування – 4,4% (Додаток Г).

Незважаючи на зусилля Словенії щодо приведення правової інфраструктури ринку цінних паперів у відповідність до директив ЄС, за стандартами ОЕСР ринки капіталу в Словенії недостатньо розвинені. Ринок корпоративних облігацій надзвичайно обмежений як за глибиною, так і за ліквідністю, і, як наслідок, має вузьку інвестиційну направленість (переважно на національних інвесторів) [235].

Протягом 2014–2020 років обсяг боргу за облігаціями корпорацій Угорщини зростав на 7,5% щороку, а за кредитами – на 9,9%. У фінансовому секторі було зосереджено 60,8% фінансових ресурсів залучених від продажу облігацій (з них 99,3% від довгострокових облігацій) та 32,8% від банківського кредитування (з них 97,5% від довгострокового кредитування). Нефінансові корпорації також переважно залучали фінансові ресурси за допомогою довгострокових інструментів: 99,7% облігацій та 80,2% кредитів (Додаток Г).

У 2019 році для забезпечення розвитку ринку корпоративних облігацій, а також диверсифікації фінансування компаній та посилення конкуренції з банківським фінансуванням Національний банк Угорщини оголосив програму придбання корпоративних облігацій на суму 1,05 млрд доларів США. Схема фінансування облігацій передбачає придбання облігацій, випущених вітчизняними нефінансовими корпорації з рейтингом «принаймні В +» [193]. Однак, наразі не спостерігається суттєвої ефективності зазначеної схеми. Крім того, обмеження щодо кредитного рейтингу вказують на те, що впроваджена схема виявиться недоступною для малого та середнього підприємництва.

Протягом досліджуваного періоду обсяг боргу за облігаціями корпорацій Хорватії зростав щороку в середньому на 9,5%, а за кредитами – зменшувався на 4%. У фінансових корпораціях було зосереджено в середньому 6,1% ресурсів від продажу облігацій із середньорічним приростом в 4,2% та 11,2% від кредитування корпоративного сектора із середньорічним зменшенням в 5,1%. Середньорічний темп зростання обсягу проданих облігацій нефінансових

корпорацій становив 12,4%, а обсягу кредитування зменшувався в середньому на 2,5% щороку. Як у сфері фінансових, так і нефінансових корпорацій переважали довгострокові фінансові інструменти, частка яких перевищувала 86% (Додаток Г).

Заборгованість корпоративного сектору в Хорватії сильно зросла у роки, що передували світовій фінансовій кризі, за підтримки низького рівня сприйняття ризиків, великих надходжень капіталу та буму в секторі будівництва та нерухомості. На відміну від майже всіх країн Східної Європи, корпоративний сектор Хорватії не зменшувався з початку кризи. Насправді більшість «старих» членів ЄС стикаються із значно вищими рівнями боргового важеля. Отже, здатність підприємств фінансувати борг слід оцінювати, беручи до уваги їх прибутковість та вартість боргу. Середня прибутковість хорватських підприємств мала сильне зниження після початку кризи, після чого залишилася приблизно на рівні 2%. Це майже на третину нижче рівня прибутковості, зафіксованого до кризи [213].

Описані показники свідчать про те, що велика заборгованість хорватських підприємств стала великим тягарем для їх діяльності. Європейська комісія [170] та Міжнародний валютний фонд [210] у своїх доповідях наголошують на корпоративній заборгованості як на одній з основних перешкод для відновлення інвестицій і, отже, економічного зростання в Хорватії.

Протягом 2014–2020 років середньорічний темп приросту обсяг боргу за облігаціями корпорацій Чехії становив 14,9%, а за кредитами – 4,7%. У фінансових корпораціях – обсяг боргу за облігаціями зростав на 41% щороку, а за кредитами – на 18,6% щороку. У нефінансових корпорацій обсяг боргу за облігаціями зростав на 2,1%, а за кредитами – на 6,8% щороку. Фінансові та нефінансові корпорації порівну залучали кошти від продажу облігацій, але на других припадала більша частка банківського кредитування (Додаток Г).

Первинний ринок корпоративних облігацій Чехії мав найвищі темпи

зростання серед країн Східної Європи за досліджуваний період, що пов'язано з діяльністю Чеської комісії з цінних паперів щодо підтримки його розвитку, а також щодо зміцнення довіри інвесторів та емітентів [209].

Обсяг фінансування українських підприємств протягом 2014–2020 років наближений до Словенії та Хорватії. При цьому середньорічний приріст фінансування підприємств на основі емісії корпоративних облігацій збільшується у середньому на 31,8% щороку, а на основі банківського кредитування – зменшується на 1,4%.

Порівняння ринків корпоративних облігацій країн Східної Європи дозволив встановити, що наразі за розміром найбільшим є ринок Чехії, на другому місці – Польщі, на третьому – Словаччини, на четвертому місці – Угорщини, на п'ятому – Болгарії, на шостому – Хорватії, на сьомому – Румунії, на восьмому – Словенії, на восьмому – Україні.

Визначення тенденцій залучення фінансових ресурсів в діяльність корпорацій досліджуваних країн потребує проведення аналізу фінансових операцій за облігаціями та кредитами в динаміці. З цією метою обрано період з 2014 року до другого півріччя 2020 року (Додаток Д).

У Болгарії, Румунії та Хорватії протягом досліджуваного періоду відстежується обернено пропорційна динаміка між виплатами за кредитами та виплатами за облігаційним боргом. Відтак, в періоди накопичення фінансових ресурсів за продаж корпоративних облігацій відзначається переважні виплати за банківськими кредитами корпорацій, і навпаки.

У Польщі, Словаччині та Чехії 2014–2020 роки є періодом активного залучення фінансових ресурсів як за допомогою продажу облігацій, так і за допомогою банківського кредитування, адже різниця між залученими коштами та витратами на виплату боргу є позитивною протягом всього періоду. Винятком являються: для Польщі – 2018 рік, в якому корпорації здійснювали більше фінансових операцій щодо виплати відсотків за облігаціями, ніж щодо

продажу облігацій; для Словаччини – 2014 рік з переважними фінансовими операціями щодо погашення боргу за кредитами та 2020 рік – щодо корпоративних облігацій; для Чехії – 2015 рік з переважними фінансовими операціями щодо погашення боргу за кредитами та 2020 рік – щодо корпоративних облігацій.

В Угорщині та Словенії періоди накопичення і виплат за досліджуваними борговими інструментами збігаються. Варто зазначити, що в Угорщині трансакції щодо залучення фінансових ресурсів перевищують трансакції щодо виплати відсотків з 2017 року, а в Словенії – з 2020 року.

Важливо зазначити, що обіг корпоративних облігацій у 2020 році був ускладнений потрясінням у результаті пандемії коронавірусу. У даному питанні важливими є результати дослідження Каргар М., Лестер Б., Ліндсей Д., Лю Ш., Вайль П.-О. та Зуніга Д., Поліщук Є., Корнилюк А., Лопашук І. та Пінчук А. щодо ринку корпоративних облігацій. Дилери на ринку корпоративних облігацій можуть торгувати між клієнтами двома способами. По-перше, вони можуть придбати облігацію у клієнта, використовуючи власний капітал, і зберігати її на своєму балансі як запас до моменту здійснення продажу. Це так звана «основна» торгівля. Крім того, дилери можуть просто виступати в ролі посередників, шукаючи клієнта для придбання облігацій безпосередньо у клієнта, який хоче її продати. Це називається безризиковою торгівлею принципалом чи «агентством». У періоди інтенсивного тиску продажів, як у середині березня, підтримка ліквідності на ринку, як правило, вимагає від дилерів «схилятися проти вітру» та накопичувати запаси на своїх балансах; тобто від дилерів вимагається участь в основних операціях на відміну від агентських [190; 251].

У міру того, як протягом перших тижнів березня 2020 року зростала невизначеність, пов'язана із зниженням рейтингу, потенційними дефолтами та вилучення коштів з фондів корпоративних облігацій, дилери не бажали формувати запаси на своїх балансах. В результаті дилери намагалися

перекласти певну діяльність з основної на агентську торгівлю, а також вимагали значно вищу ціну за посередницьку діяльність. Після втручання регуляторів ринку цінних паперів умови ліквідності покращились, хоча і не до тих рівнів, які спостерігались до потрясінь, спричинених COVID-19.

Реакції політики Єврозони на кризу були вирішальними як на національному, так і на наднаціональному рівнях. Це сприяло швидкому подоланню фрагментації фінансового ринку. Оперативні грошово-кредитні заходи та наглядові дії ЄЦБ забезпечили першу лінію захисту, щоб пом'якшити дезінфляційний шок та протидіяти негативному впливу фінансової фрагментації на ефективність грошово-кредитної політики. Ці відповіді прийняли форму додаткових закупівель активів за допомогою «Програми придбання активів» (APP) та «Програми надзвичайних закупівель в умовах пандемії» (PEPP), «Програм банківського кредитування на надзвичайно сприятливих умовах» (цільові операції з довгострокового рефінансування), наглядових заходів та скоординованої програми забезпечення ліквідності. Національні фіскальні служби також негайно відреагували по всій ЄС, навіть у країнах з обмеженими фінансовими можливостями. Крім того, визнаючи важливість централізованого реагування, протягом кризи європейські політики встановили різноманітні загальноєвропейські заходи підтримки: тимчасова схема SURE (Підтримка для пом'якшення ризиків безробіття в надзвичайних ситуаціях), схема гарантування позик Європейським інвестиційним банком (ЄІБ), нова кредитна лінія від Європейського механізму стабільності (ЄСМ), фонд ЄС наступного покоління для посилення фінансової бази на 2021–2027 роки. Ця політика, разом із високим рівнем фінансової інтеграції, досягнутим завдяки інституційним реформам за останні десять років, допомогли зменшити значну частину початкової різкої фрагментації фінансових ринків. Станом на середину вересня фінансова інтеграція загалом повернулася до рівня докризового. Однак, утримання допандемічного стану фінансових ринків наразі повністю залежить від політичної підтримки [184].

Окрему увагу варто приділити аналізу дефолтів в досліджуємих країнах (рис. 2.2). Дефолт емітента облігацій настає в разі невиконання або неналежного виконання грошових зобов'язань за облігаціями у строки, визначені у проспекті емісії або через порушення щодо емітента провадження у справі про банкрутство або призначення тимчасового адміністратора чи ліквідатора. Згідно з наявними даними, дефолт корпоративних облігацій за проаналізований період був пов'язаний з двома основними чинниками: повним чи частковим банкрутством емітента та реструктуризацією зобов'язань за облігаціями. Інші фактори, такі як відкликання ліцензії центральними банками чи неможливість проведення операцій за іншими причинами, за результатами аналізу, були пов'язані з макроекономічними та політичними чинниками, що мали місце в окремих країнах.

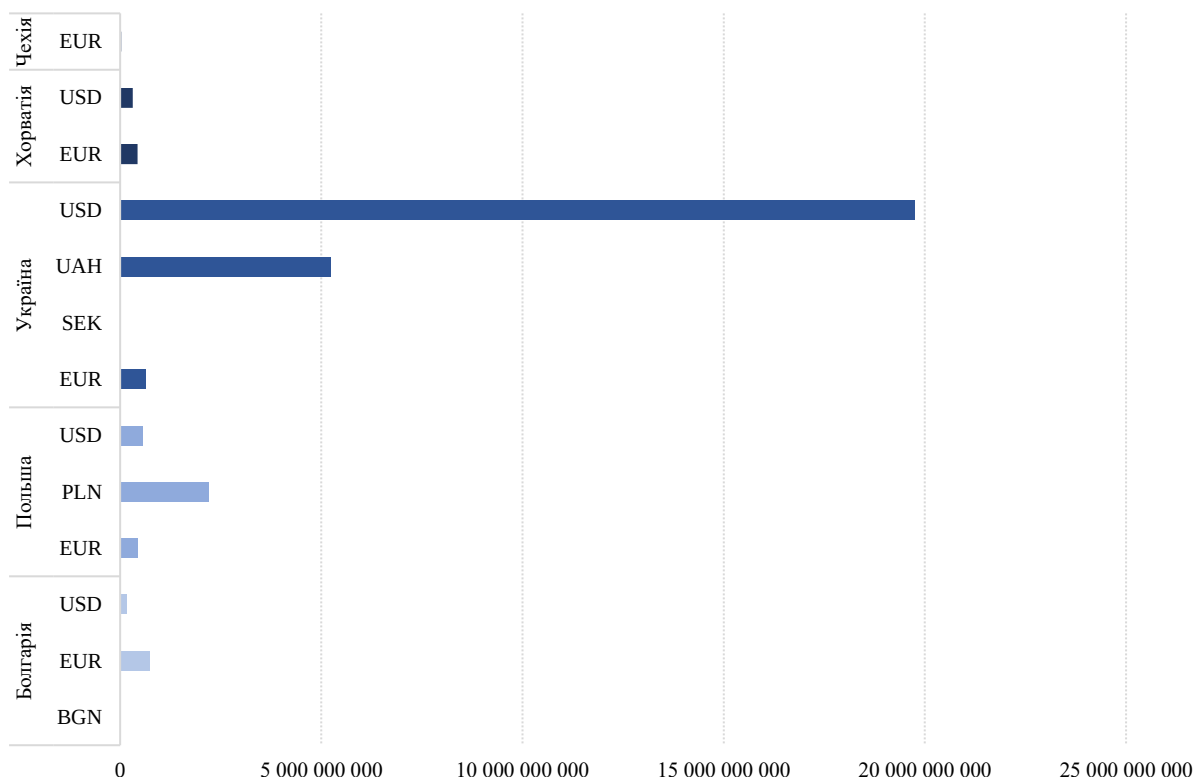


Рис. 2.2. Обсяг невиконаних зобов'язань – дефолтів за період 2007-2014 рр.

Джерело: розроблено автором на основі [89]

Дослідження (рис. 2.2) виявило, що за період з 2007 до 2014 року в Польщі було зафіксовано 100 випадків дефолту за причиною банкрутства емітента, за цим показником Польща є найбільшою серед держав Східної та Центральної Європи. Частка Хорватії, Чехії та України, в яких було зафіксовано дефолти за єврооблігаціями внаслідок банкрутства емітентів, складає менше двадцяти відсотків. Проте, високий показник дефолтів на польському ринку внаслідок банкрутства емітентів, на думку автора, демонструє не лише більший ризик для інвесторів, але й сукупний розвиток ринку корпоративних облігацій в Польщі, де цей інструмент є значно більш поширеним, ніж в інших країнах регіону.

У порівнянні з польським ринком єврооблігацій, для українського ринку є характерним дефолт внаслідок саме реструктуризації зобов'язань емітентів корпоративних облігацій. За період 2007-2014 рр. Україна є абсолютним лідером за даним специфічним показником серед країн регіону, сукупний обсяг невиконаних зобов'язань на українському ринку корпоративних облігацій склав понад 21,8 млрд дол. США. Дефолт внаслідок реструктуризації історично став популярним інструментом на українському ринку. Варто згадати в даному контексті реструктуризацію власних облігацій компанією Нафтогаз Україна, процес, який тривав стабільно протягом 2005-2009 років.

Підбиваючи підсумки, варто зазначити, що сукупний обсяг невиконаних зобов'язань через дефолт емітентів за період 2015-2020 років склав більше 30 млрд дол. США, в порівнянні з 29 млрд дол. США за період 2007-2014 років. На нашу думку, таке несуттєве зростання обсягу невиконаних зобов'язань через дефолт на ринку єврооблігацій у порівнянні з темпами розвитку ринку єврооблігацій в цілому свідчить про позитивний тренд на ринку єврооблігацій в країнах Східної та Центральної Європи. З подальшим зменшенням частки дефолтів на ринку кількість інвесторів поступово зростатиме, що стане додатковим фактором розвитку місцевих економік.

Завершальним кроком в процесі аналізу стану ринку корпоративних

облігацій в країнах ЄС вважаємо проведення їх ранжування за інвестиційною привабливістю. Так, Обравит В. пропонує здійснювати ранжування на основі «обсягу виконаних біржових або позабіржових контрактів» [87], Тельнова Г., Кужелєв М., Крупка І., Колодізєв О. та Бойко Н. – за допомогою «інструмент кластерного аналізу методом Уорда та Евклідової відстані за показниками присутності інвестицій в економіках країн і рівнем їх потоку» [133].

Крім того, важливе значення у процесі прийняття рішення про здійснення інвестицій мають рейтинги S&P, Moody's, Fitch (табл. 2.1).

Методика ранжування S&P ґрунтується на аналізі країнного ризику, галузевого ризику та конкурентної позиції [168]. Рейтинги Moody's спрямовані на визначення майбутньої відносної кредитоспроможності на основі фундаментального кредитного аналізу, що включає оцінку вартості франшизи, аналіз фінансової звітності та якості управління. Процес стосується цілого ряду правдоподібних економічних сценаріїв, деякі з яких включають кредитний стрес сценарій [244].

Оцінювання за методикою Fitch враховує також стан стратегії управління, специфіку бізнес-профілю та фінансового профілю [160].

Таблиця 2.1

Кредитні рейтинги країн Східної Європи

	S&P Long-term Issuer Rating (Foreign)	S&P Long-term Issuer Rating (Domestic)	Moody's Long-term Issuer Rating (Foreign)	Moody's Long-term Issuer Rating (Domestic)	Fitch Long-term Issuer Default Rating (Foreign)	Fitch Long-term Issuer Default Rating (Domestic)	Government EUR 10Y Yield Станом на 18 Червня 2021, %
Чехія	AA-	AA-	Aa3	Aa3	AA-	AA-	1,72
Словаччина	A+	A+	A2	A2	A	A	0,01
Угорщина	BBB	BBB	Baa3	Baa3	BBB	BBB	2,91
Польща	A-	A	A2	A2	A-	A-	1,76
Румунія	BBB-	BBB-	Baa3	Baa3	BBB-	BBB-	3,41
Хорватія	BBB-	BBB-	Ba2	Ba2	BBB-	BBB-	0,59
Словенія	AA-	AA-	Baa1	Baa1	A	A	0,15
Болгарія	BBB	BBB	Baa2	Baa2	BBB	BBB	0,22
Україна	B	B	Caa1	Caa1	B	B	-

Джерело: розроблено автором за допомогою програмного забезпечення Reuters

Пропонуємо власну методику ранжування ринків корпоративних облігацій, в основі якої використаємо результати проведеного порівняння між динамікою використання банківського кредитування та емісії облігацій для забезпечення фінансовими ресурсами корпоративного сектора економіки країни. Відтак, розрахуємо відношення обсягу корпоративних облігацій в пасиві балансу корпорацій країни до обсягу банківського кредитування. Також вважаємо за доцільне використання середньої динаміки отриманого показника у розрізі семи років, адже це дозволить врахувати загальну тенденцію розвитку ринку країни. Результати розрахунків наведено в табл. 2.2.

Таблиця 2.2

Ранжування ринків корпоративних облігацій країн Східної Європи

	Відношення обсягу корпоративних облігацій до обсягу банківського кредитування, %							ср. знач.	Ранг
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020		
Болгарія	3,2	3,5	5,3	5,2	4,2	4,2	10,9	5,2	IV
Польща	12,4	12,3	12,7	13,9	12,1	12,2	12,8	12,6	II
Румунія	1,0	1,3	0,8	1,0	0,6	1,1	2,2	1,1	V
Словаччина	27,2	26,7	23,6	26,0	26,0	31,5	25,2	26,6	I
Словенія	7,1	7,2	5,6	5,5	5,0	5,4	7,0	6,1	III
Угорщина	5,7	5,1	4,3	3,7	3,6	5,3	4,7	4,6	IV
Україна	3,6	1,4	0,7	1	1,8	1,5	4,5	2,1	V
Хорватія	5,7	6,5	7,1	5,5	5,6	9,7	10,6	7,2	III
Чехія	22,1	26,8	28,4	30,2	29,7	32,8	39,0	29,9	I

Джерело: розраховано автором на основі [14; 140]

У результаті ранжування було виділено 5 рангів:

I ранг (Чехія і Словаччина) – фінансування діяльності корпорацій країни за допомогою емісії облігацій становить 26,6–29,9% від обсягу банківського кредитування;

II ранг (Польща) – фінансування діяльності корпорацій країни за допомогою емісії облігацій становить 12,6% від обсягу банківського кредитування;

III ранг (Словенія і Хорватія) – фінансування діяльності корпорацій країни за допомогою емісії облігацій становить 6,1–7,2% від обсягу банківського кредитування;

IV ранг (Болгарія та Угорщина) – фінансування діяльності корпорацій країни за допомогою емісії облігацій становить 4,6–5,2% від обсягу банківського кредитування;

V ранг (Румунія та Україна) – фінансування діяльності корпорацій країни за допомогою емісії облігацій становить 1,1–2,1% від обсягу банківського кредитування.

Запропонована методика має такі переваги:

- результати обчислень наближені до рейтингів S&P, Moody's, Fitch;
- простота розрахунків – для отримання результатів достатньо даних консолідованого балансу.

Цей показник є загальним індикатором розвиненості ринку корпоративних облігацій у порівнянні з ринком банківського кредитування. Крім того, збільшення рангу свідчить на збільшення рівня зацікавленості інвесторів щодо даного фінансового інструмента. Для емітента дана інформація дозволяє визначити доцільність емісії корпоративних облігацій на тому чи іншому ринку або залучення фінансових ресурсів на основі банківського кредитування. Отже, чим більшим є ранг, тим більші шанси має підприємство на залучення боргового капіталу на основі емісії корпоративних облігацій.

Виходячи з вищесказаного, особливості розвитку східноєвропейського ринку корпоративних облігацій протягом досліджуваного періоду полягають у наступному:

1. Посилене зростання запозичень корпоративних облігацій. Як реакція на послідовне підвищення процентних ставок, оголошення про менш пристосовану грошово-кредитну політику та побоювання уповільнення темпів зростання, випуск корпоративних облігацій значно зменшився протягом другої половини

2018 року. Однак, коли на початку 2019 року великі центральні банки оголосили, що готові повторно запровадити або скоригувати свою політику розміщення, випуск корпоративних облігацій відновився. У 2020 році попри повне припинення діяльності щодо торгівлі корпоративними облігаціями у першому кварталі майже у всіх досліджуваних країнах спостерігалось збільшення обсягу емісії та торгівлі у порівнянні з 2019 роком.

2. Тривале зниження загальної якості облігацій. Щороку, починаючи з 2010 року, близько 20% від загальної суми всіх випусків облігацій були неінвестиційними, а у 2019 році ця частка досягла 25%. Це найдовший період з 1980 року, коли частка випуску неінвестиційних облігацій залишалася такою високою, що вказує на те, що ставки дефолту в майбутньому спаді, ймовірно, будуть вищими, ніж у попередніх кредитних циклах. Що важливо, у 2019 році частка облігацій з рейтингом BBB (найнижчої якості облігацій, що мають статус інвестиційного класу) становила 51% від усіх випусків інвестиційного класу. Однак, на фоні кризи у 2020 році відбулося стрімке збільшення обсягу випусків корпоративних облігацій інвестиційного класу.

3. Більший термін погашення та підвищена чутливість до ціни. За останні шість років середній термін погашення облігацій інвестиційного класу на дату випуску становив 12,6 року порівняно з 9,4 року на початку 2000-х років. У 2020 році середній термін погашення облігацій інвестиційного класу становив близько 13 років. Оскільки більш тривалий термін погашення пов'язаний з вищою ціновою чутливістю до змін процентних ставок, поєднання більш тривалого терміну та зниження кредитної якості зробило ринки облігацій більш чутливими до змін у грошово-кредитній політиці.

4. Засноване на рейтингах інвестування, пасивне управління та володіння корпоративними облігаціями. На розподіл портфеля всіх основних власників облігацій, таких як пенсійні фонди, страхові корпорації та інвестиційні фонди, впливають зовнішні кредитні рейтинги. Цей вплив відбувається або через

нормативні акти, які використовують рейтингові агентства як еталон для встановлення кількісних лімітів та вимог до капіталу, або через самонакладені рейтингові інвестиційні стратегії, що відображаються в їх інвестиційних мандатах та політиці.

5. Коефіцієнти кредитного левериджу в межах рейтингу зросли. Сьогодні середня фірма в кожному рейтингу інвестиційного класу має вищі коефіцієнти важеля порівняно з попереднім десятиліттям. Водночас під впливом безпрецедентно низьких процентних ставок з 2008 року, покращилась їх здатність покривати поточні процентні зобов'язання. Якщо процентні ставки починають збільшуватися або економічний спад призводить до зниження прибутку, коефіцієнт покриття відсотків та рентабельність можуть погіршуватися досить швидко, обмежуючи їх здатність компенсувати високі важелі. У такому сценарії рейтингова механіка, яка дозволяла збільшити кредитний леверидж, призведе до тиску більшого зниження загальних коефіцієнтів рейтингу.

6. Якість емітента та стабільність рейтингу. Значне збільшення облігацій з рейтингом BBB та зменшення частоти зниження рейтингу порівняно з оновленнями в останні роки, може свідчити про те, що кредитні рейтингові агентства пам'ятають про зниження рейтингу емітентів BBB через їхній особливий статус, що перевищує категорію неінвестиційних. Однорічна ймовірність зниження рейтингу на 1 ступінь є найнижчою для облігацій з рейтингом BBB-, що також є найнижчим рейтинговим рівнем перед переходом лінії до неінвестиційного рівня. Це також може показувати, що компанії зі статусом BBB звертають особливу увагу на свої рейтингові показники, щоб зберегти свій статус. Якби рейтингові агентства з особливою обережністю переоцінювати облігації, які знаходяться поблизу межі інвестиційного / неінвестиційного класу, можна було б очікувати, що ймовірність оновлення найменша для категорії BB+. Однак, для всіх трьох основних кредитних

рейтингових агентств ймовірність підвищення на один ступінь протягом року є або найвищою, або третьою за показником для емітентів із рейтингом BB+.

Відтак, на ринку корпоративних облігацій країн Східної Європи найбільш розвиненими є ринки Чехії, Польщі та Словаччини, що пов'язуємо з найдовшим проміжком часу з моменту їх приєднання до ЄС. При цьому ринок Чехія мав найвищі темпи зростання і за останні сім років обігнав Польщу. Ринки корпоративних облігацій Угорщини та Хорватії значно відстають від зазначених, адже обсяг фінансування підприємств на основі даного фінансового інструмента не перевищує третини обсягу Чехії протягом досліджуваного періоду. Однак, стан ринку Угорщини можна пояснити тим, що країна останньою серед досліджуваних вступила в ЄС. В найгіршому стані знаходяться ринки корпоративних облігацій Болгарії, Румунії, Словенії та України. При цьому Болгарія та Румунія стали членами ЄС на три роки пізніше лідерів, а Україна знаходиться на шляху імплементації європейського законодавства.

2.2. Особливості функціонування та тенденції розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні

Корпоративні облігації можуть виступати надійним та досить перспективним інструментом залучення коштів із зовнішніх джерел фінансування діяльності підприємств лише за умови налагодженої інфраструктури фінансового ринку та інституційного забезпечення діяльності його учасників. Зважаючи на це, проведемо аналіз особливостей функціонування та регулювання ринку корпоративних облігацій в Україні.

Основним періодом розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні є період активізації, а саме період з 2002 по 2007 рік. Таким чином, динамічне

зростання ринку корпоративних облігацій протягом 2002–2007 років збігається із загальними тенденціями на внутрішньому ринку: спостерігалось зростання довіри до ринку, кількості фінансових посередників; ринок набуває значення як інвестиційного середовища для накопичення та розподілу фінансових ресурсів; створюються необхідні умови для його функціонування [152].

Протягом 2014–2016 років відзначається спадна динаміка показників: якщо у 2014 році загальна емісія корпоративних облігацій становила 29,01 млрд грн (1,83% ВВП), то у 2016 році – 5,52 млрд грн (0,23% ВВП). Відтак, щороку обсяг емісії скорочувався в середньому на 7,5% (рис. 2.3). Однак, до 2020 року спостерігалась позитивна динаміка.

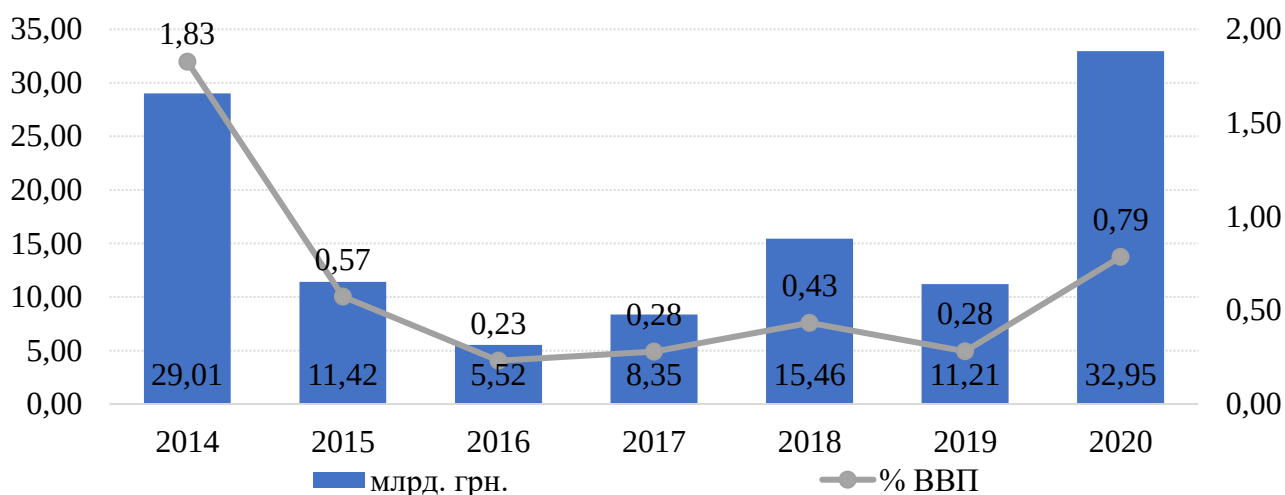


Рис. 2.3. Емісія корпоративних облігацій в Україні та їх частка у ВВП протягом 2000–2019 рр.

Джерело: [45-47; 97; 135; 136]

Звіт НКЦПФР за 2020 рік дає можливість стверджувати, що наразі обсяг ринку корпоративних облігацій знаходиться на стадії зростання, адже за рік було здійснено емісію 96 корпоративних облігацій на суму 32,95 млрд грн, що перевищує показник 2014 року. Це, своєю чергою, становить 0,79% ВВП, що перевищує рівень 2015 року.

За останніми даними НКЦПФР найбільшими емітентами корпоративних облігацій в Україні є: ТОВ «Сільпо-Фуд», Державна іпотечна установа, АТ «ДТЕК Дніпровські Електромережі», ТОВ «Шато-Інвест», ТОВ «НОВА ПОШТА», ТДВ «Житлобуд-2» та ПрАТ «АБС-УКР», на яких припадає 61,72% загального обсягу емісії корпоративних облігацій в Україні.

Як зазначає Тарасюк Д., важливим показником стану ринку корпоративних облігацій є коефіцієнт концентрації (CR), який розраховується наступним чином [144]:

$$CR = \frac{\sum_{i=1}^n Q_i}{Q} \cdot 100\%, \quad (2.1)$$

де Q – сукупна емісія корпоративних облігацій на ринку, грн; Q_i – обсяг емісії корпоративних облігацій i -го емітента; n – кількість емітентів.

Проведемо аналіз динаміки концентрації ринку корпоративних облігацій за найбільшим емітентом, трьома найбільшими емітентами та п'ятьма найбільшими емітентами протягом 2014–2019 років. Результати розрахунку коефіцієнтів наведено на рис. 2.4.

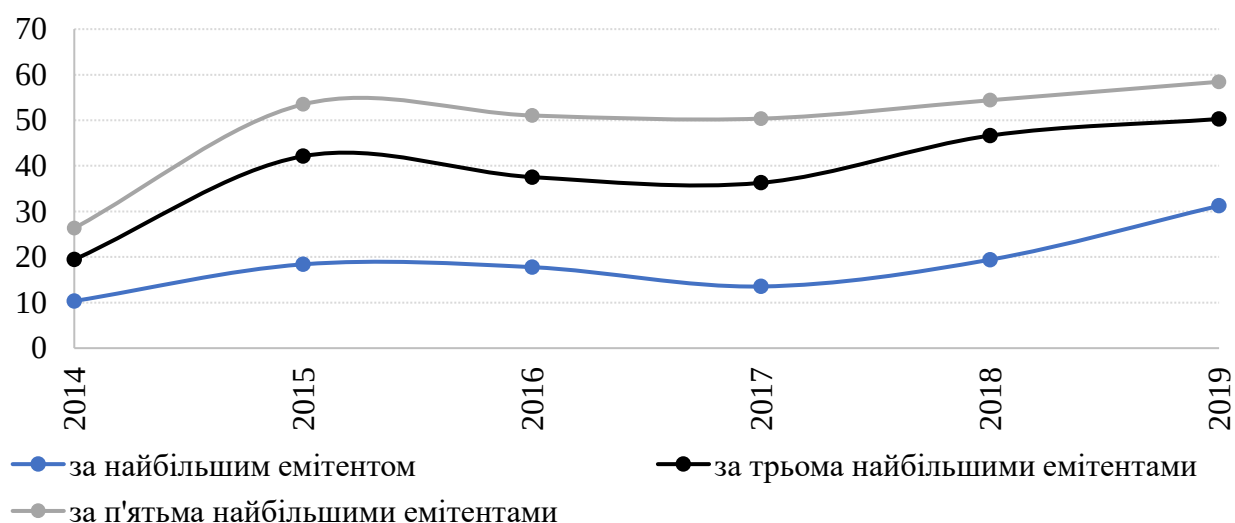


Рис. 2.4. Коефіцієнт концентрації ринку корпоративних облігацій України протягом 2014–2019 рр.

Джерело: розраховано автором на основі [135; 136]

Якщо протягом 2003–2014 років, як зазначає Тарасюк Д. та результати розрахунків, коефіцієнт концентрації формувався без певного вектора, то протягом 2014–2019 років відзначається чітка тенденція до збільшення концентрації ринку корпоративних облігацій в руках п'яти емітентів. Так, за коефіцієнт концентрації за одним емітентом зріс на 20,89% протягом п'яти років, за трьома – на 30,84%, а за п'ятьма – на 32,11%.

З 2014 року у переліку п'яти емітентів з найбільшим обсягом випуску корпоративних облігацій переважно не повторювалися суб'єкти господарювання (за виключенням ПАТ «Альфа-Банк», ТОВ «ТРЦ ЛАВИНА» та ПрАТ «НЕО ВІТА»). З 27-ми підприємств, які протягом досліджуваного періоду входили до переліку 1 належало до КВЕД «Добування сировини нафти та природного газу», 1 – до «Виробництво основних фармацевтичних продуктів і фармацевтичних препаратів», 4 – до «Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря», 7 – до «Будівництво будівель», 2 – до «Оптова та роздрібна торгівля», 3 – до «Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність», 1 – до «Телекомунікації (електрозв'язок)», 4 – до «Надання фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення», 3 – до «Операції з нерухомим майном», 1 – до «Діяльність головних управлінь (хед-офісів); консультування з питань керування». Ці види економічної діяльності передбачають необхідність залучення значного обсягу капіталу, чим можна пояснити значні обсяги випусків корпоративних облігацій.

Стан ринку цінних паперів оцінюють за допомогою відповідних індексів фондового ринку. Фондовий індекс визначається шляхом обчислення цін на певні акції (як правило, середньозважених). Цей інструмент широко використовується фінансовими установами та інвесторами для порівняння рентабельності конкретних інвестицій та опису ринку. Національний індекс характеризує результати діяльності фондового ринку певної країни та відображає настрої інвесторів щодо стану економіки.

Щоденні результати індексів фондового ринку являються орієнтирами в процесі інвестування в фінансові інструменти. Багато інвесторів використовують ринкові індекси для управління своїми інвестиційними портфелями та відстеження фінансових ринків. Індекси глибоко інтегровані в бізнес з управління інвестиціями, і фонди використовують їх як еталони для порівняння результатів діяльності.

Так, наприклад у своїх звітах НКЦПФР завжди спирається на 9 індексів: промисловий індекс Доу-Джонса американської біржі цінних паперів; DAX – фондовий індекс Німеччини; Nikkei 225 – фондовий індекс Японії; Nasdaq composite – індекс американського позабіржового ринку; S&P 500 – фондовий індекс компанії Standard & Poor's; індекс фондової біржі «ПФТС»; індекс Української біржі (UX) (рис. 2.5).

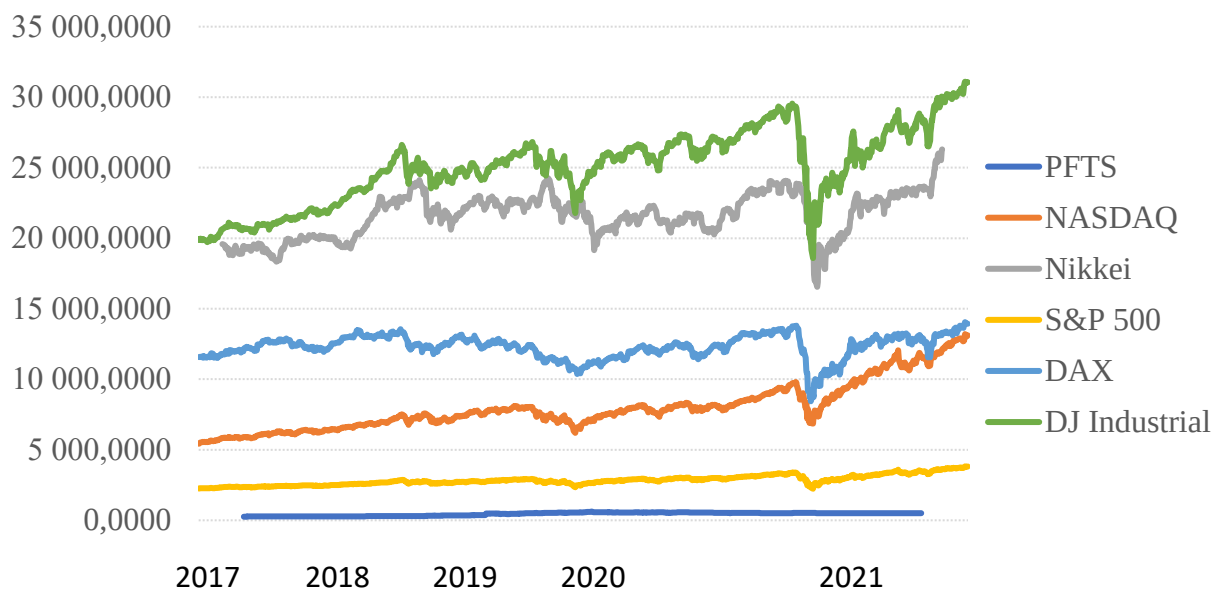


Рис. 2.5. Вітчизняні та іноземні індекси фондового ринку протягом 2017–2020 рр.

Джерело: розроблено автором за допомогою програмного забезпечення Reuters

У кінці березня 2020 року, у зв'язку із поширенням COVID-19, індекси всіх зазначених бірж суттєво знизилися: індекс Доу-Джонса на 26,7%, DAX на 34,3%, Nikkei 225 на 24,2%, Nasdaq composite на 22,8%, S&P 500 на 17,1%, ПФТС на 6,7%, UX на 12,2%. Однак, уже до кінця року робота американських, німецької, японської бірж відновилася, а індекси перевищили докризовий рівень.

У 2020 році спостерігалось два піки фінансового стресу: у квітні як реакція на введення карантину (індекс перевищив у 4,5 рази рівень до пандемії) та у червні (перевищив у 2 рази рівень до пандемії) [121].

При цьому, відповідно до даних НБУ впевненість бізнесу стрімко знижувалось з березня 2020 спостерігалось найбільше падіння з 110,5 пунктів до 90,8 пунктів у червні 2020, зниження на 17,82%. Таке падіння спостерігалось протягом двох років з березні 2013 року 118,3 пунктів до 83,5 пунктів у березні 2015, що було пов'язано з відтоком капіталу з країн, що розвиваються, політичні виклики та суттєві економічні наслідки, спричинені військовими конфліктами.

Протягом 2020 року уряд активно знижував облікову ставку с 11% у січні 2020 до 6% у грудні 2020, попри такі стимулюючі заходи, індекс біржі «ПТФС» залишався незмінним до кінця року, а UX зменшувався до жовтня 2020 року, після чого почалося повільне зростання.

Така нестабільність на ринку свідчить про його високу чутливість до зовнішніх впливів: вітчизняні інвестори, яким бракує досвіду роботи з ринком у разі найменших ознак нестабільності, намагалися забрати свої заощадження з фондового ринку, що призвело до різкого падіння індексу.

До чинників, що характеризували настрої інвесторів та кон'юнктуру ринку можна віднести наступні:

- 1) пандемія коронавірусу COVID-19 спричинила відтік нерезидентів з гривневих облігацій ОВДП з 128 млрд гривень у лютому 2020 до 76 млрд

гривень на кінець листопада та стала однією із причин зниження інвестиційної активності;

2) в умовах кризи уряд почав активно випускати облігації та через низький попит на первинному ринку підвищував прибутковість розміщення випусків за всією лінією кривої ОВДП. Відповідно спостерігалось розширення спредів дохідності та збільшення премії дохідності на корпоративному ринку облігацій;

3) спостерігалось скорочення прямих іноземних інвестицій, чистий відтік у березні 2020 року склав 1,44 млрд дол. з відскоком у червні 2020 до плюс 1,37 млрд дол. та поступовим зниженням до кінця 2020 року;

4) невизначеність в частині співробітництва між Україною та МВФ стало одним із гострих питань, що додавали тиск на настрої інвесторів.

Проте, перемога на виборах США Д. Байдена, позитивні настрої навколо вакцини від COVID-19, зміцнення національної валюти додали впевненості на ринки на кінець 2020 року.

В Україні торгівля корпоративними облігаціями відбувається на чотирьох біржах: ПАТ «Українська біржа», ПАТ «Фондова біржа ПФТС», ПАТ «Фондова біржа «ПЕРСПЕКТИВА», ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа». З цих чотирьох бірж тільки ПАТ «Фондова біржа «ПЕРСПЕКТИВА» здійснює розрахунок індексу облігацій, який враховує державні, муніципальні та корпоративні облігації. Це можна пояснити тим фактом, що на даній біржі відбуваються найбільші торги облігаціями внутрішньої державної позики. Методика розрахунку Індексу українських облігацій (Індекс UB) ґрунтується на формулі 2.2.

$$UB_t = UB_{t-1} \cdot \frac{\sum_{i=1}^n R_t^i \cdot V_t^i}{\sum_{i=1}^n R_{t-1}^i \cdot V_t^i} \cdot Z_t, \quad (2.2)$$

де t – поточний період (момент, станом на який розраховується Індекс),
 $t - 1$ – попередній період (момент закриття Торговельної сесії попереднього

Торговельного дня), i – випуск облігацій у Списку, n – кількість випусків облігацій у Списку, R_t^i – ефективна дохідність облігації i -го випуску у поточний момент, %, V_t^i – Номінальна капіталізація i -го випуску облігацій, грн, Z_t – поправочний коефіцієнт для поточного періоду» [91].

Перед розрахунком коефіцієнта відбувається формування списку облігацій, які мають відповідати таким критеріям: термін погашення до 5 років, термін до найближчої оферти до 3 місяців, термін обігу на біржі менше 1 місяця, відсутність особливостей щодо випуску та обігу, договори на біржі перевищують 1 млн грн, мають високий рівень капіталізації. Динаміка Індексу Українських облігацій протягом 2014–2020 років наведено на рис. 2.6.

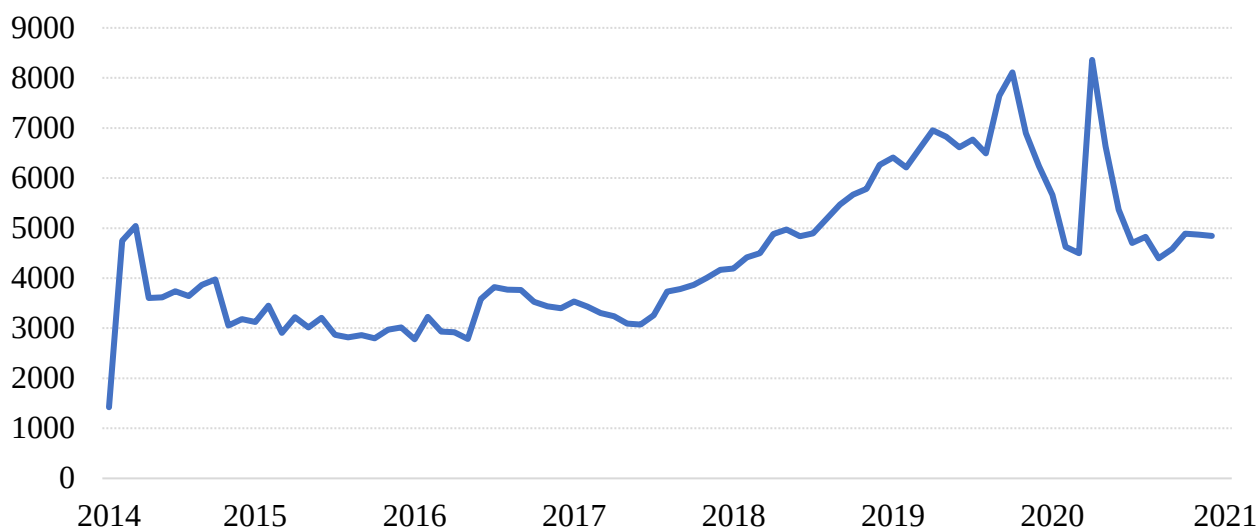


Рис. 2.6. Індекс Українських облігацій ПАТ «Фондова біржа «ПЕРСПЕКТИВА» протягом 2014–2020 років

Джерело: сформовано автором на основі [91]

Зважаючи на динаміку формування показника, найбільша нестабільність ринку облігацій була притаманна періоду з липня 2019 року до червня 2020 року. Наразі індекс знаходить на рівні березня–квітня 2018 року або березня 2014 року.

Традиційно торгівля корпоративними облігаціями в Україні відбувається переважно на позабіржовому ринку (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

**Обсяг торгівлі корпоративними облігаціями в Україні
протягом 2014–2020 років**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Біржовий ринок, млрд грн	32,82	13,53	9,17	6,12	10,27	8,70	1,00
Позабіржовий ринок, млрд грн	37,09	40,24	46,27	23,68	23,33	35,25	3,90
Всього, млрд грн	69,91	53,77	55,44	29,8	33,60	43,95	4,90

Джерело: [56; 135; 136]

Частка торгівлі на біржовому ринку коливається в межах 16,54–46,94% (при цьому в бік щорічного зменшення). Середньорічний темп зростання обсягу торгівлі на позабіржовому ринку протягом 2014–2019 років становить 4,85%, а обсяг торгівлі на біржовому ринку зменшується щороку в середньому на 14,35%. У 2020 році обсяг торгівлі на біржовому та позабіржовому ринках скоротився на 89%, про що свідчать наведені вище індекси українських фондових бірж.

Позабіржова торгівля стосується процесу торгівлі цінними паперами через брокерсько-дилерську мережу, на відміну від централізованої біржі. У деяких випадках цінні папери можуть не відповідати вимогам щодо розміщення на звичайній біржі. Корпоративні облігації, що торгують за допомогою позабіржових торгових операцій, як правило, належать меншим підприємствам, які не можуть задовольнити вимоги до біржового лістинга офіційних бірж.

Інвестори повинні бути дуже обережними, інвестуючи в більш спекулятивні позабіржові цінні папери. Вимоги до подання заявок між платформами лістингу різняться, і деяку необхідну інформацію, таку як

фінансова звітність бізнесу, може бути важко знайти. Більшість фінансових радників розглядають торгівлю позабіржовими акціями як спекулятивну діяльність. З цієї причини інвестори повинні враховувати свою толерантність до інвестиційного ризику. Однак, разом із додатковим ризиком позабіржових облігацій з'являється можливість значної віддачі, адже ці облігації мають менші трансакційні витрати.

Позабіржовий ринок є альтернативою для невеликих підприємств або тих, хто не хоче розміщувати облігації на звичайних біржах. Лістинг на звичайній біржі – це дорогий і трудомісткий процес, який виходить за рамки фінансових можливостей багатьох менших підприємств, а лістинг на позабіржовому ринку забезпечує швидкий доступ до капіталу шляхом продажу цінних паперів. Крім того, обіг корпоративних облігацій на позабіржовому ринку надає такі переваги: доступ до цінних паперів, недоступних на звичайних біржах; менший регулятивний вплив на позабіржову торгівлю спрощують процедуру залучення фінансових ресурсів для менших підприємств та тих, які не бажають проходити процедуру лістингу на біржовому ринку; позабіржова торгівля надає можливість спекулятивним інвесторам отримати вищу віддачу від інвестування.

Попри це, торгівля на позабіржовому ринку несе ряд недоліків для інвесторів, а саме: позабіржові облігації мають меншу ліквідність торгівлі через низький обсяг, що призводить до затримок у завершенні торгівлі та широких спредів між ставками та запитами; менше регулювання призводить до менш доступної публічної інформації, шансів застарілої інформації та шахрайства; позабіржовим облігаціям притаманна нерегулярність в оприлюдненні ринкових та економічних даних.

Наразі відсутня комплексна інформація щодо позабіржової торгівлі корпоративними облігаціями в Україні у 2020 році, але наявні дані щодо біржової торгівлі дозволяють припустити, що переважна частка припадатиме на позабіржовий ринок, адже за 2020 рік обсяг біржових торгів становив тільки

0,93 млрд грн, що є рекордно низьким рівнем протягом досліджуваного періоду (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі з розподілом за видом фінансового інструменту протягом січня-грудня 2020 року, млн грн

	Облігації іноземних емітентів	Облігації підприємств	Усього
Січень	0,00	200,48	200,48
Лютий	0,00	101,29	101,29
Березень	13,10	218,43	231,53
Квітень	5,84	2,79	8,63
Травень	0,00	17,11	17,11
Червень	0,00	18,22	18,22
Липень	0,00	224,17	224,17
Серпень	0,00	4,85	4,85
Вересень	0,00	10,46	10,46
Жовтень	6,02	14,55	20,57
Листопад	0,00	7,01	7,01
Грудень	46,39	108,20	154,59
Усього	71,36	927,56	998,92

Джерело: [56]

На біржовому ринку протягом січня-грудня 2020 року спостерігалася консолідація торгівлі цінними паперами на двох фондових біржах «Перспектива» та «ПФТС», що становило 99,28% вартості біржових контрактів. Порівнявши обсяги торгівлі облігаціями підприємств з іншими видами облігацій можна зробити висновок, що корпоративні облігації в торгівлі борговими цінними паперами станом на 2020 рік залишаються значною мірою новим інструментом для інвесторів, які надають перевагу ОВДП. Однак, після

аналізу макроекономічної ситуації в Україні, було сформовано ряд чинників, які сприятимуть зростанню попиту на облігації підприємств серед інвесторів, а саме:

- недостатній розвиток кредитної системи України. Кредитні установи не спроможні задовольнити необхідність компаній у фінансуванні станом на сьогодні, тому альтернативний інструмент залучення інвестицій, яким виступає випуск облігацій підприємства, розвиватиметься та створить нові можливості як для компаній, так і для інвесторів;

- труднощі з випуском акцій. Багатьом компаніям цей спосіб залучення капіталу просто не по кишені. Розміщувати їх доведеться швидше за все на зарубіжних майданчиках, адже український фондовий ринок недостатньо розвинений, щоб даний інструмент для компаній виявився релевантним з точки зору залучення інвестицій;

- наслідки пандемії COVID-19 виявилися складними для середнього бізнесу, тому потреба в фінансуванні у таких підприємств сильно зросла. Окрім необхідності покривати операційні витрати, компанії отримали можливість розширити свою частку на ринку, що, звичайно, потребує інвестицій.

Підсумовуючи, можна сказати, що корпоративні облігації є відповіддю на вищевказані фактори. Для малого бізнесу це досі занадто дорогий інструмент, проте середньому бізнесу достатньо ресурсів зробити порівняно невеликий випуск на 20-100 млн грн. За допомогою цього інструменту компанія диверсифікує джерела запозичення і отримує довгі гроші, необхідні для стабільного зростання.

Вже сьогодні можна спостерігати, як ринок корпоративних облігацій зростає. Серед значних за обсягом випусків акцій, які суттєво вплинули на загальну структуру зареєстрованих випусків акцій у грудні 2020 року, зареєстровано: випуски АТ «Таскомбанк» на суму 1657 млн грн та ПрАТ «КИЇВСЬКА КОНДИТЕРСЬКА ФАБРИКА "РОШЕН"» на суму 1 млрд грн.

Комісією з цінних паперів та фондового ринку протягом січня-грудня 2020 року зареєстровано 96 випусків облігацій підприємств на суму 32,95 млрд грн. Порівняно з аналогічним періодом 2019 року обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств збільшився на 21,74 млрд грн. Комісією з цінних паперів та фондового ринку протягом січня-грудня 2020 року зареєстровано 9 випусків облігацій підприємств в іноземній валюті на суму 9,4 млн доларів та 3 випуски на суму 3 млн євро (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

**Обсяг та кількість випусків облігацій підприємств, зареєстрованих
Комісією протягом січня-грудня 2020 року**

Період	Обсяг випуску облігацій підприємств, млн грн				Кількість випусків, шт
	Підприємства (крім банків та страхових компаній)	Банки	Страхові компанії	Загальний обсяг зареєстрованих випусків	
Січень	4774,64	200,00	0,00	4974,64	24
Лютий	0,00	0,00	0,00	0,00	0
Березень	0,00	0,00	0,00	0,00	0
Квітень	5992,00	0,00	0,00	5992,00	2
Травень	3398,16	0,00	0,00	3398,16	14
Червень	13642,00	0,00	0,00	13642,00	6
Липень	341,62	0,00	0,00	341,62	7
Серпень	310,00	0,00	0,00	310,00	10
Вересень	200,00	0,00	0,00	200,00	4
Жовтень	495,55	0,00	0,00	495,56	7
Листопад	530,02	0,00	0,00	530,02	12
Грудень	3065,00	0,00	0,00	3065,00	10
Усього	32749,00	200,00	0,00	32949,00	96

Джерело: [56]

Аналізуючи періоди найбільшої активності компаній протягом року варто відзначити, що більша частка від загального обсягу зареєстрованих випусків припадала на період з квітня по червень 2020 року, найбільш тяжкі місяці для роботи підприємств у зв'язку з введенням карантинних обмежень. В подальшому обсяги щомісячних випусків скоротилися, хоча кількість випусків за місяць коливалася у діапазоні від 7 до 12, виключенням став лише вересень.

Після аналізу динаміки обсягу біржових контрактів з облігаціями підприємств у 2020 році за місяцями (рис. 2.7), було виявлено суттєве зниження обсягу біржових контрактів в період з квітня по червень, які, натомість, зафіксували найбільший обсяг випусків корпоративних облігацій за 2020 рік. На думку автора, такий тренд пов'язаний з різницею між попитом та пропозицією на ринку облігацій, коли в тяжкий через епідеміологічну ситуацію період компанії потребували додаткових коштів, а інвестори не мали змоги задовольнити потреби компаній.



Рис. 2.7. Обсяг біржових контрактів з облігаціями підприємств у 2020 році

Джерело: розроблено автором

Скорочення обсягів торгівлі на ринку корпоративних облігацій спричинено рядом проблем на локальному ринку облігацій (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Аналіз ключових проблем розвитку облігаційного ринку України

Макроекономічні	➤ Негативний сентимент інвесторів навколо України, через такі причини: - загальнодержавна невизначеність; - ризики девальвації гривні; - висока вартість гривневого ресурсу; - відсутність довгострокових коштів.
Регуляторні	➤ Слабка інституційна спроможність; ➤ Нестабільність та недосконалість правової бази та судової системи; ➤ Недостатній контроль з боку держави щодо ринку цінних паперів та відсутність єдиної державної стратегії розвитку.
Інфраструктурні	➤ Зменшення кількості інституційних інвесторів; ➤ Відсутність фізичних осіб, як категорії інвесторів; ➤ Нерозвинена лінійка біржових інструментів.
Корпоративні	➤ Низька інвестиційна привабливість підприємств; ➤ Проблеми в сфері корпоративного управління; ➤ Низька якість фінансової звітності та аудиту.

Джерело: [38]

Результати досліджень значної кількості вітчизняних науковців за 2015–2018 роки вказують ряд недоліків ринку корпоративних облігацій України. До таких науковців належать: Білоус І., Брітченко І., Грищенко Т., Кужелєв М., Лапутько А., Стабіас С., Стецько М. тощо. Так, Брітченко І., Кужелєв М. та Стабіас С., Майорова Т., Петренко І., Шевчук Я. Вони констатують, що основними проблемами ринку є «нерозкриття, або несвоєчасне розкриття

емітентами цінних паперів інформації на фондовому ринку, а також неотримання відкритими випусками облігацій підприємств рейтингової оцінки, яке є обов'язковим згідно із законодавством [26; 215].

Схожої думки дотримуються Лапутько А. та Грищенко Т., акцентуючи увагу на проблемі «приховування емітентами інформації на фондовому ринку, ігнорування вимог щодо присвоєння випускам облігацій кредитного рейтингу, використання мобілізованих коштів на цілі, що суперечать проспекту емісії» [73].

Білоус І. у своїх дослідженнях зазначає, що поточне нормативно-правове регулювання корпоративних облігацій в Україні не відповідає потребам сучасного ринку: «на рівні законодавства було зроблено дуже мало кроків до розвитку даного сегменту, що розвиток ринку облігацій підприємств може відбутися тільки за належних умов» [23].

Суттєве перевищення обсягу банківського кредитування підприємств України над обсягом коштів, залучених на основі емісії облігацій підприємствами, є результатом низької інвестиційної привабливості національного ринку корпоративних облігацій. Це питання стосується ризиковості даного боргового цінного паперу, а саме високої ймовірності настання кредитного, відсоткового та інфляційного ризиків та інших ризиків, які можуть суттєво вплинути на рівень премії за ризик та вартість залучення коштів.

Структуру ризиків корпоративних облігацій можна розглядати, як з позиції інвестора, так і з позиції емітентів облігацій (рис. 2.8). Скорочення пропозиції також пов'язано з низькою культурою мітігації ризиків зі сторони емітентів.

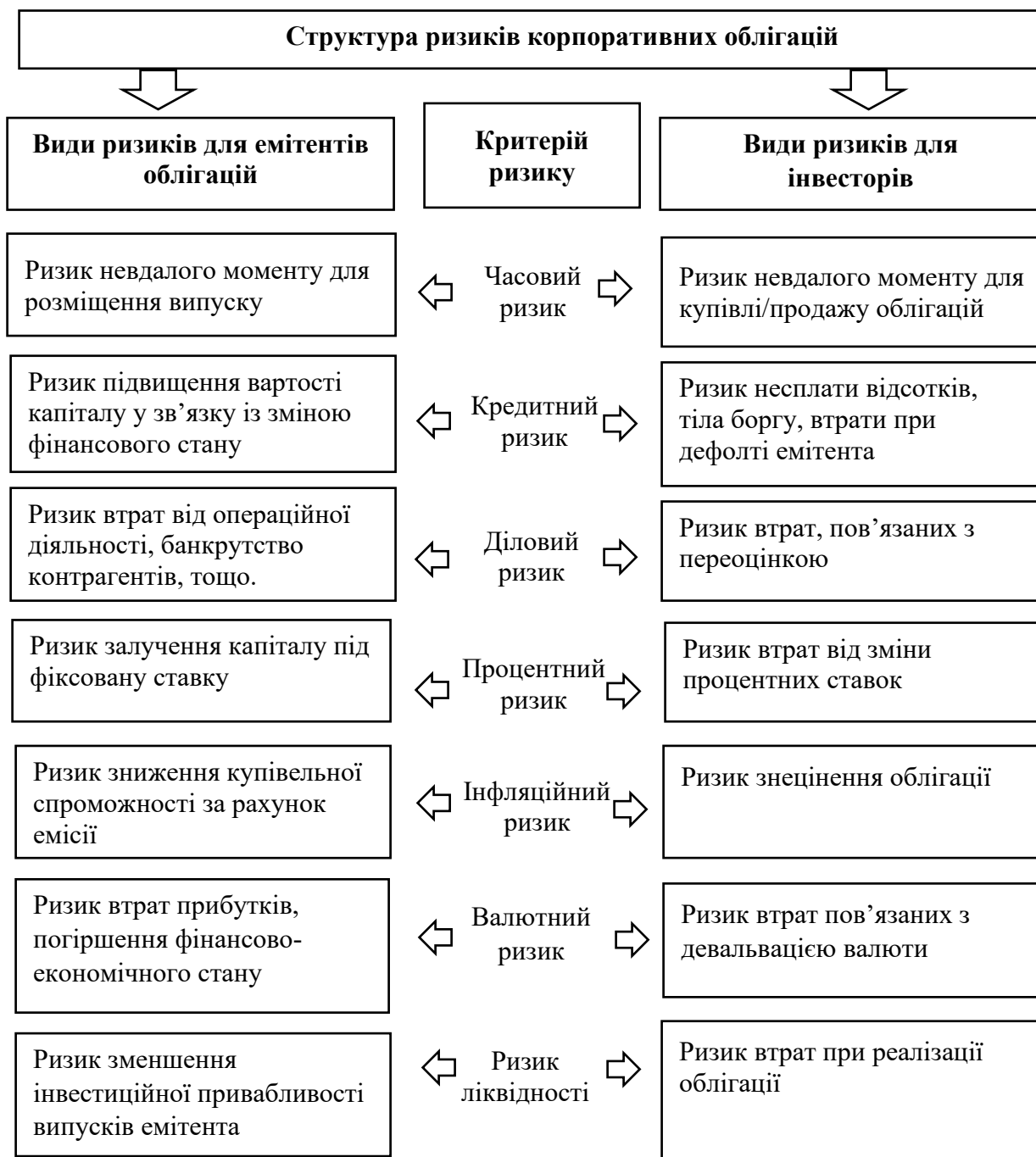


Рис. 2.8. Структура ризиків корпоративних облігацій у розрізі емітентів та інвесторів

Джерело: [37]

Настання кредитного ризику, тобто ймовірності дефолту емітенту до настання зрілості його корпоративних облігацій, має високу ймовірність для емітентів України, особливо в умовах макроекономічної нестабільності. Остання спричинена «значним податковим тиском, зростаючим дефіцитом платіжного балансу та зовнішньої торгівлі, наявністю несприятливого середовища для заснування та ведення бізнесу, що в свою чергу впливає на інвестиційну привабливість країни» [52]. Особливо гостро постають побоювання потенційних інвесторів щодо звичайних корпоративних облігацій, які не мають інвестиційного рівня, не застраховані, не гарантовані і не передбачають будь-якого забезпечення.

Ризик відсоткової ставки, тобто зниження ціни корпоративних облігацій у результаті зростання відсоткових ставок, також має місце щодо ринку України. Якщо з 2018 року облікова ставка НБУ має тенденцію до зниження, то відсоткова ставка за кредитом та відсоткова ставка за вкладами зростають (рис. 2.9). Нестабільність відсоткових ставок в Україні позначаються зниженням інвестиційної привабливості довгострокових корпоративних облігацій.

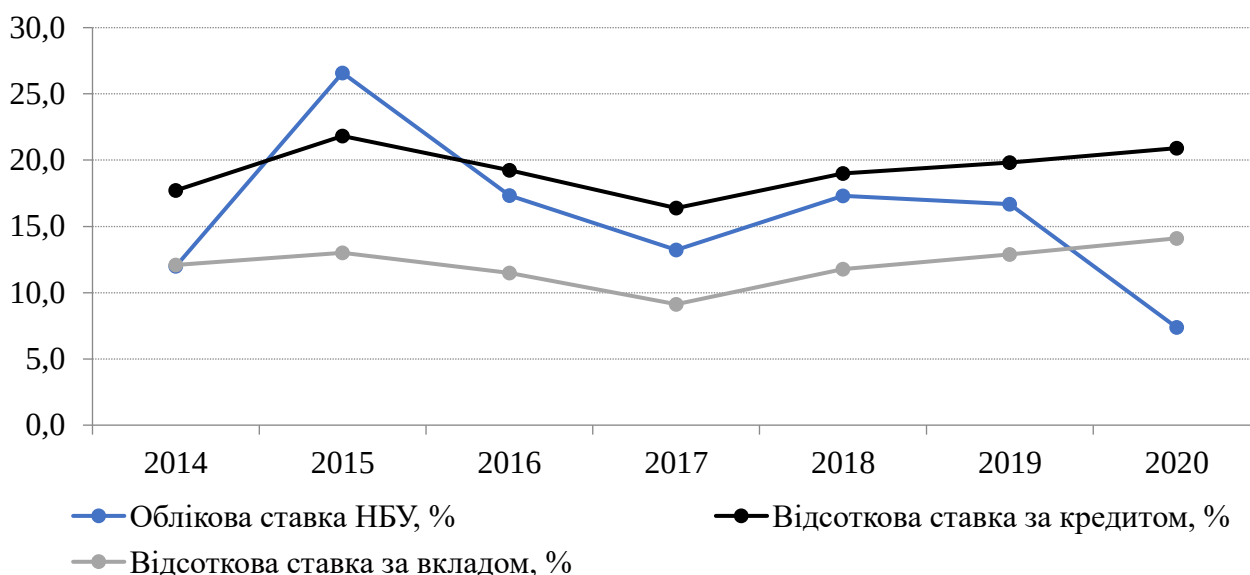


Рис. 2.9. Відсоткові ставки в Україні, 2014–2020 рр.

Джерело: [86; 250]

Щодо інфляційного ризику слід зазначити, що протягом 2014–2020 рр., відповідно до оцінок НБУ, інфляційні очікування фінансових аналітиків коливалися від 5,34% до 21,9% (Додаток Е). Однак, зважаючи на те, що й обсяги торгівлі корпоративними облігаціями, й інфляційні очікування мають спадну динаміку протягом з 2015 року, більш суттєвими для ринку корпоративних облігацій України являються саме кредитний та відсотковий ризики.

У світлі даних результатів доцільно приділити увагу питанню модернізації фінансового сектору в Україні. Функціонування ринку корпоративних облігацій країни залежить від інституційного середовища. Так, до 2020 року в Україні розвиток фінансових ринків відбувався відповідно до «Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року» [63]. Реалізацію цілей щодо забезпечення стабільності фінансового сектора, розбудови інституційної спроможності регуляторів та захисту прав споживачів та інвесторів було покладено на НБУ, НКЦПФР, НКФП (Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг), ФГВФО (Фонд гарантування вкладів фізичних осіб), Мінфін та НАБУ (Національне антикорупційне бюро України). Заслужовує на увагу той факт, що першим із принципів, на яких передбачалась реалізації Програми є наближення норм регулювання фінансового сектору країни до законодавчої бази ЄС.

У березні 2020 року НБУ анонсував основні результати виконання завдань Програми. Так, НКЦПФР було виконано наступне [54]:

- прийняття нормативних актів щодо розвитку інфраструктури управління проблемними активами, вільної конкуренції, стимулювання розвитку інфраструктури фінансового сектора, розвитку ринку страхових послуг, забезпечення інституційної та фінансової незалежності регулятора, інструментів впливу регулятора, ефективності роботи регулятора з проблемними учасниками, уніфікації та спрощення звітності, стандартів розкриття НКЦПФР інформації, системи захисту прав споживачів фінансових послуг та інвесторів;

- розроблено нормативні акти щодо лібералізації валютного регулювання, рейтингових агентств, гармонізації систем оподаткування фінансових інструментів, інституційного контролю регуляторів, зловживань у фінансовому секторі;

- імплементовано нормативні акти щодо платоспроможності та ліквідності, корпоративного управління, захисту прав кредиторів, перерозподілу функцій регулятора, внутрішнього контролю, електронного документообігу;

- створено концепцію вирішення проблем сек'юритизації активів.

Зважаючи на те, що термін дії програми закінчується, було затверджено «Стратегію розвитку фінансового сектору України до 2025 року» [141], яка спрямована на реформування всіх сфер фінансового ринку, що «дасть змогу створити за п'ять років прозорий, конкурентний, стабільний та високотехнологічний фінансовий сектор» [134].

Відтак, ринок корпоративних облігацій України перебуває під впливом позитивних змін інституційного середовища, яке реформується в бік забезпечення послідовної державної політики щодо іноземних інвесторів, зростання культури корпоративного управління, забезпечення прозорої фінансової звітності підприємств. Імплементация кращих практик ЄС щодо регулювання фінансового ринку в Україні сприятиме зростанню та розвитку ринку корпоративних цінних паперів, а отже дозволить вітчизняним підприємствам спростити процес залучення фінансових ресурсів із зовнішніх джерел.

2.3. Ринок єврооблігацій, як інструмент виходу українських компаній на міжнародні ринки капіталу

Міжнародні ринки капіталу є мережею приватних осіб, підприємств, фінансових установ та урядів, які інвестують та позичають через національні кордони. Він складається як з офіційних бірж, так і позабіржових електронних

мереж. На ринках капіталу використовуються унікальні та інноваційні фінансові інструменти, спеціально розроблені з урахуванням потреб інвесторів та емітентів в залежності від інвестиційної привабливості та рівня розвитку інфраструктури.

Для здійснення емісії єврооблігацій українським підприємствам необхідно дотриматися вимог, які встановлені щодо даних цінних паперів Міжнародною асоціацією ринків капіталу. Від успіху розміщення єврооблігацій на фондовій біржі залежить перспектива підприємства не тільки на ринку єврооблігацій, а й на інших міжнародних ринках капіталу. Це пояснюється тим, що через ринок єврооблігацій українське підприємство отримує доступ до незліченної кількості інвесторів різних фінансових інструментів. Відтак, український емітент привертає увагу потенційних іноземних інвесторів і надалі має можливість диверсифікувати джерела фінансування власної діяльності на основі широкого спектру фінансових інструментів.

Як зазначає Буй Т., «вихід українських підприємств на міжнародні ринки капіталу позитивно позначається на конкурентоспроможності не лише окремих підприємств, але й країни в цілому» [27]. «Розвиток зовнішнього фінансування українських малих і середніх компаній є одночасно новою можливістю та викликом для учасників кредитного процесу, який вимагає виважених рішень та високого рівня довіри, звітності та інформаційної прозорості, що можливі за умов проактивної державної участі в формуванні найкращих умов для вільного та безпечного підприємництва» [66]. Отже, чим більше українських підприємств зарекомендують себе як надійні емітенти на ринку єврооблігацій, тим більшу інвестиційну привабливість матиме ринок корпоративних облігацій України для іноземних інвесторів (рис. 2.10).

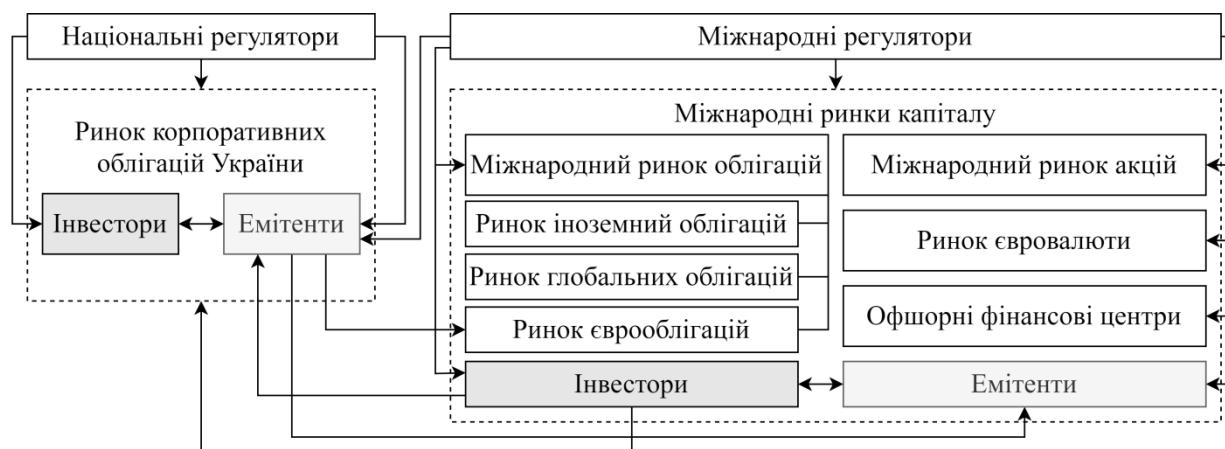


Рис. 2.10. Механізм виходу підприємств України на ринки міжнародних капіталів через ринок єврооблігацій

Джерело: розроблено автором

Єврооблігації – це борговий інструмент (цінний папір) із фіксованим доходом, деномінований в іншій валюті, ніж місцева валюта країни, де була випущена облігація. Отже, це унікальний тип облігацій. Єврооблігації дозволяють корпораціям залучати кошти шляхом випуску облігацій в іноземній валюті. Якщо єврооблігації номіновані в доларах США, то їх можна назвати євро-доларовими облігаціями. Якщо вони номіновані в китайських юанях, то вони будуть називатися облігацією євро-юань.

Суть єврооблігацій полягає в тому, що підприємство може вибрати будь-яку країну для випуску облігацій залежно від економічного та регуляторного середовища (наприклад, процентних ставок у країні, економічного циклу, розмірів ринку тощо). Що робить облігації привабливими для інвесторів, так це невелика умовна сума облігації (face value or par value), що означає, що облігації відносно дешево отримати [188].

Що важливо, єврооблігації є високоліквідними і можуть бути перетворені в готівку протягом одного фінансового року. Категоризація єврооблігацій залежить від валюти випуску. Як правило, фінансові установи, такі як інвестиційні банки, випускають облігації від імені позичальника. Якщо банк несе відповідальність за процес андерайтингу, це означає гарантію

позичальнику, що вся емісія облігацій буде продана на первинному ринку під час первинного процесу розміщення боргу.

Основною причиною випуску єврооблігацій є потреба в іноземній валюті. Оскільки облігації є цінними паперами з фіксованим доходом, вони зазвичай пропонують інвесторам фіксовану процентну ставку. Уявімо, як приклад, українське підприємство прагне проникнути на новий ринок і планує звести великий завод, скажімо, у Китаї. Підприємству потрібно буде вкласти великі суми грошей у місцеву валюту – китайський юань. Оскільки зазначене підприємство є новим учасником китайського ринку, процес отримання кредитних ресурсів на території Китаю буде досить складним. Відтак, даному підприємству доцільніше буде продати єврооблігації, що деноміновані в юанях. Інвестори з усього світу, які мають юань на своїх рахунках, інвестуватимуть в облігації, які забезпечуватимуть кошти новому об'єкту в Китаї.

Емісія єврооблігацій надає емітентові чимало переваг, основними з яких є наступні [88]:

- гнучкість вибору сприятливої країни походження облігацій та валюти;
- вибір країни з нижчими процентними ставками;
- уникнення валютного ризику за допомогою єврооблігацій;
- доступ до величезного діапазону строків погашення облігацій, які може обрати емітент;
- міжнародна торгівля облігаціями розширює базу потенційних інвесторів.

Основна вигода для місцевих інвесторів у придбанні єврооблігацій полягає в тому, що вона забезпечує приплив іноземних інвестицій до у країни проживання інвестора. Це також дає відчуття диверсифікації, тобто розподілу ризиків [186].

До зазначено варто додати, що емісію єврооблігацій здійснюють підприємства з високим кредитним рейтингом, що дозволяє інвесторам придбати фінансовий інструмент низьким рівнем ризику дефолту.

З метою аналізу процесу залучення іноземних фінансових ресурсів в країни Східної Європи на основі єврооблігацій проведемо дослідження структури емісії єврооблігацій, які наразі перебувають в обігу. Емпіричною базою дослідження виступають 858 єврооблігацій з фіксованою відсотковою ставкою, з яких: 28 єврооблігацій емітентів Болгарії, 134 – Польщі, 89 – Румунії, 37 – Словенії, 143 – Словаччини, 247 – Угорщини, 37 – України, 33 – Хорватії, 110 – Чехії.

Важливими параметрами облігацій є термін до погашення та рівень дохідності. У результаті аналізу наявних єврооблігацій з фіксованою відсотковою ставкою їх було розподілено на 6 груп за рівнем дохідності (рис. 2.11):

- менше ніж -10% – 16 єврооблігацій, з яких: Польща (13), Словенія (1), Угорщина (2);

- від -10% до -1% – 15 єврооблігацій, з яких: Польща (2), Словаччина (6), Угорщина (6), Чехія (1);

- від -1% до 0% – 169 єврооблігацій, з яких: Болгарія (8), Польща (39), Румунія (1), Словенія (15), Словаччина (80), Угорщина (6), Хорватія (4), Чехія (16);

- від 0% до 1% – 269 єврооблігацій, з яких: Болгарія (13), Польщі (52), Румунії (7), Словенії (17), Словаччини (38), Угорщини (87), Хорватії (19), Чехії (36);

- від 1% до 10% – 380 єврооблігацій, з яких: Болгарії (5), Польща (26), Румунія (80), Словенія (4), Словаччина (19), Угорщина (146), Україна (33), Хорватія (10), Чехія (57);

- понад 10 % – 9 єврооблігацій, з яких: Болгарія (2), Польща (2), Румунія (1) та Україна (4) (за допомогою програмного забезпечення Bloomberg).

Ще однією важливою характеристикою єврооблігацій є відсоткова ставка. Облігації болгарських емітентів мають відсоткові ставки в межах 0,01–8%. При

цьому відсоткова ставка переважної кількості єврооблігацій не перевищує 3%. Єврооблігації емітентів Польщі мають відсоткову ставку в межах 0–10%: на 0% припадає 3 облігації, до 5% – 103 облігації, до 10% – 28 облігацій. Відсоткова ставка за єврооблігаціями румунських емітентів коливається в межах 1–8,5%, 75 з яких мають відсоткову ставку нижче 5%. Випуски облігацій емітентів Словаччини не перевищують 6%, з яких 134 облігації мають відсоткову ставку, що не перевищує 5%.

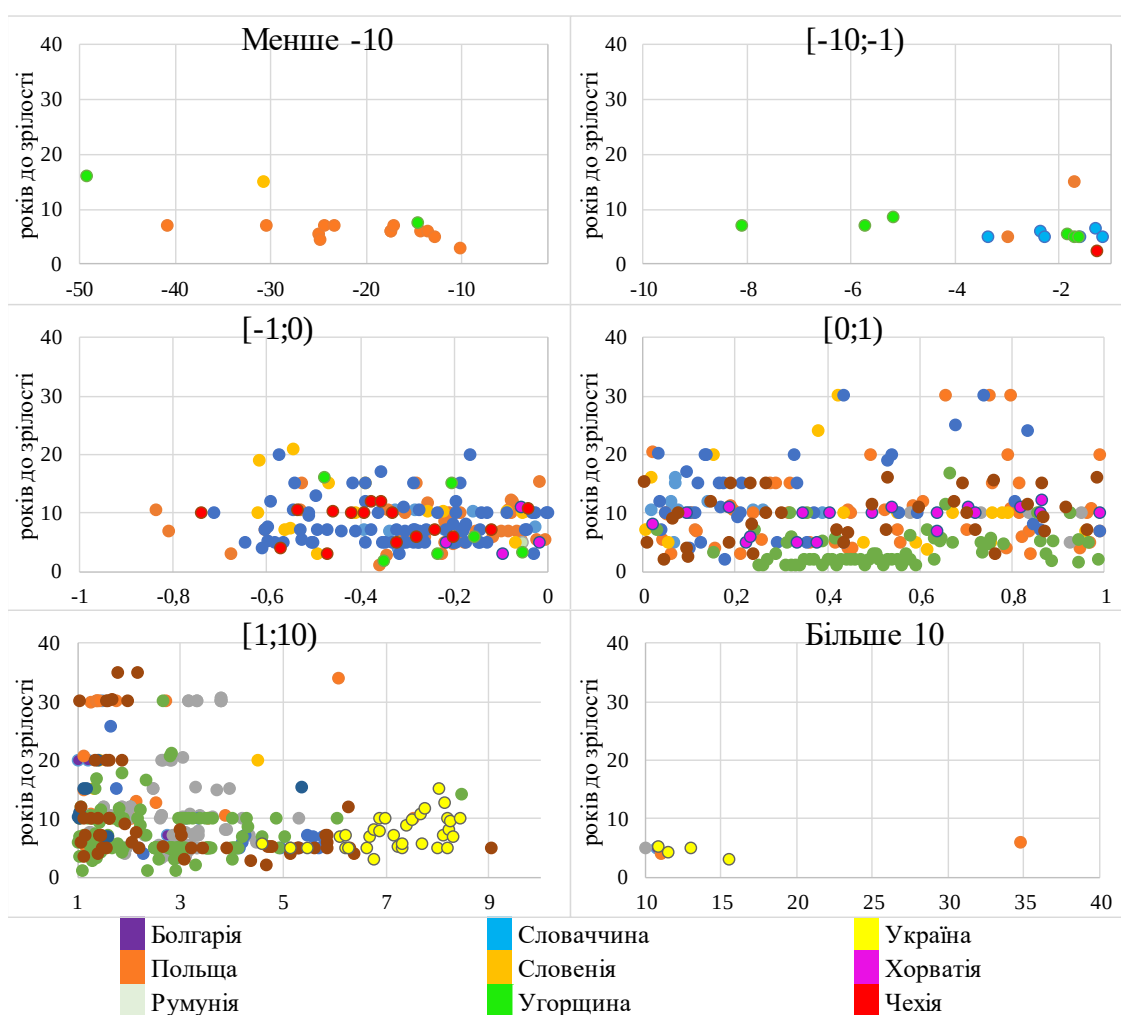


Рис. 2.11. Розподіл єврооблігацій країн Східної Європи за доходністю

Джерело: сформовано автором за допомогою програмного забезпечення Bloomberg

Відсоткова ставка облігацій емітентів Словенії також не перевищує 8%, з них 27 облігацій не перевищують відмітку в 5%. Відсоткова ставка за єврооблігаціями Угорщини коливається в межах 0,01–11% (227 облігацій з відсотковою ставкою до 5%). Українські облігації мають відсоткову ставку в межах 3,5–18% (найбільша кількість облігацій має ставку 7,125–7,95%). Єврооблігації Хорватії не перевищують 6,5%, а Чехії – 7,1%.

Основні українські емітенти єврооблігацій та характеристики їх боргових інструментів, що знаходилися в обігу у 2020 році наведено в табл. 2.7.

Таблиця 2.7

Параметри корпоративних єврооблігацій українських емітентів у 2020 році

Підприємство-емітент	Дата погашення	Обсяг емісії	Купон, %	Рейтинг (Fitch)
1	2	3	4	5
ПАТ «Укрзалізниця»	15.09.2021	500 млн \$	9,875	B
ПАТ «Укрзалізниця»	9.07.2024	595 млн \$	8,250	B
ТОВ «Кернел»	01.31.2022	500 млн \$	8,875	B+
ТОВ «Кернел»	17.10.2024	300 млн \$	6,500	BB–
ТОВ «Кернел»	27.10.2027	300 млн \$	6,750	BB–
ТОВ «Метінвест Холдинг»	23.04.2023	946 млн \$	7,750	B–
ТОВ «Метінвест Холдинг»	17.06.2025	300 млн €	5,625	BB–
ТОВ «Метінвест Холдинг»	23.04.2026	648 млн \$	8,500	B
ТОВ «Метінвест Холдинг»	1.10.2027	333 млн \$	7,650	BB–
ТОВ «Метінвест Холдинг»	17.10.2029	500 млн \$	7,750	BB–
ПАТ «Нафтогаз України»	19.07.2024	600 млн €	7,125	B
ПАТ «Нафтогаз України»	8.11.2026	500 млн €	7,625	B
ТОВ «Інтерпайп Україна»	13.05.2026	300 млн \$	8,380	B
ТОВ «Мрія Фармінг»	31.12.2025	208 млн \$	2,500	–
АТ «Ощадбанк»	10.03.2023	700 млн \$	9,375	B
АТ «Ощадбанк»	20.03.2025	500 млн \$	9,625	B
АТ «Приватбанк»	9.02.2021	220 млн \$	11,00	–
ТОВ «ДТЕК Енерго»	31.12.2027	1,645 млн \$	5,00	CCC
ТОВ «ДТЕК Нафтогаз»	31.12.2026	425 млн \$	6,750	B–
АТ «Укрексімбанк»	27.04.2022	750 млн \$	9,625	B

Продовження табл. 2.7

1	2	3	4	5
АТ «Укрексімбанк»	9.02.2023	125 млн \$	7,210	ССС–
АТ «Укрексімбанк»	22.01.2025	600 млн \$	9,750	В
АТ «Укрексімбанк»	14.11.2029	100 млн \$	9,950	–
ТОВ «ДТЕК ВДЕ»	12.11.2024	325 млн \$	8,500	В–
ПРАТ «ВФ Україна»	11.02.2025	500 млн \$	6,200	В
ПрАТ «МХП»	10.05.2024	500 млн \$	7,750	В+
ПрАТ «МХП»	3.04.2026	550 млн \$	6,950	В+
ПрАТ «МХП»	19.09.2029	350 млн \$	6,250	В+

Джерело: [55; 198; 208]

Незначний перелік емітентів українських єврооблігацій пов'язаний з тим, що процедура виходу на ринок єврооблігацій наразі доступна тільки для великих акціонерних товариств. Отже, підприємства повинні мати значні обсяги чистих продаж, коефіцієнт покриття ЕВІТ та низький рівень відношення зобов'язань до активів. Так, чисті продажі ПАТ «Укрзалізниця» становлять 3,5 млн дол. США, ТОВ «Кернел» – 2,4 млн дол США, ТОВ «Метінвест Холдинг» – 10,8 млн дол США, ПАТ «Нафтогаз України» – 5,8 млн дол США, ПРАТ «ВФ Україна» – 619 млн дол. США, ПрАТ «МХП» – 1,6 млн дол. США. У середньому коефіцієнт покриття ЕВІТ даних підприємств складає 2,49%, а зобов'язання – 27,05% від власного капіталу. Варто зазначити, що протягом 2014–2020 рр. не найкращим чином зарекомендували себе на ринку єврооблігацій такі українські корпорації як UkrLandFarming, ТОВ «Мрія Фармінг» та AVANGARDCO IPL, які не могли обслуговувати борг як перед іноземними інвесторами, так і перед національними кредиторами.

У ТОВ «Мрія Фармінг» проблеми почалися в серпні 2014 року, коли компанія не змогла виплатити 9 млн дол. США процентного доходу за єврооблігаціями. Незабаром кредитори зажадали достроково погасити єврооблігації на 400 млн дол. США. У результаті холдинг оголосив технічний дефолт. Його колишнє керівництво запропонувало кредиторам просто списати 900 млн дол. США боргу. Загальний же кредитний портфель холдингу досягав

1,3 млрд доларів. Домовленості дійшли у 2018 році, у результаті чого борг за корпоративними облігаціями було реструктуризовано.

UkrLandFarming у 2013 році розмістив доларові п'ятирічні єврооблігації під 10,875% річних, однак у 2016 році через нестачу ліквідності було проведено капіталізацію 8,375% дивідендів. У листопаді 2019 року група кредиторів холдингу заявила, що загальна сума тіла боргових зобов'язань складає 1,65 млрд доларів США, з яких: близько 1,25 млрд дол. США боргових зобов'язань перед міжнародними кредиторами та близько 400 млн дол. США – перед українськими банками (зокрема державними Укресімбанком, Ощадбанком). У свою чергу борг перед міжнародними кредиторами складався з близько 775 млн доларів у вигляді єврооблігацій і 475 млн доларів у вигляді кредитної заборгованості перед європейськими й американськими банками. У 2020 році власника компанії оголосили у розшук за відмивання грошей, розтрату та незаконне збагачення, і він залишив країну.

Такі прецеденти негативним чином впливають на всіх наявних та потенційних емітентів єврооблігацій України, адже рівень довіри іноземних інвесторів до країни знижується. Отже, нові емітенти повинні зарекомендувати себе як надійних партнерів, щоб забезпечити залучення капіталу на основі даного фінансового інструмента.

Дослідження досвіду ефективного розміщення єврооблігацій підприємствами країн Східної Європи дозволяє стверджувати, що даний фінансовий інструмент слід розглядати не як одноразовий механізм залучення фінансових ресурсів, а як механізм постійного залучення капіталу. За таких умов, суттєву роль відіграє перше розміщення єврооблігацій, в ході якого буде сформований певний імідж емітента, а отже його привабливість для інвесторів міжнародних ринків капіталу. Саме від цього залежить перспектива майбутніх угод на ринку єврооблігацій та можливість виходу на інші міжнародні ринки капіталу.

Відтак, пропонуємо деталізувати процедуру первинного розміщення єврооблігацій, що сприятиме успішному виходу українських підприємств на міжнародні ринки капіталу. Для інвесторів позичати кошти юридичній особі більш ризиковано, ніж позичати уряду через підвищений кредитний ризик, тобто ризик дефолту. Процентна ставка облігаційного інструменту повинна відображати цей ризик і винагороджувати інвестора за прийняття додаткового ризику. Отже, процентна ставка корпоративних облігацій часто вища, ніж для інших подібних державних облігацій.

Базу інвесторів випуску єврооблігацій емітента, як правило, складають великі корпоративні пенсійні та інвестиційні фонди, страхові компанії, банки та інші досвідчені інвестори, які шукають інвестицій зі стабільним та надійним грошовим потоком. Управлінська група на чолі з провідним менеджером (лід-менеджером) часто залучається для допомоги емітенту у випуску. Відповідальність керуючої групи полягає в тому, щоб розмістити випуск на ринку та продати облігації інвесторам. Як правило, випуск великих облігацій здійснюється або керуючими групами, або окремими групами андеррайтингу. Групи продажу також можуть бути використані для продажу облігацій інвесторам.

Для обслуговування та адміністрування облігацій протягом їхнього життя повинна бути призначена довірена особа власника облігацій або фіскальний агент. Роль довіреної особи власника облігацій полягає у представництві власників облігацій та захисті їх інтересів. Роль фіскального агента – діяти як агент емітента та захищати інтереси емітента. Довірену особу власника облігацій призначають, а також обирають платіжних агентів для обслуговування випуску та сприяння комунікації між сторонами в різних країнах [21].

Очевидно, між сторонами синдікованих позик та сторонами корпоративних облігацій існує багато подібностей. Емісія великого обсягу

єврооблігацій часто синдикується, а процесом синдикації часто керує лід-менеджер. В обох випадках агент або довірена особа призначається для виконання адміністративних функцій, які вимагаються за договором облігації або синдикованої позики.

Облігації випускаються для задоволення довгострокових та короткострокових вимог до фінансування. Щоб випуск був повністю передплачений та привернув інтерес інвесторів, ще до анонсування емісії потрібно прийняти багато рішень. Незважаючи на те, що теоретично коригування можуть бути зроблені після дати оголошення, основні умови повинні бути визначені вже на ранній стадії. Згідно з ринковою практикою, пізніші коригування проводяться виключно у надзвичайних обставинах.

Отже, дуже важливо бути знайомим з ринком, щоб структурувати емісію відповідно до очікувань інвесторів. До надання мандату лід-менеджеру, потенційний керівник, як правило, робить презентації щодо поточної та майбутньої ринкової кон'юнктури та способу структурування випуску.

Структура випуску повинна відображати вимоги емітента щодо суми, строку погашення та валюти. Факторами, важливими при виборі валюти, є питання, що стосуються витрат на позики та управління ризиками. Що стосується управління останнього, то емітент повинен надавати перевагу валюті грошових потоків своєї господарської діяльності. Прикладом цього є позитивна кореляція між наявністю дочірнього підприємства у валютній зоні та випуском облігацій, позначених у цій валюті. Однак, невідповідність потоків активів та пасивів можна усунути, використовуючи похідні фінансові інструменти, такі як SWAP-обміни валют [149].

З іншого боку, інвестори, як правило, хочуть бути впевненими у поверненні поточних та майбутніх витрат. Що стосується витрат на позики, вони часто визначаються за інституційними чинниками, такими як податки, регуляторне навантаження, розмір та ліквідність ринку. Ось чому багато

єврооблігацій позначаються у великих валютах, таких як євро, GBP, USD або японська єна. Емітент може вибрати емісію облігацій на ринку з найменшими витратами, а потім перейти в бажану валюту за допомогою SWAP.

Позики у фізичних осіб та установ шляхом випуску облігацій відрізняються від запозичень у банку. Як правило, банк має добре встановлені стосунки зі своїми клієнтами, і тому може робити обґрунтовану оцінку ризиків, пов'язаних із позикою. Позики у населення в цьому відношенні відрізняються. Звичайно, деякі інвестори мають хороші стосунки з конкретним емітентом і постійно інвестують у нові випуски цього емітента, особливо якщо емітент – це відома корпорація з хорошою репутацією на ринку. Однак, якщо емітент не може розраховувати на такі відносини, він повинен завоювати довіру потенційних інвесторів та надати їм інформацію, необхідну для належної оцінки ризиків, пов'язаних з облігаціями. В окремих питаннях можуть бути необхідні кампанії з громадськістю, корпоративна реклама або «дорожні шоу» для зустрічі з інституційними інвесторами для просування емітента та випуску до цільової групи інвесторів [19].

Зазвичай процес випуску облігацій починається з того, що емітент запрошує ряд інвестиційних банків конкурувати за роль лід-менеджера. Конкуруючі учасники обговорюють питання з емітентом, пропонують винагороду та вказують, за якою ціною вони можуть продати емісію інвесторам. Часто обраним керівником емітента стає кандидат, з яким у емітента вже є хороші стосунки. Якщо за роль провідного менеджера змагається багато кандидатів, вибір буде заснований на таких факторах, як гонорар, який стягуватиме лід-менеджер, готовність провідного менеджера вирішувати проблеми на вторинному ринку, історія вирішення подібних питань, і наскільки великою є база потенційних інвесторів у банку. Звичайно, важливим фактором, який слід враховувати, є також репутація банку на ринку розміщення подібних облігацій. Крім того, вважаємо, що роз'яснення потребують такі питання:

– аналітичне покриття емітенту та його кредитоспроможності – для стимулювання попиту інвестори повинні мати доступ до досліджень щодо фінансового стану підприємства, перспектив розвитку галузі та конкурентного аналізу;

– торгівля на вторинному ринку – інвесторам потрібні облігації, які є ліквідними та можуть бути перепродані в будь-який момент часу. Хоча протягом декількох днів після випуску єврооблігацій лід-менеджер надаватиме підтримку ліквідності випуску, емітент повинен бути впевнений, що така підтримка триватиме на рівні, що відповідає розміру випуску. Як результат, банк повинен мати створений вторинний торговий пункт та мати можливість надавати історію торгових облігацій, випущених корпораціями, подібними до підприємства-емітента (наприклад, подібний кредитний рейтинг, галузевий або географічний розподіл операцій). Крім того, банки з активним відділом вторинної торгівлі можуть надати емітенту більш поінформовану та релевантну ринкову інформацію, ніж ті банки, які здійснюють виключно операції з облігаціями.

Вважаємо за доцільне виділення п'яти груп критеріїв, які важливо врахувати при відборі лід-менеджера (рис. 2.12).

Провідний менеджер зберігає за собою право визначати ціну випуску. Ці критерії можуть допомогти емітенту в об'єктивному рейтингуванні кожної фінансової установи, а також дозволять банкам адаптувати свої презентації до конкретних потреб емітента та уникнути концентрації уваги банкірів на невідповідних матеріалах під час виступу. Корисним засобом вибору лід-менеджера є спілкування з низкою інвесторів із фіксованим доходом. Банки, як правило, надають емітенту інвесторів із можливим фіксованим доходом, і емітент повинен зустрічатися з цими інвесторами (без присутності банків). Враховуючи те, що інвестори з фіксованим доходом постійно перебувають на ринку єврооблігацій, вони визначатимуть свої улюблені банки з фіксованим

доходом. Оскільки інвестори є кінцевими клієнтами емітента, до цієї поради слід ретельно прислухатися.

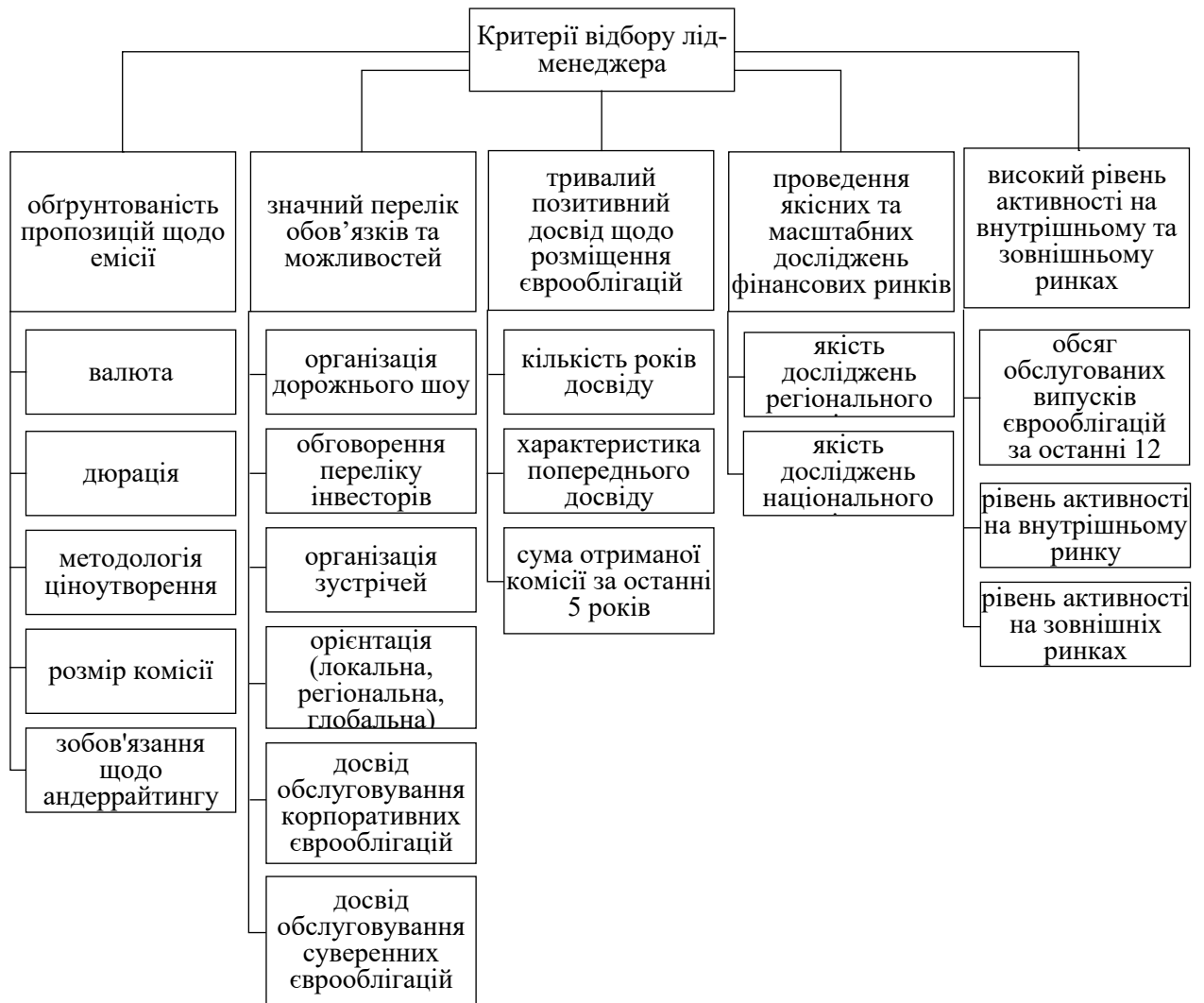


Рис. 2.12. Критерії відбору лід-менеджера емітентом корпоративних облігацій

Джерело: розроблено автором

Відповідно, емітент точно не знатиме відсотків, купонів або ціни, за якою емісія буде продана інвесторам до моменту надання мандату. У цих угодах попередній проспект розсилається групі фінансових установ, яким надано право реагувати на запропоновані цінові умови. Це дозволяє емітенту та лід-менеджеру протестувати ринок до фіксації остаточних умов. Головною перевагою угод з відкритою ціною є те, що вона забезпечує захист від

несприятливих рухів ринку. Якщо відбудуться такі рухи, емітент може припинити випуск або скоригувати умови ціноутворення відповідно до змінених умов. Незважаючи на те, що більшість випусків єврооблігацій сьогодні здійснюються за попередньою ціною, угоди з відкритою ціною все ще використовуються.

На сьогодні більшість випусків єврооблігацій мають попередню ціну. У попередніх цінових угодах усі умови ціноутворення включаючи суму, валюту, термін погашення, ціну пропозиції, ставку або способи обчислення відсотків, а також ціну викупу узгоджуються до надання мандату. Зазвичай ці умови регулюються договором та тому можуть бути змінені до дня підписання. Це надає як емітенту, так і провідному менеджеру гнучкість у пристосуванні умов ціноутворення з урахуванням попиту та запиту потенційних інвесторів [226].

Альтернативою попередньо встановленої ціни є куплена угода, що означає, що лід-менеджер сам купує весь випуск і всі облігації на умовах ціноутворення, узгоджених з емітентом, а потім продає їх інвесторам. Це питання ринкової практики, що провідний банк, який укладає придбану угоду, юридично зобов'язується придбати сукупну емісію самостійно на узгоджених умовах. Однак, якщо пропозиція лід-менеджера робиться за контрактом, він не буде юридично зобов'язаний, поки не будуть підписані необхідні юридичні документи, якщо не може бути доведено протилежний намір.

Після обрання лід-менеджера емітент надає йому мандат на ініціювання процесу випуску. Мандат виражається в мандатному листі. Мандатний лист – це комерційне порозуміння, яке дозволяє сторонам продовжувати процес емісії до того, як буде складена офіційна та необхідна документація. Як зазначалося вище, більшість випусків єврооблігацій мають попередню ціну. Отже, фінансові та цінові умови в мандатному листі можуть бути детально описані [195].

Лід-менеджер несе відповідальність за підготовку необхідних документів, що беруть участь у випуску. Ці проєкти документів включають проспект,

договір про підписку, договори андерайтингу, угоди про купівлю-продаж, угоди менеджерів, угоди про лістинг, договір довіри або договір з фіскальним агентством. Провідний менеджер також відповідає за організацію біржового лістинга. Крім того, провідний менеджер повинен узгодити умови випуску з емітентом, вибрати членів синдикату андерайтерів, узгодити умови їх залучення і згодом розмістити випуск на первинному ринку.

Важливо розуміти, що лід-менеджер також є частиною групи андерайтингу. Лід-менеджер відповідає за узгодження підписки та договору андерайтингу з емітентом на рахунок синдикату. Звичайно, провідний менеджер повинен захищати інтереси синдикату під час цих переговорів. Оскільки головний менеджер часто є частиною синдикату, він має власний інтерес вести переговори добросовісно.

Розміщення облігацій запускається через оголошення, де лід-менеджер зв'язується з потенційними покупцями для презентації випуску. Початковий та неофіційний запит супроводжується офіційним запрошенням взяти участь у синдикаті. Офіційне запрошення включає всі необхідні дані про облігації, такі як ціна підписки, відсотки, валюта, термін погашення, ціна викупу, рейтинги, гарантії, забезпечення, негативні застави, дострокове погашення, обмеження продажу, перехресне невиконання зобов'язань та форс-мажорні обставини, які підлягають умовам договору. Крім того, запрошення включає інформацію про емітента, графік провадження та податкові обмеження, що застосовуються до випуску. Запрошення також має містити специфікацію витрат лід-менеджера, таких як судові витрати та витрати на друк необхідної документації [12].

Зважаючи на те, що емітенти єврооблігацій зацікавлені у залученні уваги значної кількості потенційних інвесторів, досить широкого розповсюдження набула практика дорожнього шоу, тобто серії презентацій, проведених у різних місцях, що ведуть до первинної публічної пропозиції. Формати дорожнього шоу бувають такими [143]:

- індивідуальні зустрічі – як правило, найефективніші, але надзвичайно трудомісткі. Вони повинні використовуватися лише для великих або стратегічно важливих інвесторів;

- групові презентації – корисний спосіб спілкування з масовою аудиторією, але потребує часу для приватних питань після зустрічі (як банкіри, так інвестори з фіксованим доходом захочуть поставити свої питання у приватному форматі);

- Дорожнє шоу Bloomberg – це прийнятий спосіб спілкування з масовою аудиторією зі зручністю для інвестора про те, що шоу можна дивитись у свій час (і переглядати у своєму темпі);

- конференц-дзвінки для інвесторів – такі дзвінки можуть бути складними для емітента, оскільки він часто перебуває сам у кімнаті з конференц-телефоном і не може прочитати реакцію інвесторів. Однак, інвестори вважають їх стандартним інструментом комунікації, який може охопити широку аудиторію (як правило, безпосередньо перед запуском облігацій);

- Інтернет-презентації – презентація на веб-сайті компанії ще більше розширює аудиторію потенційних інвесторів і є корисним інструментом для спрямування інвесторів із фіксованим доходом, які хочуть більше зрозуміти компанію.

Також, варто зазначити, що до дорожнього шоу можуть бути залучені ко-андерайтери, які можуть розширити коло інвесторів та потенціал по формуванні книги попередніх інтересів зі сторони інвесторів.

Зазвичай випуску цінного папера передують публікація проспекту. Після ініціації запуску лід-менеджер надсилає проспект з інформацією про емітента та випуск потенційним членам синдикату. Зазвичай проспект складається спільно емітентом та провідним менеджером.

Проспект повинен містити інформацію про емітента, таку як: історія, право власності, напрямок діяльності, продажі, оборот, працівники, пенсійні зобов'язання, директори, старші керівники, перевірені фінансові показники за останні п'ять років та останні фінансові звіти. Крім того, проспект включає деталі щодо проблем, переліку членів синдикату, юрисконсультів, платіжних або фіскальних агентів та довірених осіб, якщо такі є, а також опис усіх комісійних або витрат. Він також повинен деталізувати будь-які обмеження продажу, положення оподаткування та відповідність положенням фондової біржі чи іншим нормам. Інші юридичні документи, такі як контракти, договір андерайтингу, юридичні висновки та інші документи, також можуть бути додані до проспекту. Іноді ці документи не розсилаються потенційним інвесторам, але зберігаються у вказаному місці для перевірки.

Зазвичай проспект також містить деталі, що необхідні, коли випуск має бути внесений на офіційний обмін. Отже, форма та зміст проспекту повинні відповідати вимогам до переліку реквізитів на фондовій біржі, на яку має бути розміщений випуск. Метою цих вимог є сприяння інвесторам у прийнятті обґрунтованого інвестиційного рішення щодо придбання облігацій.

Після оголошення буде подано офіційну заявку на вступ на офіційну біржу. У цьому процесі лід-менеджер відіграє важливу роль. Законодавство не передбачає жодної вимоги, згідно з якою облігації повинні котируватися на офіційній біржі. Однак, лістинг надає багато переваг. Головною перевагою є те, що це розширює базу потенційних інвесторів, оскільки багатьом великим інституційним інвесторам, таким як пенсійні фонди, страхові компанії та банки, дозволяється тримати цінні папери, що котируються на біржі. Отже, якщо облігації не котируються, вони не можуть бути придбані такими великими інвесторами. Ще однією перевагою є те, що фондова біржа котирує поточну ринкову ціну облігацій.

Основним недоліком лістингу є те, що емітент повинен виконувати вимоги щодо розкриття інформації на фондовій біржі. Для цього емітент повинен надавати постійну інформацію та повідомляти ринки про події, які можуть вплинути на здатність емітента виконувати свої зобов'язання. Це полегшує інвесторам процес прийняття ділових рішень щодо того, купувати чи продавати певну облігацію за найкращою доступною ціною. Найбільш поширеними фондовими біржами випуску єврооблігацій є Лондонська та Люксембурзька біржі.

Через кілька тижнів після надання мандату та через сім-чотирнадцять днів після дати оголошення відбудеться офіційне підписання юридичних документів. Це момент, коли юридичні зобов'язання виникають у страховиків. У попередніх розділах було помічено, що умови, викладені в офіційному запрошенні та проспекті, підлягали договору. Договори, узгоджені під час підписання, роблять умови випуску визначеними та юридично обов'язковими.

На даний момент підписується щонайменше два, а іноді й три документи: Угода про підписку, Угода між Менеджерами, а в деяких випадках Угода про андерайтинг та Угода про Групу продажів, які визначають спосіб продажу та розміщення облігацій. Однак, сьогодні Угода про андерайтинг та Угода про групу продажів використовуються рідко.

Розподіл відбувається після підписання юридичних документів. Під час розподілу надсилається повідомлення всім менеджерам, які виявили зацікавленість підписатися на певну кількість облігацій. Повідомлення вважається юридично обов'язковою пропозицією емітента менеджерам продати облігації від імені емітента. Як правило, у питаннях із попередньо встановленими цінами розподіл здійснюється на робочий день після запуску або, принаймні, якомога швидше після організації синдикату.

Відповідно, повідомлення, що містить «алотмент» (порядок розподілу нової емісії облігацій), слід розглядати, як юридично обов'язкову пропозицію

лід-менеджера членам синдикату підписатися на певну кількість облігацій. Пропозиція приймається менеджерами, коли кошти передаються провідному менеджеру в день закриття.

При закритті розподіл приймається менеджерами, коли кошти авансуються провідному менеджеру. Це момент, коли випуск набуває чинності. Зазвичай закриття відбувається приблизно через тиждень після підписання юридичних документів. Також під час закриття підписуються інші документи, такі як договір довіри та договори основного платіжного агентства або угода про фінансове агентство. Ці документи визначатимуть обслуговування та адміністрування облігацій протягом терміну їх життя.

Узгоджена ціна закупівлі перераховується провідному менеджеру, який потім перерахує кошти за вирахуванням комісії та компенсації витрат емітенту. Одночасно емітент передає лід-менеджеру тимчасові глобальні облігації, які згодом замінюються постійними глобальними облігаціями або остаточними облігаціями. Тимчасова глобальна облігація передається провідним менеджером у дві клірингові палати Euroclear та Cedel. На практиці зберігач тримає інструмент облігацій від імені двох клірингових палат.

Оскільки операція з єврооблігаціями є публічною, оцінка її успіху є відносно простою. Після випуску облігацій, якщо ціна облігації зростає (ціна облігації зменшується), це означає, що емітент продав цінні папери з надбавкою. Якщо ціна зростає, то інвестори з фіксованим доходом «переплачують» за облігацію. Якщо емітент випускатиме лише одну єврооблігацію, то за інших рівних умов бажано, щоб ціна облігацій розширювалася на вторинному ринку. Однак, якщо емітент може випустити чергові єврооблігації, ціна облігацій повинна посилитися. Це дозволяє інвесторам із фіксованим доходом негайно одержати прибуток на ринку за облігаціями та зробить їх більш придатними для придбання майбутніх випусків у корпорації. Цей «ефект ореолу» є важливим психологічним інструментом

продажу на ринку єврооблігацій. Проблема, пов'язана зі створенням ефекту ореолу, полягає у забезпеченні обмеження жорсткості ціни облігацій. Загальний консенсус на ринку полягає в тому, що посилення двох базових точок є успішною угодою. Як правило, транзакція інвестиційного класу, яка суттєво перевищує два базових пункти була або неправильно оцінена, або оцінена в нестабільних ринкових умовах. Роль лід-менеджера полягає в тому, щоб забезпечити торгівлю єврооблігацій на ліквідному ринку. Це досягається тим, що лід-менеджер працює на «короткий термін», в якому перепродають єврооблігації. Щоб компенсувати короткий проміжок часу, лід-менеджер повинен придбати облігації на вторинному ринку і, таким чином, створити рівень попиту на вторинному ринку. Ця додаткова ліквідність дозволить короткостроковим інвесторам (часто їх називають «ластами») або інвесторам, яким недостатньо розподілено облігації, продати свої облігації без різкого падіння ціни на них. Оскільки коротка позиція може створити торгові втрати, навичка синдикального бюро полягає в тому, щоб забезпечити достатню, але розумну коротку позицію перед емісією облігацій [176].

Якщо підприємство планує в майбутньому здійснювати додаткову емісію єврооблігацій, важливо підтримувати постійний діалог з основними інвесторами з фіксованим доходом. Часто чується скарга інвесторів із фіксованим доходом на те, що вони «чують новини від емітентів лише тоді, коли це погані новини». Аналітики з фіксованим доходом цінують постійний діалог, і такий діалог дозволить емітенту створити ефект ореолу навколо підприємства як емітента. Налагодження діалогу є відносно простим. Емітент повинен додати фіксованих інвесторів до списку прес-релізів компанії, запросити інвесторів на банківські презентації та запропонувати конференц-дзвінок для інвесторів, якщо компанія проводить будь-яку значну корпоративну подію.

Розглянемо більш детально деталі емісій та історичну дохідність випусків однієї з найбільших агропромислових компаній в Україні - ТОВ «Кернел» (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

Параметри корпоративних єврооблігацій ТОВ «Кернел»

		Kernel Holding, 6.5% 17oct2024, USD XS2010040983	Kernel Holding, 6.75% 27oct2027, USD XS2244927823	Kernel Holding, 8.75% 31jan2022, USD XS1533923238
Рейтинг	Moody's/ S&P/ Fitch	-/ B+/ BB-	-/ B+/ BB-	- / B+/ BB-
Обсяг		300 000 000 USD	300 000 000 USD	213 110 000 USD
Разміщення		10.10.2019	21.10.2020	24.01.2017
Погашення		17.10.2024 (17.10.2022 CALL)	27.10.2027 (27.10.2023 CALL)	31.01.2022 (-)
Дохідність / Дюрація		4,128% MATURITY / 2,99 3,18% CALL / 1,269	5,139% MATURITY / 5,21 4,12% CALL / 2,180	2,197% MATURITY / 0,59
Параметри грошового потoku		Ставка купона 6.5% Метод розрахунку НКД 30E/360 Business Day Convention Following Business Day Початок нарахування купонів 17.10.2019 Періодичність виплати купонів 2 рази на рік Цена погашення 100% Дата погашення 17.10.2024	Ставка купона 6.75% Метод розрахунку НКД 30E/360 Business Day Convention Following Business Day Початок нарахування купонів 27.10.2020 Періодичність виплати купонів 2 рази на рік Дата погашення 27.10.2027	Ставка купона 8.75% Метод розрахунку НКД 30E/360 Business Day Convention Following Business Day Початок нарахування купонів 31.01.2017 Періодичність виплати купонів 2 рази на рік Дата погашення 31.01.2022
Спосіб розміщення	Відкрита підписка			
Тип розміщення	Публічне			
Ціна первинного розміщення (Прибутковість)		99,475% (7,83%)	100% (7,92%)	99,504% (8,79%)
Дюрація при розміщенні		2,74 років	5,61 років	4,1 років
Спред		515 бп (до казначейських облігацій США)	-	689 бп (до mid-свопами)
Лістинг	Ірландська ФБ			

Джерело: розроблено автором на основі [89]

У всіх зазначених випусках Платіжний агент - BNY Mellon (London branch), Трасти BNY Mellon Corporate Trustee Services, Юридичний консультант організаторів з міжнародного права – Latham & Watkins, Юридичний консультант організаторів за місцевим правом – у випусках 2024, 2027 року погашення – Sayenko Kharenko, у 2022 року погашення – Lenz & Staehelin, Sayenko Kharenko, Юридичний консультант емітента по міжнародному праву-Linklaters у перших двох, у третьому – Freshfields Bruckhaus Deringer. Юридичний консультант емітента по місцевому праву у випуску Kernel Holding, 6.5% 17 oct 2024, USD, Kernel Holding, 6.75% 27 oct 2027, USD – Avellum Partners, у Kernel Holding, 8.75% 31 jan 2022, USD – Avellum Partners, Harneys, Arendt & Medernach, Samuels Richardson & Co, Borel & Barbey.

Зазначені дані вказують на те, що ціна на даний борговий інструмент для ТОВ «Кернел» формувалася переважно під дією трьох факторів: термін до погашення, дохідність та спред. Так, корпоративні облігації від 2017 року були орієнтовані на п'ятирічний обіг, як і цінні папери від 2019 року, але останні мали вищу дохідність та спред, тому ставка купона була встановлена на нижчому рівні. При цьому корпоративні облігації від 2020 року мали найвищу дохідність, але й найдовший термін обігу, тому ставка купона перевищує рівень 2019 року, але нижче рівня 2019 року. На рис. 2.13 та рис. 2.14 можна прослідкувати як змінювався спред дохідності випусків порівняно зі спотовою кривою дохідності державних облігацій США, та побачити настрої інвесторів та відповідно зміни в дохідності емітента за відповідний проміжок часу.

На основі цих трьох випусків єврооблігацій ТОВ «Кернел» планував залучити фінансування в обсязі 813,11 млн доларів. Вартість даного боргового капіталу становила 6,5% у 2017 році, 6,75% у 2019 році та 8,75% у 2020 році. Для порівняння середня вартість залучення капіталу в іноземній валюті з банківського сектора для великих підприємств у 2017 році становила 6,8%, що вказує на доцільність прийняття рішення на користь єврооблігацій, у 2019 році

– 5,2%, а у 2020 році – 5% [98]. Вартість останніх двох випусків явно перевищує вартість банківського кредитування. Попри те, що обсяг необхідного кредитування ТОВ «Кернел» не перевищував 0,32% загального обсягу наданих кредитів нефінансовим корпораціям, загальний обсяг неможливо було забезпечити коштами однієї кредитної установи. Для прикладу обсяг фінансування одного суб'єкта господарювання АТ КБ «ПриватБанк» не перевищував 200 тисяч євро [15], а АТ КБ «Райффайзен банк» – 37,7 млн грн [16]. Крім того, банківське кредитування передбачає цільове використання коштів, в основному на придбання основних засобів, які виступають заставою. Так, АТ «Креді Агріколь Банк» надає доларові кредити в обсязі 75% від вартості проєкту під заставу придбаного майна під 6,5% річних та на умові щомісячної виплати відсотків. Натомість розміщення єврооблігацій не потребує заставного майна та має більш широкий спектр використання боргового капіталу.

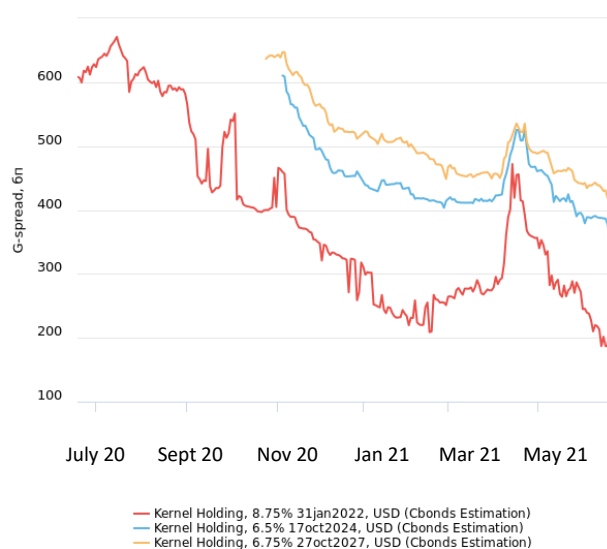


Рис. 2.13. G-spread по облігаціям ТОВ «Кернел»
Джерело: [89]

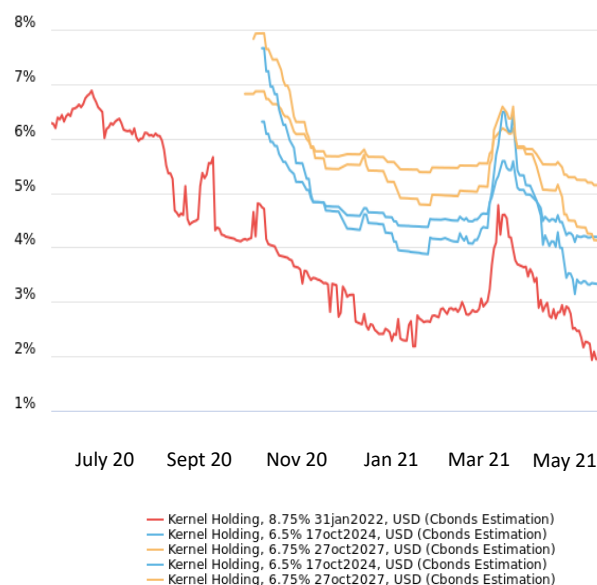


Рис. 2.14. Історична дохідність по облігаціям ТОВ «Кернел»
Джерело: [89]

Виходячи з вищезазначеного, ринок єврооблігацій виступає перспективним інструментом виходу українських підприємств на міжнародні ринки капіталу, але наразі він доступний тільки для великих корпорацій. Ще однією важливою перепорою є досвід іноземних інвесторів щодо співпраці з основними українськими емітентами єврооблігацій, які несвоєчасно погашали заборгованість і досі її не погасили. Відтак, забезпечення результативного розміщення єврооблігацій новими емітентами потребує детального відбору лід-менеджера, який відіграє важливу роль у процесі формування довіри інвесторів до українського емітента корпоративних єврооблігацій. Відбір найкращого лід-менеджера у відповідності до запропонованих критерії забезпечать притік капіталу до кожного конкретного підприємства, а й дозволять підвищити інвестиційну привабливість України та українських підприємств на міжнародних ринках капіталу.

Висновки до Розділу 2

У результаті проведеного аналізу становлення та розвитку ринку корпоративних облігацій Східноєвропейських країн було отримано наступні висновки:

1. У результаті аналізу ринку корпоративних облігацій Східної Європи було виявлено, що наразі для нього характерні такі особливості: посилене зростання запозичень корпоративних облігацій навіть на фоні пандемії COVID-19; тривале зниження загальної якості облігацій зі збільшенням обсягу випусків корпоративних облігацій інвестиційного класу у 2020 році; більший термін погашення та підвищена чутливість до ціни; засноване на рейтингах інвестування, пасивне управління та володіння корпоративними облігаціями;

коефіцієнти кредитного левериджу в межах рейтингу зросли; значне збільшення облігацій з рейтингом BBB та зменшення частоти зниження рейтингу; небезпека значних розпродажів облігацій, рейтинг яких знизився до неінвестиційного, що загрожує фінансовій стабільності.

2. Розглянуто ранжування ринків корпоративних облігацій на основі методики S&P, Moody's та Fitch та запропоновано власну методику ранжування на основі порівняння середньорічного відношення обсягу облігацій на балансі корпорацій до обсягу банківського кредитування країн Східної Європи. Ранжування здійснювалося на основі показників за 2014–2020 роки, у результаті чого було отримано п'ять рангів: I ранг – Чехія і Словаччина; II ранг – Польща; III ранг – Словенія, Хорватія; IV ранг – Болгарія, Угорщина; V ранг – Румунія, Україна. Методика дозволяє швидше оцінити інвестиційну привабливість облігацій, а результати є наближеними до рейтингів S&P, Moody's та Fitch. Крім того, вона дозволяє підприємствам приймати рішення щодо доцільності емісії корпоративних облігацій замість залучення банківського кредитування на певному ринку у поточному році.

3. Аналіз ринку корпоративних облігацій в Україні протягом 2014–2020 років дозволив встановити позитивні зміни в інституційному середовищі, які полягають у послідовній державній політиці щодо іноземних інвесторів, зростанні культури корпоративного управління, забезпеченні прозорої фінансової звітності підприємств. Саме ці зрушення виступають ключовими факторами, які сприятимуть розвитку ринку корпоративних облігацій України у майбутніх періодах.

4. Встановлено, що головним недоліком, який обмежує розвиток ринку корпоративних облігацій в Україні є небажання розкривати інформацію емітентами корпоративних облігацій, чим пояснюється переважна торгівля даними цінними паперами на позабіржовому ринку. Ще одним важливим недоліком є відсутність окремого біржового індексу щодо досліджуваного

фінансового інструмента. Біржові індекси в Україні або взагалі не враховують корпоративні облігації, або враховують їх на ряду з акціями та ОВДП.

5. У результаті аналізу єврооблігацій з фіксованою відсотковою ставкою емітентів країн Східної Європи було визначено, що переважна кількість облігацій має дохідність від -1% до 1%, а середній термін до зрілості складає 10 років. Переважна кількість єврооблігацій емітентів країн Східної Європи не перевищує 5%.

6. Сучасний стан ринку корпоративних облігацій України надає обмежені можливості підприємствам щодо залучення капіталу на основі даного фінансового інструмента, отже перед підприємствами постає необхідність виходу на міжнародні ринки капіталу, які надають доступ до значної кількості інвесторів з диверсифікованими потребами щодо корпоративних облігацій. Зазначено, що збільшення кількості надійних українських емітентів єврооблігацій сприятиме забезпеченню привабливості національного ринку корпоративних облігацій для іноземних інвесторів.

7. Доведено роль лід-менеджера у забезпеченні якісного підходу до емісії корпоративних єврооблігацій. Запропоновано перелік критеріїв відбору лід-менеджера, а саме: обґрунтованість пропозицій щодо емісії (валюта, дюрація, методологія ціноутворення, розмір комісії, зобов'язання щодо андеррайтингу), значний перелік обов'язків та можливостей (організація дорожнього шоу, обговорення переліку інвесторів, організація зустрічей, орієнтація, досвід обслуговування корпоративних єврооблігацій, досвід обслуговування суверенних єврооблігацій), тривалий позитивний досвід щодо розміщення єврооблігацій (кількість років досвіду, характеристика попереднього досвіду, сума отриманої комісії за останні 5 років), проведення якісних та масштабних досліджень фінансових ринків (якість досліджень регіонального рівня, якість досліджень національного рівня), високий рівень активності на внутрішньому та зовнішньому ринках (обсяг обслугованих випусків єврооблігацій за останні

12 місяців, рівень активності на внутрішньому ринку, рівень активності на зовнішніх ринках).

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора [35; 37; 38; 172].

РОЗДІЛ 3

ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНИ, ЯК ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

3.1. Економіко-математичне моделювання розвитку ринку корпоративних облігацій

Ринки облігацій є основним механізмом залучення довгострокового державного та приватного боргу для фінансування державних витрат та підтримки економічної активності та зростання. Ринки корпоративних облігацій були особливо стабільним і надійним джерелом термінового фінансування як для нефінансових, так і для фінансових корпорацій. Вони набули особливого значення після кризи та відходу від опори на традиційні форми банківського фінансування, які стають менш життєздатним за нових режимів капіталу. Згідно зі звітом IOSCO: «Ринки корпоративних облігацій можна вважати важливим компонентом економічного зростання, фінансової стабільності та економічного відновлення, особливо в умовах кризи. Вони забезпечують ключовий потік фінансування капіталу для фірм, що дозволяє їм розширюватися, впроваджувати інновації, пропонувати роботу та забезпечувати товари та послуги, які вимагає суспільство» [182].

У 2020 році європейськими емітентами, за оцінками, було емітовано 1623,8 млрд євро корпоративних облігацій. Нижче наведені дані щодо щомісячної емісії нових корпоративних облігацій (рис. 3.1).

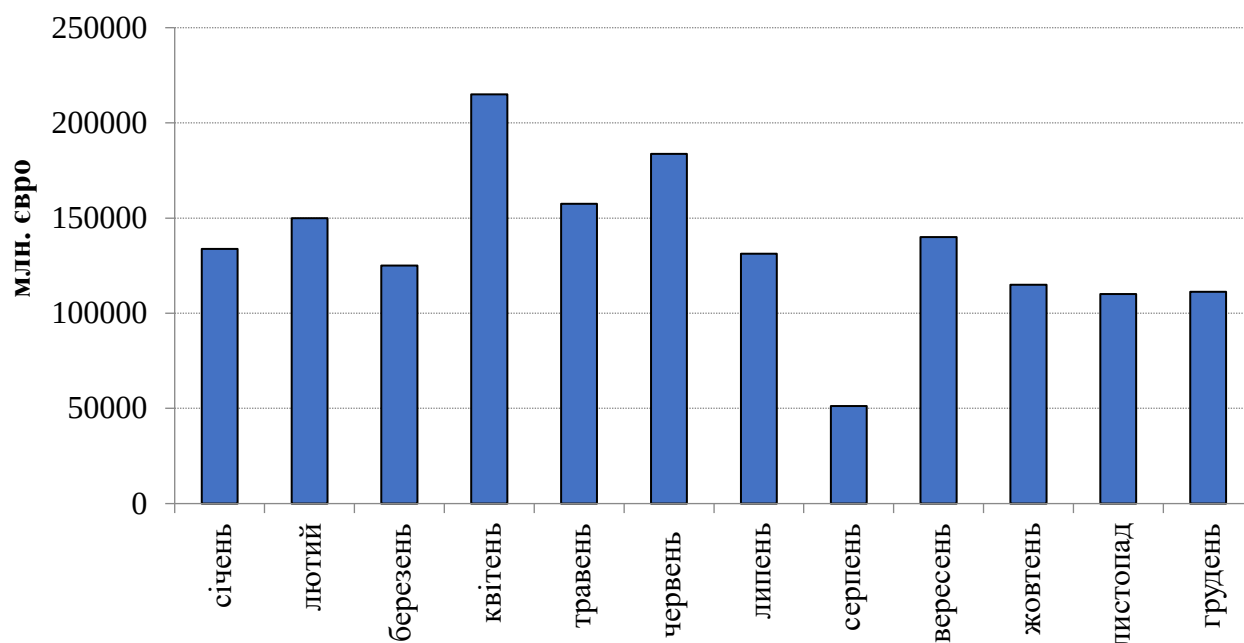


Рис. 3.1. Розвиток європейського ринку корпоративних облігацій у 2020 році

Джерело: [183]

Наразі зміни цін на ринку корпоративних облігацій вказують на велику економічну невизначеність. Пандемія COVID-19 та глобальні блокування, особливо в Європі, призвели до найглибшої рецесії з 1930-х років. Оцінки експертів вказують на скорочення економіки Євросоюзу приблизно на 10% у 2020 році. Попри це, очікується такий же стрімкий вихід з рецесії та відновлення економіки.

З середини лютого до середини березня 2020 року європейські ринки з фіксованим доходом були абсолютно дисфункціональними. Ризикові активи, включаючи корпоративні та місцеві облігації, вказували на найгірші результати в історії. На цьому тлі сила відскоку, яка розпочалася в середині березня і тривала протягом усього другого кварталу, була абсолютно вражаючою для багатьох учасників ринку. Другий квартал 2020 року став одним із найкращих кварталів за останнє десятиліття для корпоративних облігацій з високою дохідністю на ринках, що розвиваються [224].

Ринки облігацій заспокоїлись після нестабільного першого кварталу, протягом якого уряди та центральні банки країн висували агресивну та скоординовану в усьому світі монетарну та фіскальну реакції для пом'якшення наслідків пандемії COVID-19. Проблеми, з якими зараз стикаються країни, включають: подолання економічних наслідків від заходів блокування, пом'якшення ризику додаткових спалахів COVID-19 та оцінка довгострокового впливу збільшення боргу держав, підприємств та приватних осіб. Форма відновлення залишається під питанням, оскільки історичного прецеденту для глобальної зупинки економіки та її відновлення в таких масштабах мало.

Визначення перспектив розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні потребує побудови динамічної економіко-математичної моделі. Кужелєв М. та Юрова Д., проводячи оцінку розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні спиралися на показники торгівлі облігаціями на вторинному ринку [69]. Однак, вважаємо даний індикатор другорядним, адже від безпосередньо залежить від доступного обсягу корпоративних облігацій.

У дослідженні Іоргачової М. та Коцюрубенко Г. основним показником, за яким можна прослідкувати розвиток ринку є обсяг зареєстрованих випусків корпоративних облігацій [57]. Саме обсяг випусків корпоративних облігацій характеризує поточний стан ринку, а його збільшення вказує на розвиток. Дане твердження виходить з того, що доступність певного обсягу відповідного фінансового інструменту визначає обсяги торгівлі на вторинному ринку цінних паперів.

Формування ринку корпоративних облігацій залежить від ринків інших боргових інструментів. Як зазначалося у першому розділі, корпоративні облігації розглядаються як прогресивна альтернатива банківському кредитуванню. Таким чином, припускаємо, що зменшення доступності банківського кредитування для корпоративного сектора сприятиме нарощуванню емісії облігацій.

Акції як пайовий фінансовий інструмент виступає ще одним джерелом залучення інвестицій, яке протиставляється корпоративним облігаціям. Інвестори приймають рішення про вкладення коштів в акції та облігації, зважаючи на стан економічної ситуації та ринкову кон'юнктуру. Чимало авторів відзначають тенденцію до збільшення привабливості облігацій на противагу акціям у кризовий період [208; 252]. Інвестор прагне інвестування з меншим ризиком під час такого ринкового явища, що спричинено високим рівнем невизначеності довгострокової перспективи підприємств-емітентів акцій. Зважаючи на розподіл інвестиційних ресурсів між ринком акцій та ринком облігацій, можна стверджувати, що розвиток ринку акцій впливає на розвиток ринку корпоративних облігацій.

Ще одним аспектом, який впливає на збільшення ринку корпоративних облігацій є обсяг власних фінансових ресурсів, який визначає необхідність залучення боргових чи пайових фінансових інструментів. У даному аспекті доцільно виділити власний капітал, від якого залежить спроможність підприємств до нормальної господарської діяльності та розвитку. Атанасій О., Клименко С. та Шаповалова А. зазначають, що емісія корпоративних облігацій є одним зі шляхів оптимізації структури капіталу підприємства, тобто доповнення власного капіталу борговим [17]. Зазначене вказує на взаємозв'язок між рівнем наявного власного капіталу та необхідним рівнем боргового капіталу, що формують обсяг фінансових ресурсів підприємства, що необхідний для досягнення економічної ефективності.

Вважаємо, що розвитку ринку корпоративних облігацій України повинна розглядатися з позиції забезпечення пропозиції корпоративних облігацій, яка залежить від попиту підприємств на фінансові ресурси. Попит підприємств може забезпечуватися на основі власних та/або боргових фінансових ресурсів. Формування власних фінансових ресурсів залежить від результатів діяльності, а за умови їх недостатності підприємство або збільшує капітал на основі емісії

акцій, або вдається до боргових фінансових інструментів. Основними борговими інструментами для українських підприємств є кредити та корпоративні облігації. Прийняття рішення про відбір між кредитами, емісією акцій чи облігацій залежить від економічної ефективності зазначених джерел фінансування (рис. 3.2).

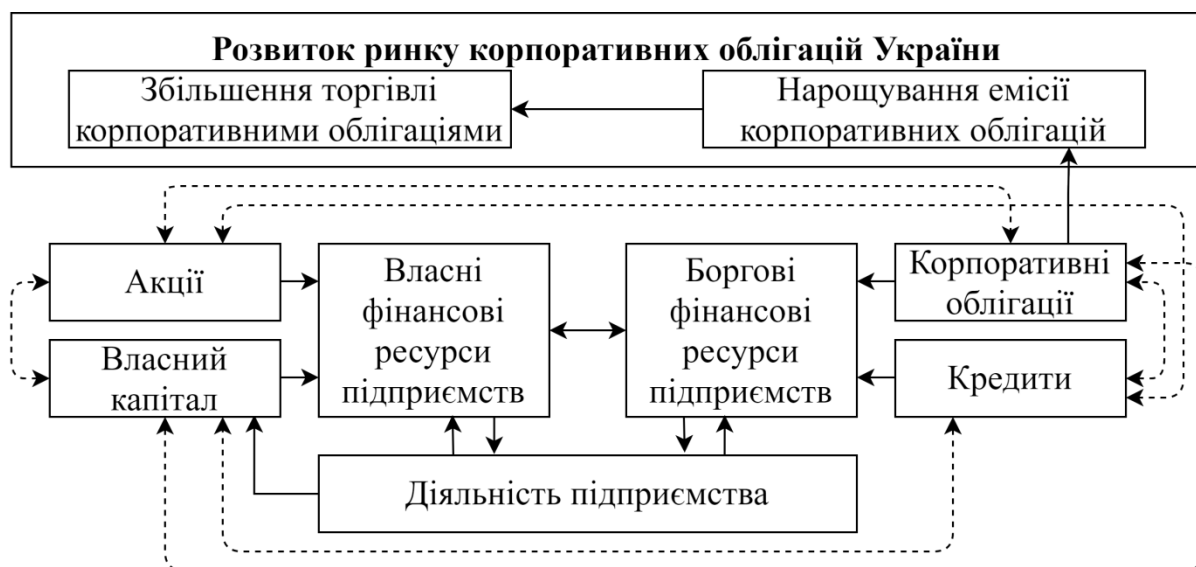


Рис. 3.2. Структура інструментів фінансування підприємства у моделі розвитку ринку корпоративних облігацій України

Джерело: розроблено автором

Зважаючи на те, що категорія «розвиток» ґрунтується на принципі послідовності, математична модель розвитку ринку корпоративних облігацій України повинна бути побудована не на основі лінійної регресії, а на основі динамічних часових рядів. Відтак, пропонуємо побудувати векторну авторегресійну модель (VAR) обсягу випусків корпоративних облігацій, яка залежить від обсягу кредитів наданих фінансовим корпораціям (крім банків) та нефінансовим корпораціям, обсягу випусків акцій та обсягу власного капіталу. Векторна авторегресія (VAR) є дієвою моделлю для макроекономічного прогнозування. Популярність частково впливає з відносної простоти, гнучкості та здатності відповідати даним, але також з успіху як пристрою прогнозування. На практиці VAR є системою регресійних моделей, яка розглядає всі змінні як

ендогенні і дозволяє кожній із них залежати від $t-n$ відсталих значень самої себе та всіх інших змінних у системі.

Попри те, що в процесі розвитку ринку корпоративних облігацій України приймають участі й інші фактори зовнішнього середовища, існують обмеження математичної моделі щодо кількості змінних, які можуть бути досліджені в межах даних щодо доступного проміжку часу. Наявні статистичні дані щодо обсягу випусків корпоративних облігацій в Україні охоплюють проміжок з 2000 до 2019 років, отже побудова достовірної VAR-моделі передбачає врахування тільки чотирьох змінних.

Вважаємо, що ринок корпоративних облігацій розвивається у відповідь на потребу підприємств у фінансових ресурсах, тобто важливо дослідити обсяг емісії і власного капіталу українських підприємств. Ще однією змінною вважаємо кредити, які являються альтернативою корпоративним облігаціям, і від ефективності яких приймається рішення про необхідність емісії. Останньою змінною, яку вважаємо доцільною в даній моделі є акції, адже рішення на користь боргового чи пайового фінансування залежить як від стану поточної діяльності, так і від перспектив майбутніх періодів.

Емпіричною базою дослідження виступають звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (щодо обсягу випусків акцій та облігацій), Національного банку України (щодо обсягу наданих корпораціям кредитів) та Державної служби статистики України (щодо обсягу власного капіталу корпорацій). Дослідження охоплює 20 років: з 2000 року по 2019 рік. Вхідні дані моделі наведено у табл. 3.1.

Таблиця 3.1

Вхідні дані для VAR-моделі

	Корпоративні облігації	Кредити надані корпораціям	Акції	Власний капітал корпорацій
	у	х1	х2	х3
	млрд грн	млрд грн	млрд грн	млрд грн
2000	0,07	18,47	15,49	95,52
2001	0,69	26,78	21,92	128,38
2002	4,27	38,33	12,80	144,30
2003	4,24	57,89	18,02	184,62
2004	4,11	72,43	28,34	275,31
2005	12,75	107,74	24,81	315,05
2006	22,07	163,19	43,54	426,58
2007	44,48	266,41	50,00	628,16
2008	31,35	453,45	46,14	691,50
2009	10,11	476,23	101,07	774,42
2010	9,49	514,39	40,59	870,29
2011	35,91	591,99	58,16	967,63
2012	51,39	621,65	15,84	1162,01
2013	42,47	711,22	64,23	1189,73
2014	29,01	804,42	144,35	903,20
2015	11,42	803,36	122,30	1396,13
2016	5,52	833,70	199,36	1491,94
2017	8,35	840,87	324,84	1499,70
2018	15,46	868,96	22,28	1231,14
2019	11,21	754,22	63,54	1329,42

Джерело: скомпоновано автором на основі: [45-47; 97; 135; 136]

З метою формування найбільш достовірної моделі було співставлено коефіцієнти детермінації рівнянь змінних для різних часових лагів. Відтак, найбільш точною є модель з часовим лагом в один та два роки.

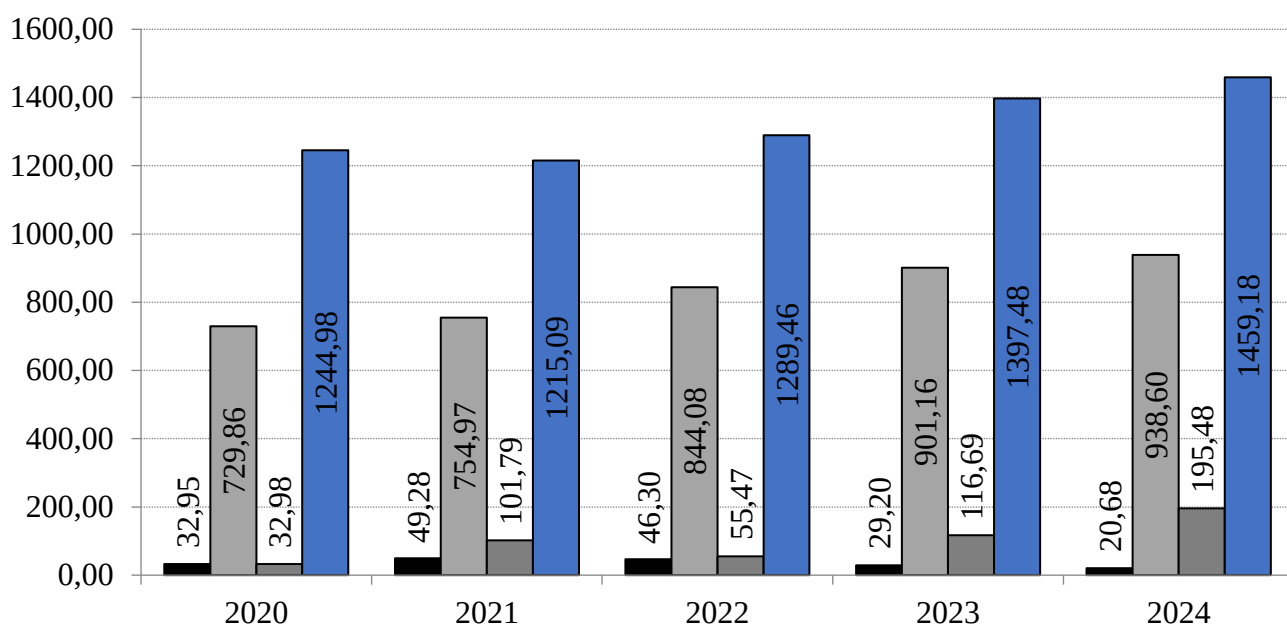
У результаті розрахунків була отримана наступна система рівнянь (3.1).

$$\begin{cases} y = 9.644 + 0.861 \cdot y^{-1} - 0.814 \cdot y^{-2} + 0.028 \cdot x_1^{-1} - 0.017 \cdot x_1^{-2} \\ \quad - 0.045 \cdot x_2^{-1} - 0.1 \cdot x_2^{-2} + 0.018 \cdot x_3^{-1} - 0.002 \cdot x_3^{-2}; \\ x_1 = 11.231 + 2.407 \cdot y^{-1} + 0.421 \cdot y^{-2} + 0.684 \cdot x_1^{-1} + 0.045 \cdot x_1^{-2} \\ \quad + 0.292 \cdot x_2^{-1} - 0.106 \cdot x_2^{-2} + 0.185 \cdot x_3^{-1} - 0.08 \cdot x_3^{-2}; \\ x_2 = -8.567 - 4.426 \cdot y^{-1} + 0.937 \cdot y^{-2} + 0.526 \cdot x_1^{-1} - 0.632 \cdot x_1^{-2} \\ \quad - 0.424 \cdot x_2^{-1} - 0.553 \cdot x_2^{-2} + 0.282 \cdot x_3^{-1} + 0.027 \cdot x_3^{-2}; \\ x_3 = 256.617 + 4.356 \cdot y^{-1} - 6.881 \cdot y^{-2} + 2.645 \cdot x_1^{-1} - 0.022 \cdot x_1^{-2} \\ \quad + 0.205 \cdot x_2^{-1} - 0.23 \cdot x_2^{-2} + 0.007 \cdot x_3^{-1} - 0.769 \cdot x_3^{-2}. \end{cases} \quad (3.1)$$

Дана система рівнянь дозволяє розробити прогноз показників. Динамічність моделі передбачає, що поточний рівень кожного показника залежить від рівня y , x_1 , x_2 та x_3 у $t-1$ періоді та $t-2$ періоді.

У економіко-математичній моделі (3.1) не було враховано дані за 2020 рік, адже наразі недоступна інформація щодо обсягу власного капіталу підприємств. Однак, подальше прогнозування передбачає врахування цих даних. У 2020 році підприємства України здійснили емісію корпоративних облігацій на суму 32,95 млрд грн та акцій на суму 32,98 млрд грн, а обсяг банківського кредитування становив 729,86 млрд грн. Обсяг власного капіталу, відповідно до прогнозу моделі, становить 1244,98 млрд грн. Отже, на фоні розгортання пандемії COVID-19 у 2020 році підприємствам було надано на 3,23% менше кредитів, їх власний капітал зменшився на 6,35%, а обсяг емісії акцій – на 48,09%. При цьому відзначалося збільшення обсягу емісії корпоративних облігацій на 193,93%. Загалом пул фінансування на основі зазначених джерел зменшився на 5,45%.

Зазначені дані дають можливість розрахувати прогнозні показники на 2021–2024 роки (рис. 3.3).



■ Корпоративні облігації ■ Кредити надані корпораціям ■ Акції ■ Власний капітал корпорацій

Рис. 3.3. Прогноз розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні на 2020–2024 роки, млрд грн

Джерело: розраховано автором на основі VAR-моделі (Додаток 3)

Відтак, обсяг власного капіталу підприємств України, відповідно до прогнозу, має тенденцію до зростання (середньорічний темп зростання 104,13% протягом 2021–2024 рр.), обсяг емісії акцій – також (з суттєвим збільшенням у 2021 році – на 68,81 млрд грн та суттєвим зменшенням у 2022 році – на 46,32 млрд грн). Темп зростання обсягу банківського кредитування становитиме 106,54%, а обсягу емісії корпоративних облігацій – 94,35% (при суттєвому зростанні у 2021 році).

Такі тенденції потребують деталізації з позиції визначення впливу різних джерел фінансування на розвиток ринку корпоративних облігацій. З цією метою проведемо дослідження ступеня впливу трьох факторів на зміну обсягу емісії корпоративних облігацій на основі декомпозиції дисперсії у середовищі EViews (рис. 3.4).

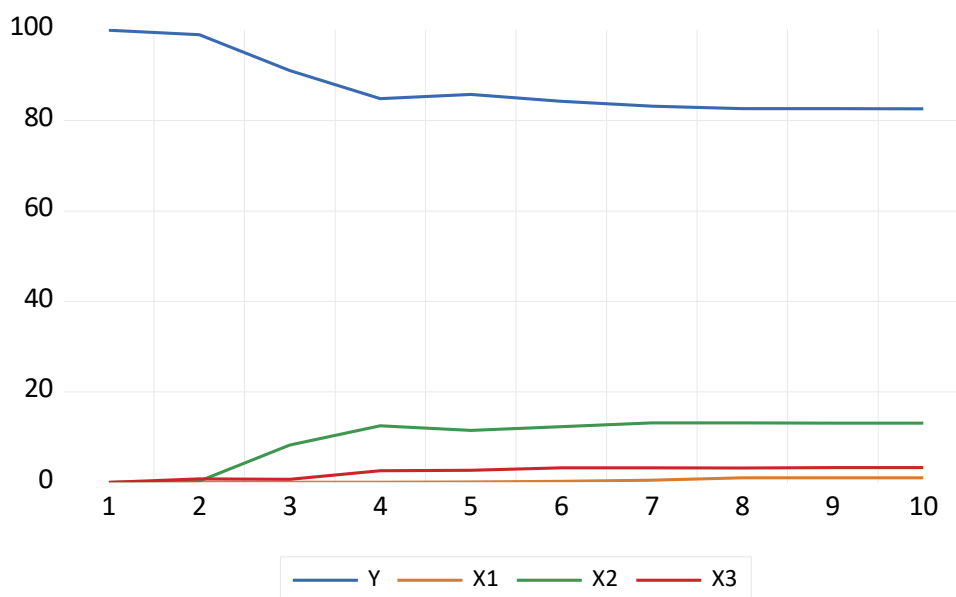


Рис. 3.4. Декомпозиція дисперсії емісії корпоративних облігацій за факторами

Джерело: розраховано автором за допомогою програмного забезпечення EViews

Відповідно до обчислень найбільший вплив на розвиток ринку корпоративних облігацій здійснює обсяг емісії акцій. При цьому найбільше зростання рівня впливу відбувається до 4-го періоду, після чого у середньому вплив складає приблизно 13%. Другим за впливовістю постає власний капітал, вплив якого також найбільше зростає до 4-го періоду, однак ступінь впливу не перевищує 3,26%. Значення банківського кредитування у розрізі 10-ти періодів трохи перевищує 1% (Додаток Ж).

Для виявлення тих факторів, які стимулюють або стримують розвиток ринку корпоративних облігацій використаємо методику IRF (Impulse Response Function), яка дозволяє встановити як шок в окремих змінних VAR-моделі позначається на обсязі емісії корпоративних облігацій у довгостроковій перспективі (рис. 3.5). Обчислення дозволяють стверджувати, що найбільший стримуючий вплив на емісію корпоративних облігацій здійснюють такі чинники: в найбільшій мірі емісія акцій, в меншій мірі – банківське кредитування.

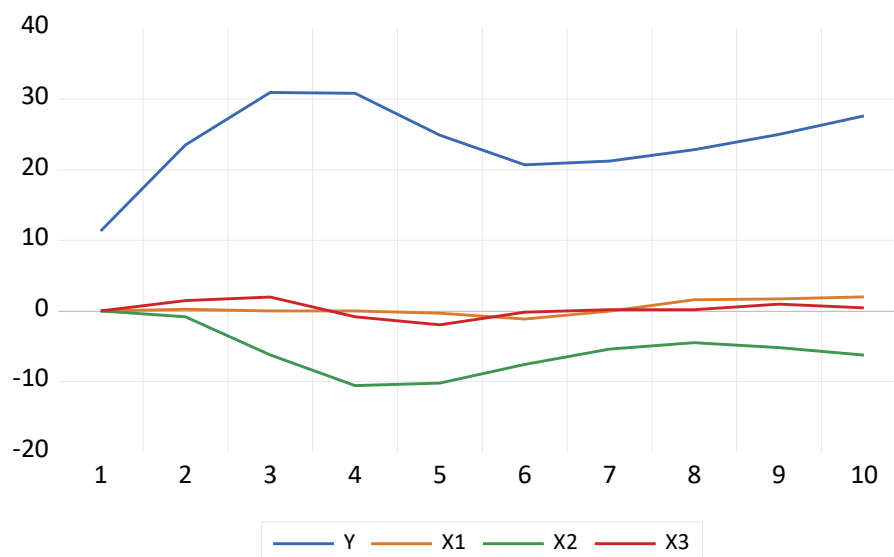


Рис. 3.5. Акумуляований вплив факторів на ринок корпоративних облігацій

Джерело: розраховано автором за допомогою програмного забезпечення EViews

Отримані дані повинні використовуватися підприємствами для прийняття рішення про залучення фінансових ресурсів на основі емісії корпоративних облігацій, банківського кредитування або емісії акцій. Суттєвий вплив на розвиток ринку корпоративних облігацій здійснюють саме великі підприємства, діяльність яких передбачає необхідність залучення значного обсягу капіталу із зовнішніх джерел фінансування. У даному випадку важливо вірно обрати структуру капіталу не тільки для забезпечення власної діяльності, а й для сприяння збільшення загального пулу доступного фінансування в Україні у майбутньому.

Припустимо, що підприємство планує у 2022 році залучити 1 млрд грн із зовнішніх джерел фінансування. Відповідно до прогнозу на 2022 рік очікуваний обсяг емісії корпоративних облігацій в Україні становитиме 46,30 млрд грн, акцій – 55,47 млрд грн, банківського кредитування – 844,08 млрд грн, а власного капіталу – 1289,46 млрд грн. Отже, перед підприємством постає необхідність прийняття рішення про те джерело фінансування, яке принесе йому найбільші економічні вигоди. Проведемо порівняння розвитку ринку корпоративних облігацій у 2023–2024 роках за умови таких варіантів залучення необхідної

суми підприємством (Додаток К):

- Сценарій А – залучення всієї суми на основі емісії корпоративних облігацій;
- Сценарій Б – залучення всієї суми на основі банківського кредитування;
- Сценарій В – залучення всієї суми на основі емісії акцій;
- Сценарій А+Б – залучення половини суми на основі емісії корпоративних облігацій, а половини – на основі банківського кредитування;
- Сценарій А+В – залучення половини суми на основі емісії корпоративних облігацій, а половини – на основі емісії акцій;
- Сценарій Б+В – залучення половини суми на основі емісії акцій, а половини – на основі банківського кредитування;
- Сценарій А+Б+В – розподіл необхідної суми фінансування між трьома зазначеними джерелами.

Отже, за умови залучення підприємством фінансових ресурсів на основі емісії корпоративних облігацій (Сценарій А) загальний обсяг їх випусків в Україні у 2022 році становитиме 47,30 млрд грн, що наступним чином позначиться на решті показників у 2023–2024 рр.:

1. Обсяг власного капіталу підприємств збільшиться на 0,31% у 2023 році та на 0,16% у 2024 році у порівнянні з прогнозованим рівнем.
2. Обсяг емісії акцій зменшиться на 3,79% у 2023 році та зросте на 0,77% у 2024 році;
3. Обсяг банківського кредитування зросте на 0,27% у 2023 році та на 0,39% у 2024 році.
4. Обсяг емісії корпоративних облігацій збільшиться на 2,95% у 2023 році та на 1,33% у 2024 році.

Отже, загальний обсяг фінансування діяльності підприємств України у 2023 році становитиме 2444,53 млрд грн у 2023 р. (на 0,13% більше прогнозного рівня та на 9,36% у порівнянні з 2021 роком), а у 2024 році – 2613,95 млрд грн

(на 0,3% більше прогнозного рівня та на 6,93% у порівнянні з 2021 роком).

У випадку прийняття підприємством рішення на користь банківського кредитування (Сценарій Б) обсяг кредитів наданих корпораціями у 2022 році становитиме 845,08 млрд грн, що наступним чином позначиться на решті показників у 2023–2024 рр. у порівнянні з прогнозним рівнем:

1. Обсяг власного капіталу підприємств збільшиться на 0,19% у 2023 році та на 0,14% у 2024 році;
2. Обсяг емісії акцій збільшиться на 0,45% у 2023 році та 0,06% у 2024 році;
3. Обсяг банківського кредитування зросте на 0,08% у 2023 році та на 0,13% у 2024 році.
4. Обсяг емісії корпоративних облігацій збільшиться на 0,10% у 2023 році та на 0,25% у 2024 році.

Отже, загальний обсяг фінансування діяльності підприємств України у 2023 році становитиме 2448,41 млрд грн у 2023 р. (на 0,16% більше прогнозного рівня та на 9,36% у порівнянні з 2021 роком), а у 2024 році – 2617,39 млрд грн (на 0,13% більше прогнозного рівня та на 6,93% у порівнянні з 2021 роком). Цей сценарій несе менше вигоди у майбутніх періодах щодо доступного обсягу фінансування підприємств України.

За умови Сценарію В загальний обсяг емісії акцій у 2022 році становитиме 56,47 млрд грн, що наступним чином позначиться на решті показників у 2023–2024 рр. у порівнянні з прогнозним рівнем:

1. Обсяг власного капіталу підприємств збільшиться на 0,01% у 2023 році та на 0,02% у 2024 році.
2. Обсяг емісії акцій зменшиться на -0,36% у 2023 році та зросте на 0,02% у 2024 році.
3. Обсяг банківського кредитування зросте на 0,03% у 2023 році та зменшиться на -0,01% у 2024 році.

4. Обсяг емісії корпоративних облігацій зменшиться на -0,16% у 2023 році та на -0,52% у 2024 році.

Отже, загальний обсяг фінансування діяльності підприємств України у 2023 році становитиме 2444,55 млрд грн у 2023 р., а у 2024 році – 2614,04 млрд грн. Такий сценарій практично не змінить обсягу майбутнього пулу фінансових ресурсів для підприємств України.

При залученні 500 млн грн за рахунок емісії корпоративних облігацій та ще 500 млн грн за рахунок кредиту (Сценарій А+Б) підприємство наступним чином вплине на досліджувані показники у порівнянні з прогнозним рівнем:

1. Обсяг власного капіталу підприємств збільшиться на 0,25% у 2023 році та на 0,15% у 2024 році.

2. Обсяг емісії акцій зменшиться на -1,67% у 2023 році та збільшиться на 0,42% у 2024 році.

3. Обсяг банківського кредитування зросте на 0,17% у 2023 році та на 0,26% у 2024 році.

4. Обсяг емісії корпоративних облігацій збільшиться на 1,52% у 2023 році та на 0,79% у 2024 році.

Отже, загальний обсяг фінансування діяльності підприємств України у 2023 році становитиме 2448,07 млрд грн у 2023 р. (на 0,14% більше прогнозного рівня), а у 2024 році – 2619,56 млрд грн (на 0,21% більше прогнозного рівня). Цей сценарій більш сприятливий для фінансування, ніж Сценарій В та Сценарій Б, але менш сприятливий, ніж Сценарій А.

Поєднання корпоративних облігацій та акцій як джерел фінансування означеної суми (Сценарій А+В) призведе до таких змін показників у порівнянні з прогнозним рівнем:

1. Обсяг власного капіталу підприємств збільшиться на 0,16% у 2023 році та на 0,09% у 2024 році.

2. Обсяг емісії акцій зменшиться на -2,08% у 2023 році та збільшиться на

0,39% у 2024 році.

3. Обсяг банківського кредитування зросте на 0,15% у 2023 році та на 0,19% у 2024 році.

4. Обсяг емісії корпоративних облігацій збільшиться на 1,40% у 2023 році та на 0,41% у 2024 році.

Отже, загальний обсяг фінансування діяльності підприємств України у 2023 році становитиме 2446,14 млрд грн у 2023 р. (на 0,07% більше прогнозного рівня), а у 2024 році – 2617,89 млрд грн (на 0,15% більше прогнозного рівня). Цей сценарій більш сприятливий для фінансування підприємств України у майбутніх періодах, ніж Сценарій В, але менш сприятливим, ніж решта альтернатив.

Якщо підприємство не буде вдаватися до корпоративних облігацій, а використає банківське кредитування та акції (Сценарій Б+В), то досліджувані показники наступним чином зміняться у порівнянні з прогнозним рівнем:

1. Обсяг власного капіталу підприємств збільшиться на 0,10% у 2023 році та на 0,08% у 2023 році.

2. Обсяг емісії акцій збільшиться на 0,04% у 2023 році та у 2024 році.

3. Обсяг банківського кредитування зросте на 0,05% у 2023 році та на 0,06% у 2024 році.

4. Обсяг емісії корпоративних облігацій зменшиться на 0,03 % у 2023 році та на 0,14 % у 2024 році.

Отже, загальний обсяг фінансування діяльності підприємств України у 2023 році становитиме 2446,48 млрд грн у 2023 р. (на 0,08 % більше прогнозного рівня), а у 2024 році – 2615,71 млрд грн (на 0,07 % більше прогнозного рівня). Цей сценарій більш сприятливий для фінансування підприємств України у майбутніх періодах, ніж Сценарій В, але менш сприятливим, ніж решта альтернатив.

Рівномірний розподіл капіталу із досліджуваних зовнішніх джерел

фінансування (Сценарій А+Б+В) наступним чином змінить показники у порівнянні з прогнозним рівнем:

1. Обсяг власного капіталу підприємств збільшиться на 0,17% у 2023 році та на 0,11% у 2024 році.

2. Обсяг емісії акцій зменшиться на 1,22% у 2023 році та зросте на 0,28% у 2024 році.

3. Обсяг банківського кредитування зросте на 0,12% у 2023 році та на 0,17% у 2024 році.

4. Обсяг емісії корпоративних облігацій зменшиться на 0,95% у 2023 році та на 0,35% у 2024 році.

Отже, загальний обсяг фінансування діяльності підприємств України у 2023 році становитиме 2446,87 млрд грн у 2023 р. (на 0,10% більше прогнозного рівня), а у 2024 році – 2617,68 млрд грн (на 0,14% більше прогнозного рівня). Цей сценарій є посереднім у порівнянні з всіма іншими альтернативами.

Зазначене вище дозволяє стверджувати, що прийняття підприємствами рішення щодо залучення фінансових ресурсів на основі емісії корпоративних облігацій у поточному році дозволяє збільшити пул доступних фінансових ресурсів для підприємств України у двох наступних роках: кожна додаткова гривня фінансування на основі корпоративних облігацій у 2022 році збільшує пул фінансування на 3,2 грн у 2023 році та на 7,79 грн у 2024 році. Крім того, у довгостроковій перспективі стримуючими факторами розвитку ринку корпоративних облігацій виступає збільшення банківського кредитування корпорацій та збільшення емісії акцій.

3.2. Підвищення інвестиційної привабливості корпоративних облігацій

Формування та розвиток національного ринку корпоративних облігацій залежить від багатьох факторів, але основним є бажання внутрішніх та

іноземних інвесторів вкладати кошти в боргові інструменти даної країни. Це бажання залежить від інвестиційної привабливості ринку, емітентів та, власне, корпоративних облігацій.

Кулик А. М. та Корецька О. В. зазначають, що поняття «інвестиційна привабливість» стосується трьох груп факторів, а саме: «інвестиційна привабливість на основі фінансового аналізу; інвестиційна привабливість на основі вкладення грошей в цінні папери; інвестиційна привабливість на основі психологічного аспекту». На основі цього автори пропонують таке трактування поняття: «відносне поняття, що відображає думку певної групи інвесторів відносно співвідношення рівня ризику, рівня прибутковості та вартості фінансових ресурсів в тій або іншій державі, регіоні або галузі» [70].

Відтак, щодо корпоративних облігацій інвестиційна привабливість стосується факторів зовнішнього середовища, факторів внутрішнього середовища підприємства-емітента та специфіки корпоративних облігацій. Зовнішнє середовище охоплює механізми формування та регулювання ринку корпоративних облігацій [41]. Фактори мікросередовища являються сукупністю характеристик управлінської та фінансово-господарської діяльності підприємства, перспектив його розвитку та можливостей залучення інвестиційних ресурсів. До фінансово-економічних факторів підвищення інвестиційної привабливості підприємства належать: «підвищення ефективності використання основних фондів на підприємстві; зростання ефективності використання оборотних коштів; покращення показників ліквідності, фінансової стійкості, платоспроможності підприємства; удосконалення управління прибутком підприємства; запровадження маркетингових заходів; підвищення ефективності тарифної політики; впровадження моніторингу цін на сировину та комплектуючі вироби; управління якістю» [40].

Потужна нормативно-правова база, пов'язана з питаннями неплатоспроможності підприємств, є одним із рушіїв інвестиційної

привабливості корпоративних облігацій. Сучасна фрагментація національної системи неплатоспроможності через збільшення невизначеності для інвесторів стримує транскордонне інвестування в корпоративні облігації. Залежно від юрисдикції, кредитори та боржники, які беруть участь у процедурах банкрутства, можуть мати різний рівень захисту та дуже різноманітний набір прав та обов'язків (наприклад, схеми захисту боржників можуть мати широкий ступінь диференціації). На додаток, невизначеність щодо тривалості провадження у справі про неспроможність у деяких державах-членах негативно впливає на прагнення інвесторів вкладати гроші в облігації, випущені відповідно до іншого законодавства [39].

Відтак, не узгоджені закони спричиняють негативні наслідки для безперебійного функціонування ринків облігацій та зменшують прагнення до транскордонних інвестицій. Гармонізована структура реструктуризації дозволить створити більш прозоре середовище для інвестицій між Україною та ЄС, що допоможе у фінансуванні життєздатних компаній, надавши інвесторам необхідну правову визначеність, права та обов'язки.

Успішні ринки корпоративних облігацій вимагають стійкого інтересу інвесторів. Корпоративні облігації зазвичай мають тривалий термін дії, що робить клас активів особливо придатним для довгострокових інвесторів, таких як страховики та пенсійні фонди. Через свої довгострокові зобов'язання страхові компанії розглядаються як природні інвестори довгострокового боргу (15 років і більше). Однак, вимоги до капіталу за платоспроможністю збільшуються як функція строку погашення цінного паперу. Ця поточна ескалація вимог до капіталу щодо ризику розповсюдження корпоративних облігацій є занадто вимогливою для облігацій з довгим терміном дії (особливо 15 років і більше) і занадто крутою при збільшенні строку погашення (і зниження рейтингу), що свідчить про роз'єднання з довгостроковим поглядом на корпоративні облігації за ризиком зниження рейтингу. Це робить інвестиції в

довгострокові облігації економічно неефективними, оскільки вимоги до капіталу за платоспроможністю зростають більше, ніж збільшення ринкових спредів для цінних паперів з однаковими рейтингами / строками погашення. Перевірка співвідношення між вимогами до капіталу та строками погашення також певною мірою пом'якшить наявний значний дисбаланс між корпоративними облігаціями та державними облігаціями. Останні не мають вимог до капіталу, незалежно від рейтингу / строку дії інструменту. У відповідних випадках врахування платоспроможності дозволяє страховикам пом'якшити наслідки шляхом застосування відповідного коригування до портфеля відповідних активів.

Роздрібні інвестори, як правило, відіграють незначну роль на ринках корпоративних облігацій в Україні, утримуючи лише 3,8% корпоративних облігацій ринку станом на 2019 рік. Нині на ринку домінують інституційні інвестори та грошово-кредитні фінансові установи. Розширення бази інвесторів за рахунок більшої кількості роздрібних інвесторів може поглибити та диверсифікувати попит на корпоративні облігації, що, зрештою, повинно призвести до додаткової ліквідності ринків корпоративних облігацій. Для роздрібних інвесторів утримання корпоративних облігацій сприяє диверсифікованій інвестиційній стратегії та оптимізації профілю ризику / прибутковості портфеля.

Однак, прямі покупки облігацій роздрібними інвесторами є складним та дорогим процесом. Крім того, більшість фізичних осіб не мають достатнього обсягу інвестиційних активів для прямого придбання облігацій. Одним зі способів поліпшення участі роздрібної торгівлі є надання фінансових інструментів, що забезпечують легкий доступ для роздрібних інвесторів. Продукти регульованих облігаційних фондів можуть бути простим та економічно вигідним способом для роздрібних інвесторів отримати доступ до диверсифікованого портфеля облігацій.

Одним із зовнішніх показників інвестиційної привабливості корпоративних облігацій українського ринку для іноземних інвесторів є Глобальний індекс привабливості країн щодо прямих іноземних інвестицій (Global Foreign Direct Invest Country Attractiveness Index – GFICA Index). Мета індексу GFICA полягає у постійному вимірюванні та вивченні регіонів світу як напрямків ПІІ за допомогою кількісних показників, одночасно порівнюючи результати кожної групи з розширеною групою різних країн та відповідних географічних районів. Це дослідження проводиться щорічно, забезпечуючи можливість моніторингу розвитку кожної країни щодо різних категорій, які охоплюють найважливіші фактори прийняття інвестиційних рішень. Індекс узагальнює та надає необхідну інформацію для прийняття рішень про розподіл ПІІ. Результати слугують інструментом підтримки при оцінці причин стимулювання або уповільнення іноземних інвестицій у розглянутих регіонах світу. Аналіз привабливості визначає привабливість 109 країн щодо отримання ПІІ, що становить 97% світових запасів ПІІ, і охоплює в цілому 60 показників, структурованих навколо 11 основних факторів ПІІ, що охоплюють три групи, які мають на меті об'єднати основні джерела конкурентних переваг: показники передумов, основні показники та показники зовнішніх факторів. Рейтинг дає можливість визначити фактори, зміна яких сприятиме нарощуванню інвестиційної привабливості країни [229].

Наразі Україна посідає 58-ме місце за індексом GFICA (становить 44,8), тобто найменш інвестиційно привабливою у порівнянні з іншими східноєвропейськими країнами, серед яких: Румунія займає 45-те місце, Болгарія – 39-те, Росія – 37-ме, Словаччина – 36-те, Словенія – 33-те, Польща – 32-ге, Угорщина – 30-те, Чехія – 25-те.

Профіль України за складовими індексу GFICA зображено на рис. 3.6. У 2020 році факторами росту інвестиційної привабливості виступають бізнес-середовище, компоненти витрат та ефект агломерації. За першим індикатором

Україна випереджає Болгарію, Польщу, Румунію, Словенію, Угорщину та Чехію, за другим – Болгарію, Польщу, Румунію та Словенію, а за третім – Болгарію, Польщу, Словаччину, Словенію та Угорщину. Інституційне середовище та ефективність логістики України являються кращими, ніж в Росії, а технологічне середовище та диференціація дозволяє зайняти 8-ме місце серед країн Східної Європи, випередивши Румунію (Додаток Л).

Факторами, що знижують інвестиційну привабливість України, а отже гальмують розвиток ринку корпоративних облігацій є наступні: рівень макроекономічної стабільності, структури та розвитку фінансового ринку, доступу до ринку та його потенціалу, людських та природних ресурсів, телекомунікацій та ІКТ.



Рис. 3.6. Профіль інвестиційної привабливості України у 2020 році

Джерело: сформовано на основі [229]

Внутрішнє середовище емітента визначає платоспроможність, тобто гарантію виплати вартості облігацій та відсотків за ними у довгостроковій перспективі. Два фактори, які впливають на зацікавленість інвесторів ЄС до облігацій, – це розмір випуску та місце проживання емітента. Розмір випуску впливає на елементи ліквідності, при цьому більші випуски облігацій вважаються більш ліквідними, ніж менші. Місце проживання інвестора також є важливим фактором, оскільки існують неявні домашні упередження між емітентом та місцем проживання інвестора через місцеві знання та визнання імен. Страхові компанії та домогосподарства надають перевагу довгостроковим облігаціям. Банки та домогосподарства надають перевагу облігаціям з плаваючою ставкою, тоді як страхові компанії надають перевагу облігаціям із фіксованою ставкою [228].

Питанню інвестиційної привабливості національних ринків корпоративних облігацій присвячено чимало досліджень науковців: Рінгуй Дж. – Кенія [230], Баранова Ю., Дуглас Г. та Сільвестрі Л. – Великобританія [152], Манган Дж. та Мілосавлевич Ф. – Австралія [211]. Довгань Л. та Самкова Д. проводять дослідження макроекономічних факторів (економічних та політичних), які впливають на забезпечення конкурентоспроможності національного ринку корпоративних облігацій України [48].

Дослідженню питання інвестиційної привабливості підприємств та факторів її забезпечення присвячені роботи Храпкіна В., Матукова Х., Коровіна О. [199], Дзеніс В., Дзеніс О. та Шестакова О. [180] та інші. Однак, такий рівень не дозволяє виявити яким чином відрізняється інвестиційна привабливість різних випусків одного підприємства або схожих за основними результатами діяльності підприємств.

Щодо інвестиційної привабливості корпоративних облігацій, Білоус І. досліджує питання з позиції їх ризиковості [22]. Крім того, окремі фактори

досліджуються такими науковцями: Болдирьова Н. [159], Дасс Н. і Масса М. [174], Каломіріс К., Ларрен М., Шмуклер С. і Вільямс Т. [162].

Підприємства випускають корпоративні облігації для залучення додаткових фінансових ресурсів у свою діяльність, тому вони зацікавлені в забезпеченні інвестиційної привабливості цих цінних паперів. Інвестиційна привабливість корпоративних облігацій залежить від їх власних особливостей, а також від мікро- та макросередовищ. Найдоступнішим способом забезпечення інвестиційної привабливості корпоративних облігацій є встановлення оптимальних характеристик облігацій у проспекті. Компанії, чиї корпоративні облігації користуються найбільшим попитом на фондовому ринку, мають оптимальне співвідношення між ставкою купону, ціною та строком погашення. Визначення тенденції забезпечення балансу між цими показниками провідних компаній дозволяє встановити модель прийняття рішень інвесторами на певному ринку корпоративних облігацій.

Інвестиційна привабливість корпоративних облігацій формується на основі факторів макросередовища, мікросередовища та конкретних характеристик самих корпоративних облігацій. В процесі інвестування в облігації необхідно звертати увагу на ряд ключових характеристик, а саме: (1) термін погашення, (2) умови дострокового викупу, (3) кредитну якість, (4) процентні ставки та (5) ціну. Вони дозволяють інвестору оцінити реальну вартість конкретних боргових зобов'язань і вирішити, до якої міри даний вид капіталовкладень відповідає його інвестиційним цілям.

Ще одним показником, який враховується інвесторами в процесі прийняття рішення про придбання тих чи інших корпоративних облігацій є дохідність, яка залежить від зазначених вище факторів і «є показником із погляду майбутнього інвестора й показує привабливість для потенційних інвесторів облігацій» [148]. Чимало науковців приділяють увагу виявленню факторів формування дохідності до погашення [205; 234; 247] та спредів дохідності [153; 200]. Замість

того, щоб орієнтуватися на дохідність корпоративних облігацій, пропонуємо орієнтуватися на попит.

У рамках даного дослідження під інвестиційною привабливістю розуміємо сукупність характеристик корпоративних облігацій, що дозволяють залучати максимальний обсяг фінансових ресурсів від їх продажу в діяльність підприємства-емітента. Характеристики облігацій, як зазначалося у першому розділі, закладаються в проспекті випуску і формуються в залежності від потреб підприємства та його можливостей. Важливим є виявлення причин вищого попиту на облігації тих чи інших емітентів на біржовому ринку, тому проведемо дослідження десяти підприємств, які у 2019 році мали найвищий попит на біржовому ринку України (рис. 3.7).

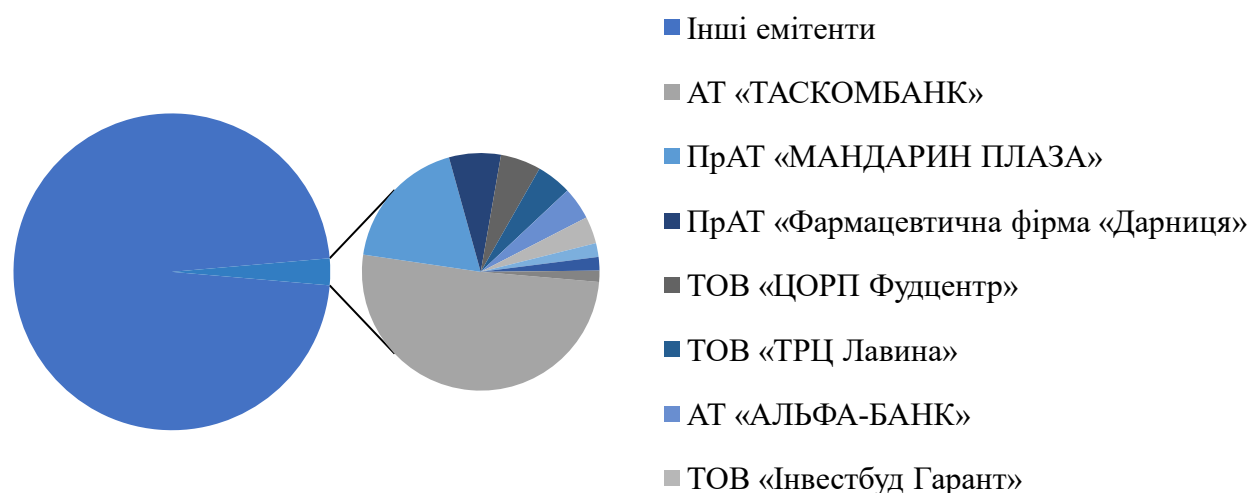


Рис. 3.7. ТОП емітентів облігацій підприємств, які користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку у 2019 році

Джерело: [135]

Відповідно до звіту НКЦПФР за 2019 рік, найбільшим попитом на біржовому ринку користувалися облігації АТ «ТАСКОМБАНК» (обсяг торгів склав 4243,13 млн грн, тобто 1,39% загального обсягу торгів), ПрАТ «МАНДАРИН ПЛАЗА» (1529,79 млн грн, тобто 0,5%), ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» (587,23 млн грн, 0,19%), ТОВ «ЦОРП Фудцентр» (458,00 млн

грн, 0,15%), ТОВ «ТРЦ Лавина» (397,29 млн грн, 0,13%), АТ «АЛЬФА-БАНК» (368,87 млн грн, 0,12%), ТОВ «Інвестбуд Гарант» (306 млн грн, 0,1%), ТОВ «НОВА ПОШТА» (156,33 млн грн, 0,05%), ТОВ «УЛФ-ФІНАНС» (153,77 млн грн, 0,05%) та ТОВ «ПІСКІВСЬКИЙ ЗАВОД СКЛОВИРОБІВ» (127 млн грн, 0,04%) [135]. Розглянемо специфіку випусків даних суб'єктів господарювання докладніше.

У 2019 році АТ «ТАСКОМБАНК» залучив фінансування за допомогою трьох випусків облігацій: UA4000203855, UA4000198584 та UA4000186084. Перший дозволив залучити у 2019 році фінансування у розмірі 1685,71 млн грн від 95 біржових контрактів, що відповідає 1,7 млн облігацій даного суб'єкта господарювання. На основі облігації UA4000198584 було залучено 1185,49 млн грн на основі 210 укладених угод щодо купівлі продажу корпоративних облігацій в загальній кількості 1,2 млн одиниць. Щодо UA4000186084 було укладено 55 біржових контрактів на суму 1371,92 млн грн щодо 1,5 млн облігацій. Кошти залучені в результаті розміщення облігацій шляхом публічної пропозиції використовувалися за такими напрямками: на проведення кредитних операцій для юридичних та фізичних осіб – 90% від фактично залучених коштів; на купівлю цінних паперів (облігації внутрішньої державної позики України) – 10% від фактично залучених коштів [3].

ПрАТ «МАНДАРИН ПЛАЗА» є емітентом одного випуску облігацій (UA4000202071) щодо якого здійснювалися правочини як на фондовій біржі, так і поза її межами. За даним випуском у 2019 році було укладено 8 біржових контрактів щодо 1,6 млн корпоративних облігацій, а також 3 правочини поза межами біржі щодо 805 тис. облігацій [4].

Фінансові ресурси, залучені від публічного розміщення облігацій були спрямовані в повному обсязі на здійснення господарської діяльності ПрАТ «МАНДАРИН ПЛАЗА», а саме:

- 31,29% коштів – на погашення основної суми боргу по договорах кредитування з АТ «Райффайзен Банк Аваль» та ПАТ «Кредит Європа Банк»;

- 27,91% коштів – на проведення розрахунків та погашення заборгованостей по договорах позики з ТОВ «ІНВЕСТБУД ГАРАНТ», ТОВ «КОВЧЕГ» та ТОВ «ТРЦ Лавина»;

- 7,32% коштів – на проведення розрахунків та погашення заборгованостей по договорах купівлі-продажу цінних паперів ПАТ «ЗНВКІФ «РЕНТАЛ»;

- 32,76% коштів – на проведення ремонтних робіт по модернізації інженерних систем у власних об'єктах комерційної нерухомості та паркінгу, з яких: 435,8 млн грн на закупівлю інженерного обладнання та 104,7 млн грн на роботи з модернізації інженерних систем.

У 2019 році на біржі продавалося чотири випуски облігацій ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця»: UA4000190250 (залучено 143,3 млн грн), UA4000190243 (залучено 150 млн грн), UA4000190235 (залучено 148 млн грн) та UA4000190227 (залучено 146 млн грн). Фінансові ресурси, залучені від продажу облігацій спрямовані на подальший розвиток ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця», а саме: 50% від загальної суми коштів, отриманих від розміщення облігацій – на придбання прав користування об'єктами інтелектуальної власності, пов'язаних з організацією виробництва нових лікарських засобів на території України; 50% від загального розміру емісії – придбання сировини для фармацевтичного виробництва, а саме активних фармацевтичних інгредієнтів, а також для збільшення доходу від знижок, отриманих від постачальників такої сировини при переході на більш короткі строки оплати чи передплату [5].

ТОВ «ЦОРП Фудцентр» був емітентом одного випуску облігацій (UA4000201339), яка являлася об'єктом правочинів тільки на біржовому ринку. Загалом було продано 4,6 млн корпоративних облігацій в межах п'яти біржових контрактів. Фінансові ресурси, залучені від публічного розміщення облігацій у

розмірі 100 % коштів спрямовані в повному обсязі на здійснення господарської діяльності ТОВ «ЦОРП Фудцентр» з фінансування ремонту, реконструкції, облаштування торгових місць та введення в експлуатацію (запуск роботи) центрального оптового ринку продовольства «ФУДЦЕНТР» на базі орендованих об'єктів нерухомості [11].

ТОВ «ТРЦ Лавина» торгувала облігацією UA4000202063 як на біржовому, так і на позабіржовому ринку. На біржі було укладено 1 контракт щодо 397 тис. облігацій, а на позабіржовому – 8 контрактів щодо 2 млн облігацій. Фінансові ресурси, залучені від публічного розміщення облігацій планувалося використати на здійснення господарської діяльності ТОВ «ТРЦ Лавина», а саме: 461,7 млн грн – на погашення основної суми боргу по кредитних договорах з IKSORIA BUSINESS LIMITED; 500 млн грн – на фінансування проєкту будівництва 2-ої черги «ТРЦ Лавина» [9].

У 2019 році на біржовому ринку популярним був випуск облігацій АТ «АЛЬФА-БАНК» (UA4000198931), яких було придбано інвесторами в кількості 370 тисяч, що було здійснено на основі 24 біржових контрактів. Метою емісії облігацій було збільшення кредитно-інвестиційного портфеля банку [2].

ТОВ «Інвестбуд Гарант» також здійснив продаж одного випуску облігацій (UA4000200935) п'яти інвесторам на фондовій біржі. Фінансові ресурси, залучені від публічного розміщення облігацій у розмірі 100% коштів спрямовані на здійснення господарської діяльності емітента з фінансування будівництва та введення в експлуатацію Громадсько-торговельного центру [6].

Всього два контракти за облігацією UA4000203350 ТОВ «НОВА ПОШТА» було укладено на біржовому ринку, а п'ять – на позабіржовому. Розміщення облігацій здійснювалося з метою залучення грошових коштів, 100% яких спрямовані на: придбання серверного обладнання для модернізації ІТ інфраструктури – 24% від суми емісії облігацій; придбання БДФ контейнерів,

контейнеровозів та причепів до них – 26% від суми емісії облігацій; модернізацію мережі відділень – 50% від суми емісії облігацій [7].

Трьома випусками облігацій, які користувалися попитом на біржовому ринку у 2019 році ТОВ «УЛФ-ФІНАНС» були: UA4000201628 (1 біржовий контракт на суму 51,38 млн грн), UA4000201636 (1 біржовий контракт на суму 51,38 млн грн) та UA4000201610 (1 біржовий контракт на суму 51 млн грн). Поза фондовою біржею також було укладено по одному договору щодо кожного із зазначених випусків облігацій, що додатково принесло 15,38 млн грн.

Загалом у 2018 році підприємством було здійснено емісію семи серій відсоткових, незабезпечених облігацій на загальну суму 350 млн грн, кошти з продажу яких, відповідно до проспекту облігацій, спрямовані на збільшення об'ємів послуг щодо фінансового та оперативного лізингу [10].

У вересні 2018 року ТОВ «ПІСКІВСЬКИЙ ЗАВОД СКЛОВИРОБІВ» здійснив емісію випуску довгострокової дисконтної облігації UA4000202220 (на 20 років), торгівля яким у 2019 році дозволила залучити на біржовому ринку 127 млн грн, а поза фондовою біржею – 1035,29 млн грн. Якщо на фондовій біржі було укладено тільки 3 контракти, то поза її межами – 18 контрактів. Мета використання фінансових ресурсів, залучених від продажу облігацій: 90 % ресурсів, залучених від продажу облігацій – на закупівлю матеріалів, а саме, для закупівлі піску, соди та інших матеріалів, які необхідні для виготовлення скляної продукції; 5 % ресурсів – для оплати обладнання та устаткування, а саме для придбання формкомплектів для виготовлення скляної продукції; 5 % – для оплати робіт, які є необхідними для підтримання обсягів виробництва та асортименту продукції, що випускається [8].

Характеристиками корпоративних облігацій, між якими доцільно встановити баланс перед емісією вважаємо ціну, відсоткову ставку та термін погашення. Ціну обрано одним із показників, адже інвестори завжди зважають на ціну придбання фінансових інструментів [246]. Відсоткову ставку та термін погашення обрано, адже

від них залежать такі важливі показники як дохідність до погашення та спреда дохідності. Описова статистика для моделі надана в табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Описова статистика за біржовими контрактами

	Кількість проданих корпоративних облігацій	Обсяг залученого капіталу, млн грн	Ціна корпоративних облігацій, грн	Відсоткова ставка корпоративних облігацій, %	Термін погашення, днів
Середнє значення	369959	21,01	1007,76	12,25	1372
Медіана	3615	3,70	1022,80	11,00	1188
Максимум	61111111	606,59	1499,53	30,00	6946
Мінімум	3	0,003	0,90	0,00	116
Кількість спостережень	415	415	415	415	415

Джерело: розроблено автором на основі [2–11]

Для визначення взаємозв'язку між показниками табл. 3.2 було проведено кореляційний аналіз, який дозволив встановити наступне:

- між ціною та кількістю проданих облігацій є суттєвий оберненопропорційний зв'язок (коефіцієнт кореляції становить -0,58);
- між ціною та обсягом залученого капіталу є незначний оберненопропорційний зв'язок (коефіцієнт кореляції становить -0,08);
- між ставкою купону та кількістю проданих облігацій є помірний оберненопропорційний зв'язок (коефіцієнт кореляції становить -0,29);
- між ставкою купону та обсягом залученого капіталу є незначний оберненопропорційний зв'язок (коефіцієнт кореляції становить -0,08);
- між зрілістю та кількістю проданих облігацій є помірний прямопропорційний зв'язок (коефіцієнт кореляції становить 0,19);

– між зрілістю та обсягом залученого капіталу є середній прямопропорційний зв'язок (коефіцієнт кореляції становить 0,41).

Результати кореляційного аналізу свідчать про те, що чим вищою є відсоткова ставка, тим меншу кількість корпоративних облігацій буде придбано і тим меншу суму позикових коштів буде залучено в діяльність підприємства. Це суперечить висновку Кім Дж., Кім Д. та Юнг Х. [200], які стверджують, що відсоткова ставка збільшує спреди прибутковості корпоративних облігацій, а отже й інвестиційну привабливість корпоративних облігацій. Однак, негативну взаємозалежність можна пояснити недовірою інвесторів до завищених відсоткових ставок на ринку України, які супроводжуються високим ризиком, особливо зважаючи на те, що досліджувані корпоративні облігації є незабезпеченими.

Термін погашення здійснює позитивний вплив на інвестиційну привабливість корпоративних облігацій. Даний висновок суперечить результатам дослідження Гомаріс М. та Баллеста Дж. [191], які стверджують, що чим більшим є термін до погашення корпоративних облігацій, тим меншою є їх інвестиційна ефективність. Також на користь короткострокових корпоративних облігацій схиляються Кортіна Дж., Тетяна Д. та Серджо Л. [169], вказуючи, що такий вплив притаманний для країн, що розвиваються. Однак, отримані результати співпадають з висновками Сіму Н. [233], Сінтамі А. та Марсоєм Б. [234]. Вважаємо, що уточнення даного висновку потребує додаткового дослідження впливу факторів макросередовища, які визначають причину надання переваги інвесторами на користь коротко- чи довгострокових фінансових інструментів.

Зважаючи на те, що за основу інвестиційної привабливості обрано попит на корпоративні облігації, встановлено, що чим більшою є ціна, тим меншим є обсяг залучених коштів. Даний висновок відповідає закону попиту [220].

Наступним кроком у виявленні оптимального рівня зазначених

характеристик корпоративних облігацій є використання техніки дослідження тренду, яка належить до зовнішнього бенчмаркінгу, для підприємств з найбільш привабливими корпоративними облігаціями на внутрішньому ринку. Ми вирішили не просто виявити оптимальний рівень ціни, відсоткової ставки та терміну погашення їх корпоративних облігацій, а визначити оптимальне співвідношення між характеристиками на основі побудови багатофакторної регресійної моделі (3.2).

$$Q = 24796390 - 23722 \cdot P + 95281 \cdot r - 1193 \cdot d, \quad (3.2)$$

де Q – кількість проданих корпоративних облігацій певного випуску емітента відповідно до певної біржового контракту; P – ціна корпоративних облігацій емітента, за якою було укладено біржовий контракт; r – відсоткова ставка за корпоративними облігаціями емітента відповідно до біржового контракту; d – кількість днів до терміну погашення проданих корпоративних облігацій на момент укладення біржового контракту.

Отримана функціональна залежність має досить високий рівень достовірності, адже відповідно до F-тесту, $F_{stat} > F_{cr}$ при ступені свободи 1%. Змінні рівності являються статистично значимими, адже статистична помилка нижча коефіцієнта при P в 5 разів, при r – в 1,5 раза, при d та вільному коефіцієнті – в 14 разів. Попри це, коефіцієнт детермінації моделі низький ($R^2=0,29$), тому результати рівності (3.2) не доцільно використовувати за основу формування параметрів корпоративних облігацій.

У результаті проведення повторного регресійного аналізу для показника відсоткової ставки інвестиційно привабливих облігацій зазначених підприємств було виявлено наступну залежність (3.3).

$$r = 0,013203 \cdot P - 0,000778 \cdot d. \quad (3.3)$$

Коефіцієнт детермінації моделі є дуже високим ($R^2=0,96$), а $F_{stat} > F_{cr}$ при ступені свободи 1%. При цьому коефіцієнт при P в 62 рази перевищує статистичну помилку, а при d – у 6 разів, що свідчить про статистичну значимість факторів.

Рівність (3.3) дозволяє стверджувати, що відсоткова ставка має прямопропорційну залежність від ціни на облігації та оберненопропорційну залежність від терміну погашення. Оптимізація відсоткової ставки відповідно до тривалості обігу корпоративних облігацій полягає у наступному: збільшення терміну на 6 місяців має позначатися на зниження відсоткової ставки на 0,14%. Чим вищою є ціна на облігації, тим вищу відсоткову ставку прагнуть отримати інвестори. Оптимальним є співвідношення, при якому за ціною в 1000 грн на корпоративну облігацію відсоткова ставка складає 13,2%.

Узагальнений вигляд результатів регресійного аналізу доцільно подати у матричному вигляді для забезпечення простоти визначення необхідного рівня відсоткової ставки у відповідності з очікуваною ринковою ціною та бажаним терміном обігу корпоративних облігацій.

На основі показників рівності (3.3) побудуємо матрицю, яка вказує на закономірність встановлення відсоткової ставки для корпоративних облігацій з різним терміном зрілості та ринковою ціною (рис. 3.8). Дана матриця дозволяє визначити інвестиційно привабливий рівень відсоткової ставки для підприємств, які мають схожі показники фінансово-господарської діяльності, що й еталонні підприємства.

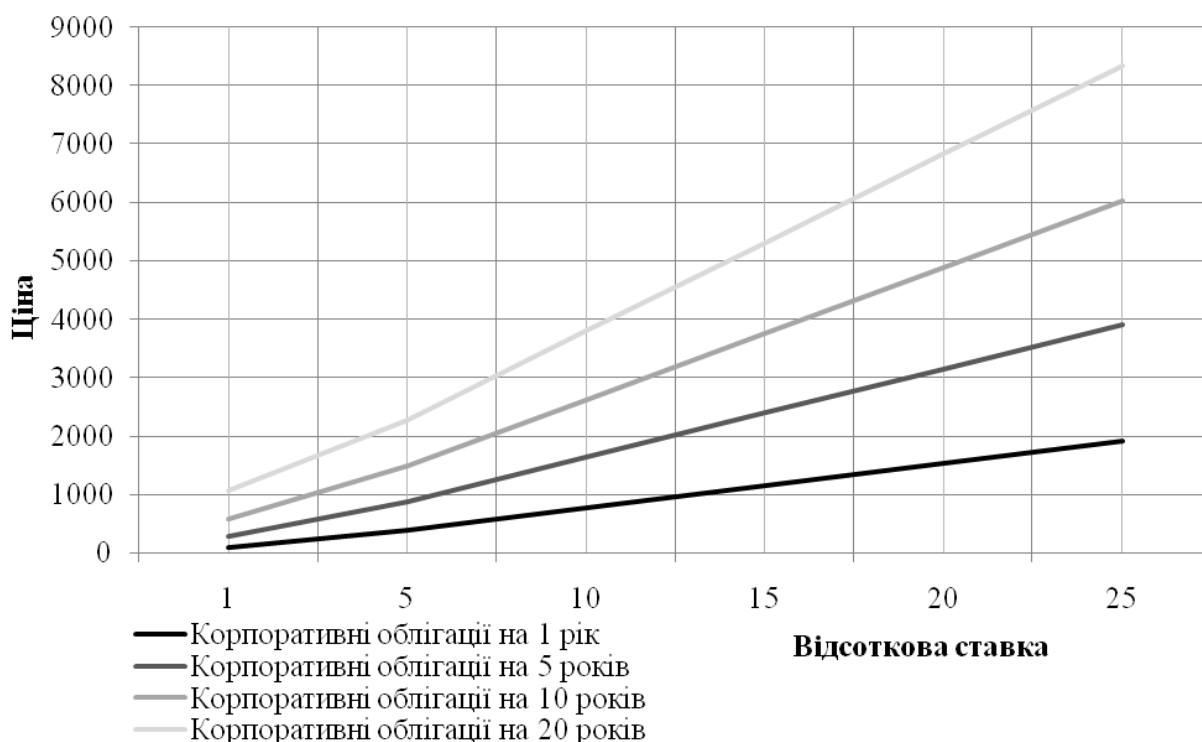


Рис. 3.8. Матриця відсоткової ставки, ціни та терміну погашення корпоративних облігацій

Джерело: розроблено автором

Відтак, перед формуванням проспекту облігацій перед підприємством постає необхідність визначення еталонних підприємств, які мають схожі для даного підприємства особливості господарської діяльності (не тільки вид економічної діяльності, а й динаміку прибутковості, частку ринку тощо). Дані щодо правочинів підприємства на фондовій біржі або поза фондовою біржею послугують основою для побудови функціональної залежності між відсотковою ставкою, терміном погашення та ціною на корпоративні облігації для формування матриці. За допомогою матриці підприємство зможе визначити доцільний термін обігу випуску облігацій та їх відсоткову ставку для забезпечення бажаного рівня фінансування за допомогою даного фінансового інструмента.

Відтак, збільшення інвестиційної привабливості корпоративних облігацій українських підприємств передбачає забезпечення балансу між відсотковою ставкою, терміном до погашення та ціною відповідних корпоративних

облігацій. З метою виявлення доцільності збільшення інвестиційною привабливістю українських корпоративних облігацій на основі матриці відсоткової ставки, ціни та терміну погашення проведено опитування 20-ти експертів, які зазначили очікуваний темп зростання продажу корпоративних облігацій на ринку України у 2022, 2023 та 2024 році за умови використання запропонованого підходу з 2021 року (Додаток Н). Прогноз продажів корпоративних облігацій на ринку України за звичайних умов проведено на основі поліноміальної лінії тренду другого ступеня (до 2021 року) та методу ковзаючого середнього. Різницю між прогнозом та експертними оцінками наведено на рисунку 3.9.

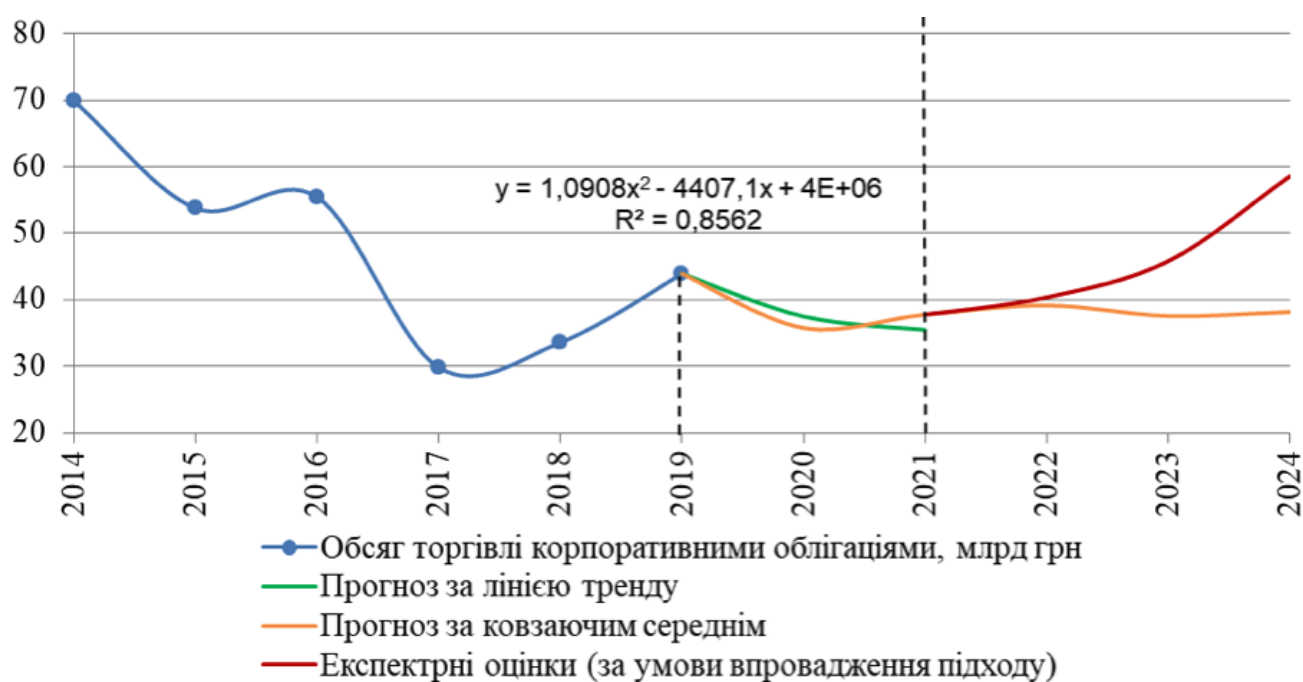


Рис. 3.9. Прогнозування обсягу торгівлі корпоративними облігаціями у 2021–2024 рр.

Джерело: складено автором на основі даних з Додатку Н

Отже, за умови впровадження у 2021 році заходів щодо підвищення інвестиційної привабливості корпоративних облігацій України темп зростання продажів становитиме 106,85% у 2022 році (40,37 млрд грн, тобто 1,2 млрд більше, ніж без внесення змін), 113,5% у 2023 році (45,81 млрд грн, на 8,24 млрд

грн більше, ніж без змін) та 127,85% у 2024 році (58,57 млрд грн, на 20,4 млрд грн більше, ніж без змін).

3.3. Шляхи вдосконалення організаційно-економічних механізмів формування та регулювання ринку корпоративних облігацій

Аналізуючи дослідження на тему розвитку ринку корпоративних облігацій ми відмітили, що ряд науковців та аналітиків сподіваються на те, що ринок може продовжувати функціонувати, а деякі навіть обґрунтовують можливі поліпшення, традиційна ринкова структура не може продовжуватися функціонувати за старими правилами залучення капіталу, які історично склалися. У цьому новому регуляторному середовищі модель вже не відповідає своїй меті, постає необхідність переглянути парадигму. Учасникам ринку потрібно знову почати з чистого аркуша паперу, переглянути механізм його функціонування, а потім подумати, як його оптимізувати, враховуючи реалії сучасного регуляторного та грошово-кредитного середовища. Іншими словами, архітектура глобального ринку корпоративних облігацій потребує реконструкції.

В структурі ринку облігацій можна виділити два основних сегменти: державний та корпоративний. Сегмент державних облігацій дозволяє уряду залучати кошти з ринку, тоді як сегмент корпоративних облігацій дозволяє підприємствам робити те саме. Загалом, уряд повинен розвивати ринок облігацій, щоб підтримати фіскальну політику, яка гарантує економічну стабільність та інвестиції у державну інфраструктуру. Витрати на інфраструктуру можна розподілити між поколіннями шляхом випуску облігацій. Тим часом ринок корпоративних облігацій пов'язує позичальників приватного сектору безпосередньо з кредиторами. Це створює більше

можливостей для запозичень та інвестицій. Корпоративні облігації можуть доповнювати та замінювати банківські позики, створюючи таким чином ще один канал фінансового посередництва. Ринок корпоративних облігацій може також підтримувати фінансову стабільність, коли банківська система не працює.

Відповідно до дослідження Міжнародної асоціації ринків капіталу від 2016 року щодо удосконалення європейського ринку корпоративних облігацій, існує цілий ряд можливих заходів, які необхідно вжити для поліпшення довгострокової ефективності європейських ринків корпоративних облігацій [227]:

1) Забезпечити доступності капіталу для ринкової діяльності. З огляду на неоднорідний і за своєю суттю неліквідний характер кредитних ринків, ринкова модель є оптимальним і, можливо, єдиним життєздатним джерелом справжньої ліквідності ринку. Незважаючи на численні тиски на спроможність банків і дилерів надавати послуги на ринках облігацій, стає зрозумілим, що збільшення вартості капіталу є найбільшим обмеженням. З огляду на економічно важливу та соціально корисну послугу, яку ринкові регулятори надають для підтримки ефективності та функціонування ринків корпоративних облігацій, їм слід розглянути можливість застосування менш суворих капітальних витрат, пов'язаних з цією діяльністю, включаючи хеджування та фінансування.

2) Пожвавити ринок кредитних дефолтних свопів. Кредитні дефолтні свопи не тільки забезпечують ефективний та стандартизований інструмент для регуляторів ринку та інвесторів щодо хеджування кредитних ризиків, але з огляду на його тісний взаємозв'язок з базовими облігаціями, активний і ліквідний ринок кредитних дефолтних свопів може допомогти стимулювати ліквідність у ринку корпоративних облігацій. Заходи щодо пожвавлення ринку можуть включати перегляд капітальних зборів за національною вартістю та вимог до фінансування.

3) Переглянути і переоцінити неефективні механізми регулювання. Існує низка регуляторних ініціатив, які не дають очевидних переваг ринкам із фіксованим доходом, і, в певних випадках, можуть спричинити значну шкоду. Існує вагома аргументація щодо зупинення передбачуваного впровадження цих регуляторних ініціатив з метою проведення ретельного та детального аналізу впливу. Головним серед них були б зобов'язання щодо прозорості облігацій MiFID II / R.

4) Об'єднати всі зацікавлені сторони ринку, щоб переглянути структуру ринку. Зацікавлені сторони ринку повинні співпрацювати у формалізованому та структурованому форматі для обміну поглядами та ідеями щодо структури та розвитку ринку. Тільки завдяки глибшому розумінню та усвідомленню різних потреб та перспектив зацікавлених сторін ринкова спільнота може досягти консенсусу та розвивати приватні та державні ініціативи для підтримки розвитку здорового та активного загальноєвропейського ринку корпоративних облігацій.

У звіті Департаменту оцінки ЄБРР «Підтримка ЄБРР розвитку місцевих ринків капіталу» від 2017 року було зазначено, що для підвищення ефективності ринку капіталу в Україні має бути здійснений ряд заходів, а саме [181]:

- Посилити макроекономічну стабільність, зосереджуючи монетарну політику безпосередньо на цінній стабільності та забезпечуючи більшу гнучкість обмінного курсу.
- Посилити базу відповідальності банківського сектору.
- Сприяти скороченню непрацюючих позик, щоб допомогти кредитуванню.
- Усунути дисбаланс у поточній пенсійній системі та паралельно ретельно проаналізувати витрати та вигоди від послідовного переходу до системи 2-го рівня.
- Поступово лібералізувати валютний ринок.
- Сприяти розвитку міжбанківських ринків РЕПО для покращення

ліквідності грошового ринку.

- Удосконалити законодавчу базу щодо неплатоспроможності.
- Уточнити правила та норми щодо операцій РЕПО.
- Уточнити правила щодо похідних цінних паперів.
- Посилити вимоги до розкриття інформації та звітності для емітентів (довгостроковий пріоритет).
- Удосконалити нормативні акти, що регулюють банківські резерви та регулятивний капітал (довгостроковий пріоритет).
- Удосконалити регулювання діяльності місцевих рейтингових агентств (довгостроковий пріоритет).

Загальні рекомендації щодо ефективного формування ринку корпоративних облігацій в країнах, що розвиваються, означені у звіті Міжнародної організації комісій з цінних паперів. Вони полягають у наступному [177]:

1) пріоритизація розвитку ринку корпоративних облігацій як стратегічного напрямку розвитку через створення національної платформи для оптимальної політики стратегічного спрямування, розробку послідовної стратегії розвитку ринку корпоративних облігацій, впорядкування та координацію нормативно-правової бази для ринків корпоративних облігацій;

2) підвищення ефективності ринку через розширення спектру механізмів пропозиції на первинному ринку, оптимізацію процесу реєстрації корпоративних облігацій, стандартизацію документації щодо облігацій, створення ефективної бази оцінки дохідності корпоративних облігацій;

3) посилення ринкової інфраструктури та розширення бази інвесторів через підвищення ефективності торгівлі на ринку, розробку системи маркетингу корпоративних облігацій, створення спеціалізованої гарантійних установ, розширення ринків завдяки регіоналізації, розширення та урізноманітнення бази інвесторів;

4) розробка більш широкого спектра інструментів на ринку корпоративних облігацій через розвиток ринків сек'юритизації та заохочення розробки інструментів управління ризиками;

5) посилення захисту інвесторів через підвищення якості та своєчасності розкриття інформації емітентами, сприяння прозорості торгівлі та цін, посилення нагляду, професійних стандартів посередників на ринку облігацій, правил щодо банкрутства та реструктуризації;

6) прийняття сприятливої системи оподаткування, яка сприяє нарощуванню обсягу корпоративних облігацій.

Ринки корпоративних облігацій на різних стадіях розвитку стикаються з різними проблемами в різний час, всередині та поперек механізмів їх формування та регулювання. Проблеми, як правило, виникають з двох сторін. По-перше, багато заходів щодо реформ взаємозалежні в тій чи іншій мірі, оскільки ринок облігацій – це не окрема установа, а місце взаємодії. Другий виклик випливає з того, що ці необхідні заходи щодо реформування вимагають співпраці між зацікавленими сторонами та учасниками ринку, інтереси яких іноді являються діаметральними.

Сказавши це, є певні загальні елементи побудови ринку облігацій. Необхідні компоненти та кроки для ринку державних облігацій схожі в більшості юрисдикцій, хоча при розробці ринку корпоративних облігацій може існувати інший підхід. США мали унікальний досвід завдяки обмеженням міждержавного банківського обслуговування, що сприяло розвитку порівняно великого ринку корпоративних облігацій. Країни, в яких приватний сектор відігравав важливу роль у розвитку залізниць та електричних компаній, мали ринок корпоративних облігацій з перших етапів розвитку ринку капіталу. Але на багатьох ринках, що розвиваються, ринок капіталу розпочався після встановлення ринку державних облігацій та ринку акцій [223].

У таких випадках краще розрізняти ключові відмінності між ринками

акцій та корпоративних облігацій. На ринку облігацій кредит емітента має вирішальне значення, тоді як на ринку акцій майбутні перспективи емітента є більш важливим фактором. На ринку акцій інвестори потребують диверсифікації, щоб уникнути концентрації власності, тоді як ринок облігацій не вимагає такої ж диверсифікації інвесторів, оскільки це не впливає на структуру власності емітента. На ринку акцій слід враховувати захист роздрібних інвесторів, тоді як на ринку облігацій регулювання можна послабити, оскільки випуск може бути спрямований на професійних інституційних інвесторів, які мають достатні ринкові знання та засоби для захисту. На ринку акцій емітент, як правило, випускає один вид власного капіталу, тоді як на ринку облігацій емітент випускає облігації, які відрізняються за термінами погашення та термінами випуску. Через такі відмінності просте впровадження ринку корпоративних облігацій у структуру ринку акцій часто буває невдалим. Тому важливо розуміти такі відмінності та створювати будівельні блоки та механізми, необхідні для розвитку ринку корпоративних облігацій.

Для розвитку ринку облігацій необхідно розглянути, хто є відповідними зацікавленими сторонами та які механізми необхідні для достатнього розвитку ринку. Відповідно, зацікавлені сторони та будівельні блоки включають:

- Міністерство фінансів як емітента державних облігацій.
- Центральний банк як фіскальний агент, реєстратор державних облігацій та учасник ринку, що здійснює грошові операції на облігаційних та грошових ринках.
- Регулятори ринку цінних паперів як гарант цілісності ринку.
- Саморегульовані організації, які здійснюють регуляторну функцію шляхом делегування повноважень від регулятора.
- Емітенти, які позичають кошти на ринку.
- Андерайтери, які залучають кошти інвесторів від імені емітентів.

- Рейтингові агентства, які оцінюють кредитоспроможність емітентів або облігацій.
- Інвестори, особливо інституційні інвестори, такі як банки, страхові компанії та пенсійні фонди.
- Посередники на вторинних ринках, такі як брокери, дилери та постачальники інформації про ціни.
- Організовані ринки для забезпечення місця торгівлі та справедливого механізму визначення ціни.
- Інфраструктура розрахунків та зберігання цінних паперів для забезпечення безперебійного здійснення операцій та безпеки активів.

У результаті аналізу звітів Європейської комісії, ЄБРР, Міжнародної асоціації ринків капіталу та Міжнародної організації комісій з цінних паперів було встановлено, що формування ефективного ринку корпоративних облігацій ґрунтується на восьми механізмах: нормативно-правова база ринку корпоративних облігацій, стандарти бухгалтерського обліку та фінансової звітності, система оподаткування учасників ринку корпоративних облігацій, рейтинг емітентів та корпоративних облігацій, прозорість ринку корпоративних облігацій, ефективність та безпека торгівлі на ринку корпоративних облігацій, комунікації між урядом та учасниками ринку, забезпечення ліквідності ринку корпоративних облігацій.

Для створення ринку облігацій доцільно розглянути взаємодію між цими механізмами, які забезпечують функціонування та цілісність ринку. Для побудови та підтримання функціонуючого ринку корпоративних облігацій необхідно мати всебічну та надійну правову базу. Як правило, законодавча база ринку облігацій складається з ряду основних законів – включаючи закон про підприємства, закони про банкрутство та неплатоспроможність з чітким визначенням дефолту, а також ключових законодавчих актів, що застосовуються конкретно до ринку облігацій, таких як закон про цінні папери

або його еквівалент, а також його імплементаційні укази та положення, положення та правила ринку, а також рекомендації, видані регулятором ринку цінних паперів.

Цілісність ринку є критично важливою для ефективних, добре функціонуючих ринків і включає ряд компонентів, а саме: чіткі, справедливі та надійні правила, що регулюють доступ та участь на ринках, включаючи сприяння недискримінаційному доступу до ринку; моніторинг для мінімізації зловживань на ринку та маніпулятивних методів торгівлі; прозорість формування цін; суворі стандарти розкриття інформації; захист інвестора; впорядкована торгівля та системна стабільність.

Правила бухгалтерського обліку та стандарти фінансової звітності є основною мовою бізнесу, тому виступають необхідним механізмом для розвитку ринку капіталу. Вони можуть надати інформацію щодо фінансового стану компанії внутрішнім та зовнішнім сторонам у компаративному вигляді. Відтак, даний механізм повинен забезпечувати повне, точне та своєчасне розкриття фінансових результатів, ризиків та іншої інформації, яка є важливою для прийняття рішення інвестором. Первинне та постійне розкриття інформації є ключовими аспектами випуску та торгівлі борговими цінними паперами. Для збільшення транскордонних інвестицій в облігації бажано мати гармонізовані дані щодо розкриття інформації та порівняльний режим фінансової звітності на різних ринках на основі Міжнародних стандартів фінансової звітності.

Встановлення рейтингу емітента або його облігацій має на меті виміряти кредитоспроможність позичальника, будь то уряд, корпорація чи фізична особа. Кредитоспроможність – це оцінка позикодавцем здатності позичальника виконувати свої фінансові зобов'язання за позикою, облігацією чи іншим фінансовим контрактом, тобто оцінка ймовірності невиконання позичальником своїх фінансових зобов'язань. Традиційно кредитори покладаються на своє суб'єктивне судження для оцінки кредитоспроможності позичальника. Однак,

кількісні оцінки, що базуються на статистичних моделях та використанні кредитних бальних систем, стали більш поширеними для оцінки.

Прозорість інформації також виступає механізмом формування ринку корпоративних облігацій. Для створення операцій на ринку облігацій необхідна інформація про ціни облігацій, яка відповідає попиту та пропозиції. На відміну від акцій, облігації здебільшого торгуються на позабіржовому ринку; таким чином, необхідно докласти додаткових зусиль для збору інформації про ціни. Для забезпечення прозорості ринку та підвищення ліквідності ринку регулятору ринку цінних паперів потрібно розглянути питання встановлення правил торгівлі та ринкової практики, визначити інші шляхи вдосконалення інформації про ціни.

Комунікації між урядом та учасниками ринку є дуже важливим для розвитку ринку облігацій. Уряд, як регулятор ринку цінних паперів, повинен розглядати комунікацію як засіб забезпечення ефективності політики та прозорості ринку. Він також є емітентом облігацій, який хоче залучати кошти дешево і плавно, а отже, йому необхідно ефективно спілкуватися з (цільовими) інвесторами та ринковими посередниками для досягнення своєї мети. Це податковий орган, який має значний вплив на учасників ринку, оскільки оподаткування може змінити поведінку ринку. Крім того, центральний банк є державним органом і відіграє важливу роль, оскільки облігації є ключовими активами, які центральний банк повинен використовувати у своїх ринкових операціях.

Таке спілкування або взаємодія між урядом та учасниками ринку може мати різні форми, наприклад: (1) шляхом призначення та діалогу з первинними дилерами, (2) делегування регуляторних повноважень саморегулюючій організації, та (3) діалогу з представницьким органом ринку, таким як галузева асоціація або асоціація посередників. Ці заходи можуть бути використані як самостійно, так і в поєднанні відповідно до певних етапів розвитку ринку облігацій.

Ліквідність ринку є важливим фактором вимірювання успіху розвитку ринку. Її можна визначити як можливість купувати або продавати активи, коли це потрібно і без надмірного впливу на ринок. На ліквідність ринку можуть впливати різні фактори, такі як: розмір ринку; частота видачі; кількість андерайтерів, маркет-мейкерів, брокерів та інвесторів; концентрація власників облігацій; структура облігацій, таких як термін погашення та купонні виплати; кредитні рейтинги; номінал валюти; оподаткування; наявність даних; депозитарна системи; інфраструктура платежів та розрахунків тощо.

Оподаткування фінансових операцій, інструментів, відсотків та приросту капіталу має великий вплив на розвиток ринку. Неоднозначна та суперечлива податкова політика може створити серйозні перешкоди для належного функціонування та здорового розвитку ринків облігацій та капіталу. Вони також можуть вплинути на заощадження, інвестиції та фінансову поведінку позичальників, вкладників та інвесторів.

За результатами аналізу нормативно-правового регулювання ринку корпоративних облігацій в Україні було виявлено необхідність забезпечення прозорості операцій з даними цінними паперами. Саме це виступає ключовим фактором забезпечення довіри інвесторів до даного фінансового інструмента. Аналогічного висновку дотримуються Кужелєв М., Житар М., Стабіас С. та Немсадзе Г. [67].

Пом'якшення ризику розрахунків є критично важливим зі збільшенням торгової та розрахункової вартості. Одним з найефективніших заходів для зменшення ризику розрахунків є доставка проти оплати (Delivery versus payment – DVP). За даними Банку міжнародних розрахунків, доставка проти оплати визначається як «система розрахунків з цінними паперами, яка забезпечує механізм, що забезпечує доставку тоді і лише тоді, коли відбувається оплата» [175]. Доставка проти оплати класифікується наступним чином:

Модель 1: системи, що регулюють інструкції щодо переказу як цінних паперів, так і коштів на основі обміну торгівлею (брутто), з остаточним (безумовним) переказом цінних паперів від продавця до покупця (поставка), що відбувається одночасно з остаточним переказом коштів від покупця до продавця (оплата);

Модель 2: системи, які врегульовують інструкції з переказу цінних паперів на валовій основі з остаточним переказом цінних паперів від продавця до покупця (доставка), що відбувається протягом усього циклу обробки, але які врегульовують інструкції з переказу коштів на нетто-основі, з остаточним переказом коштів від покупця до продавця (оплата), що відбувається в кінці циклу обробки;

Модель 3: системи, які врегульовують інструкції щодо переказу як цінних паперів, так і фондів на нетто-основі, з остаточними переказами як цінних паперів, так і коштів, що відбуваються в кінці циклу обробки.

Кліринг та розрахунки передбачають компроміс між безпекою та економічною ефективністю. Чистий розрахунок зменшує потребу в ліквідності фонду порівняно з системою валових розрахунків у реальному часі. Однак, взаємозалік створює взаємозалежність між розрахунками за окремими угодами і, отже, створює системний ризик. Система валових розрахунків у режимі реального часу зменшує системний ризик, але вимагає більшої ліквідності, підтримуваної центральним банком для своєї діяльності. Центральному банку, можливо, доведеться доручити банкам використовувати систему валового розрахунку в режимі реального часу, але він може зменшити витрати, забезпечуючи гнучку ліквідність для задоволення високого рівня попиту на фонди. Варто також зазначити, що доставка проти оплати дає змогу учасникам ринку збільшити ліміти впливу контрагентів, тим самим сприяючи розширенню ринку та стимулюванню торгівлі. Активний ринок РЕПО або здійснення ринку часто неможливий, якщо за кліринг та розрахунки не досягнуто доставку проти оплати.

Варто зазначити, що дана пропозиція відповідає пропозиціям НБУ щодо покращення регулювання інфраструктури ринку капіталу [218].

Отже, постає питання забезпечення ліквідності ринку корпоративних облігацій в Україні. Цю проблему означає також Пиріжок Ю. у ході дослідження фондового ринку України [95]. Відповідно до висновків дослідження Гербст О., операції РЕПО являються провідним інструментом підвищення ліквідності ринку корпоративних облігацій. Вони представляють політичні заходи, що вимагають реалізації за допомогою всеосяжної правової та нормативної бази, хоча їх запровадження не завжди може бути придатним на ранніх стадіях розвитку ринку облігацій. Попри тривалу історію здійснення операцій РЕПО в Україні, вони мають чимало недоліків [42].

Зважаючи на зазначене, постає необхідність розвитку ринку РЕПО, як особливого сегменту вторинного ринку. Добре функціонуючий ринок РЕПО є передумовою можливого виходу на ринок дилерів, що призводить до успішного впровадження первинної дилерської системи. Останнім вдосконаленням з цього напрямку в Україні є запуск проєкту «РЕПО з контролем ризиків» на базі ПАТ «Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках» [133].

Розробка та адаптація передових світових практик регулювання РЕПО до умов України повинні залучати всіх ключових учасників ринку, включаючи банки, брокерів та інституційних інвесторів, які здатні брати участь на ринку РЕПО. У даному аспекті корисним є щорічні посібники Міжнародної асоціації ринків капіталу «A Guide to Best Practice in the European Repo Market», які встановлюють стандарти для впорядкування та врегулювання ринку РЕПО [151]. Його мета полягає у сприянні безперебійному та впорядкованому ринку РЕПО-торгівлі в Європі, рекомендуючи практики, які можуть допомогти уникнути невизначеності або розбіжностей щодо транзакцій, а також наслідків затримок або перешкод для торгівлі та розрахунків РЕПО. Так, збірник за 2020 рік охоплює питання ініціювання операцій, маржування та управління життєвим циклом РЕПО.

Ще одним фактором, який впливає на рішення інвесторів щодо вкладення капіталу у той чи інший фінансовий інструмент є наявність податкових пільг. Особливо гостро постає дане питання для індивідуальних інвесторів. Залучення значної кількості даних учасників ринку дозволить суттєво диверсифікувати ринок корпоративних облігацій України та збільшити обсяг фінансування підприємств, адже індивідуальні інвестори мають різні потреби щодо параметрів фінансових інструментів. Такої ж думки дотримуються Левкович О. та Финько А. [73].

Сприятливим для формування ринку корпоративних облігацій в Україні є запровадження податкового стимулювання індивідуальних інвесторів корпоративних облігацій. У даному аспекті доцільно використати досвід Росії, який охоплює наступні податкові пільги: звільнення від оподаткування пасивного доходу від корпоративних облігацій, регресивне оподаткування доходів від інвестицій, звільнення від оподаткування довгострокового приросту капіталу внаслідок інвестування [157].

В Румунії податкова база може бути зменшена на витрати, що пов'язані зі зниженням ціни на корпоративні облігації [231]. Законодавство Білорусії передбачає звільнення від податку на прибуток підприємств з доходів, отриманих від операцій, що включають кваліфіковані корпоративні облігації, випущені юридичними особами-резидентами Білорусії [156]. У Болгарії передбачене звільнення від оподаткування доходу від процентів за облігаціями та іншими борговими цінними паперами, що випущені місцевим податковим резидентом та прийнятих на регульовану фондову біржу в країні-члені ЄС [161]. Відтак, перед регуляторами корпоративного ринку України постає необхідність дослідження досвіду східноєвропейських країн в питанні послаблення податкового навантаження на операції щодо корпоративних облігацій з метою забезпечення сприятливого середовища для розвитку ринку даного боргового інструмента.

При аналізі структури торгівлі корпоративними облігаціями в Україні було виявлено, що позабіржовий ринок суттєво перевищує частку біржового, однак його інституційне забезпечення являється досить фрагментованим. Як зазначають Аллахяров Б. та Плетенецька С., «на позабіржовому ринку відсутні зрозумілі правила гри» [13].

На наш погляд подолання для подолання даної проблеми необхідно розвивати професійних сегментів ринку корпоративних облігацій. На відміну від акцій, інвестори в облігації, як правило, є великими професійними інституційними інвесторами. Професійні інвестори – це установи та / або приватні особи, залежно від обставин, які мають досвід для оцінки потенційних ризиків та переваг інструменту, його емітента та існуючих ринкових умов, а отже, здатність приймати обґрунтоване інвестиційне рішення за всіх обставин. Професійні інвестори не повинні підлягати тим самим механізмам захисту інвесторів, що надаються загальним та роздрібним інвесторам. Створення спеціалізованого ринку (або сегменту) для професійних інвесторів дуже важливо для сталого розвитку ринку облігацій. Професійний ринок, на якому можуть інвестувати та торгувати лише професійні інвестори, надає гнучкість, необхідну для великих випусків, використовуючи більш широкі методи випуску та пропонування. Він також задовольняє різноманітні потреби та цілі емітентів та інвесторів.

Зосередження на професійних інвесторах спрощує процес розробки законодавчої бази. Наприклад, регулятори припускають, що професійні інвестори розуміють міжнародні правила бухгалтерського обліку та різницю між ними та місцевими правилами. Професійні інвестори мають глибші знання у галузі фінансів і розуміють ризики, пов'язані з різними фінансовими продуктами та облігаціями. Професійні інвестори мають більший потенціал, ніж роздрібні інвестори, адже стежать за змінами ринкових обставин та вживають заходи щодо хеджування.

Інвестиції в режимі професійної пропозиції, як правило, обмежені кваліфікованими інвесторами, які можуть включати інституційних інвесторів та інвесторів з високим рівнем власного капіталу, обізнаних про ринки цінних паперів. Режим гібридної пропозиції спрямований на мінімізацію регуляторного навантаження та витрат на доступ до ринку облігацій, зберігаючи при цьому ступінь захисту інвесторів та торгівлю на вторинному ринку, щоб максимізувати його привабливість для цільових інвесторів.

Отже, для чотирьох зазначених проблем механізмів формування та регулювання ринку корпоративних облігацій в Україні сформовано цілі, шляхи реалізації та очікувані результати від впровадження (рис. 3.10).

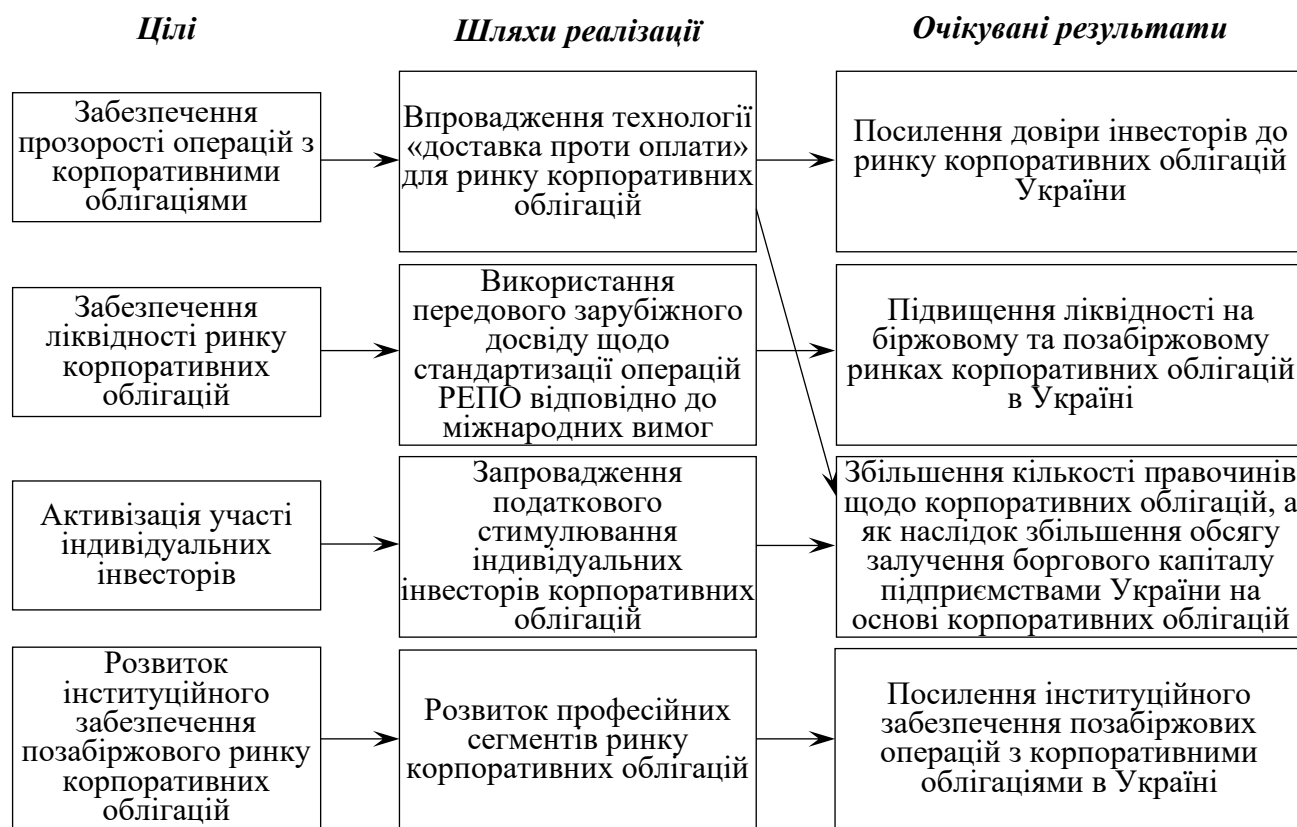


Рис. 3.10. Шляхи та очікувані результати вдосконалення механізмів формування та регулювання ринку корпоративних облігацій України

Джерело: розроблено автором

Для розвитку ринку облігацій розробники політики, регулятори та учасники ринку також повинні розуміти важливість цілісності ринку. Ринок

капіталу – це не просто місце, яке відповідає попиту та пропозиції цінних паперів. Розвинені ринки еволюціонували через багато невдач та криз. Заходи щодо подолання дефіциту ринку необхідні, щоб учасники ринку могли торгувати з довірою та впевненістю. Ринок повинен бути чесним та здоровим, і він не повинен допускати будь-яких маніпуляцій, оманливої інформації чи торгівлі інсайдерами. Усі операції повинні виконуватися безпечно, а передача прав власності через ринок повинна бути захищена. Коли виникає несправність, її потрібно вирішити справедливо і швидко. Якщо на ринку є протиправні дії, вони повинні бути виявлені, належним чином притягнуті до відповідальності та покарані. Попереджувальні заходи повинні застосовуватися, щоб уникнути повторень, і ці заходи повинні бути інституціоналізованими та глибоко вбудованими на ринок. Вартість побудови та підтримки цілісності ринку не є низькою, але добре функціонуючий ринок може ефективно мобілізувати та розподілити ресурси та підтримати подальший економічний розвиток.

Ринок облігацій є одним з основних інститутів, необхідних для підтримки економічної діяльності. Ринкові практики потребують постійного обслуговування, щоб забезпечити добрі показники в міру розвитку ринку. Таким чином, необхідні будівельні блоки та механізми регулювання повинні постійно переглядатися та переоцінюватися.

Висновки до Розділу 3

Проведене дослідження перспектив розвитку ринку корпоративних облігацій України, як джерела фінансування діяльності підприємств, дозволяє виокремити наступні висновки:

1. У результаті побудови динамічної моделі VAR розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні на основі даних за 2000–2019 роки було встановлено, що до 2021 року очікується збільшення ринку корпоративних

облігацій України до 49,28 млрд грн, після чого протягом 2022–2024 років очікується щорічне зниження ринку: на 2,98 млрд грн у 2022 році, 17,10 млрд грн у 2023 році та 8,51 млрд грн у 2024 році.

2. Засобами декомпозиції дисперсії встановлено, що основними змінними, які впливають на обсяг емісії корпоративних облігацій є власний капітал та емісії акцій. За допомогою методики IRF встановлено, що найбільший стримуючий вплив на розвиток ринку корпоративних облігацій у довгостроковій перспективі здійснює емісія акцій, а найменший – банківське кредитування.

3. На основі сценарного прогнозування доведено роль великих підприємств на розвиток ринку корпоративних облігацій, що опосередковано прийняттям рішення щодо структури залученого капіталу. Встановлено, що кожна додаткова гривня, залучена на основі емісії корпоративних облігацій у 2022 році, дозволяє збільшити загальний пул фінансування підприємств України з різних джерел на 3,2 грн у 2023 році та на 7,79 грн у 2024 році.

4. Обґрунтовано підхід до підвищення інвестиційною привабливості корпоративних облігацій, що передбачає оптимізацію відсоткової ставки відповідно до ринкової ціни та терміну зрілості даного фінансового інструмента. Реалізація підходу передбачає дослідження даних щодо біржових контрактів емітентів, які мають найбільший попит на біржовому ринку на основі регресійного аналізу. Отримані дані використовуються для побудови матриці відсоткової ставки, ціни та терміну погашення корпоративних облігацій, використання якої дозволяє встановити найбільш привабливу відсоткову ставку для даного виду корпоративних облігацій. На основі експертних оцінок було доведено доцільність впровадження даного підходу, адже він сприятиме зростанню обсягу торгівлі корпоративними облігаціями в Україні на 6,85% у 2022 році, 13,5% у 2023 році та 27,85% у 2024 році.

4. Обґрунтовано, що основними механізмами формування та регулювання ринку корпоративних облігацій є: нормативно-правова база ринку корпоративних облігацій, національні стандарти бухгалтерського обліку та фінансової звітності, рейтинг емітентів та корпоративних облігацій, прозорість ринку корпоративних облігацій, ефективність та безпека торгівлі на ринку, комунікації між урядом та учасниками ринку, забезпечення ліквідності ринку, система оподаткування операцій на ринку корпоративних облігацій.

5. Запропоновано шляхи вдосконалення механізмів формування та регулювання ринку корпоративних облігацій в Україні: впровадження технології «доставки проти оплати» для корпоративних облігацій, що дозволить посилити довіру інвесторів до ринку корпоративних облігацій; стандартизація операцій РЕПО відповідно до міжнародних вимог, що сприятиме підвищенню ліквідності на біржовому та позабіржовому ринках корпоративних облігацій; запровадження податкового стимулювання індивідуальних інвесторів корпоративних облігацій, впровадження якого дозволить збільшити кількість правочинів щодо корпоративних облігацій, а отже й обсягу залучення боргового капіталу підприємствами України на основі корпоративних облігацій; розвиток професійних сегментів ринку корпоративних облігацій, що посилить інституційне забезпечення позабіржових операцій з корпоративними облігаціями.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора [28; 31; 72; 173].

ВИСНОВКИ

У результаті проведеного дослідження вирішено важливе завдання поглиблення теоретичних та науково-практичних засад фінансування підприємств Східної Європи за допомогою корпоративних облігацій. Проведене дослідження надає підстави для наступних висновків:

1. Узагальнено та опрацьовано вітчизняну та іноземну наукову літературу щодо корпоративних облігацій і встановлено, що вони являють собою боргові цінні папери, емітовані господарським товариством для розміщення на первинному ринку з метою залучення зовнішніх фінансових ресурсів на забезпечення короткострокових та довгострокових потреб суб'єкта господарювання. Виділено п'ять основних класифікаційних ознак, які характеризують специфіку конкретного виду корпоративних облігацій: рівень забезпеченості, ієрархія випуску, рівень оцінки корпоративних облігацій спеціалізованими рейтинговими агентствами, незмінність відсоткової ставки, специфіка організації виплат основної суми та відсотків.

2. Визначено, що ринок короткострокових корпоративних облігацій в структурі фінансового ринку належить до грошового ринку, а середньо- та довгострокових – до ринку капіталу. Обґрунтовано, що роль корпоративних облігацій на фінансовому ринку полягає у диверсифікації джерел фінансування та напрямів інвестування, знижує залежність економіки від потрясінь банківського сектора, дозволяє мінімізувати валютні ризики та сприяє об'єднанню пулу міжнародних інвестицій.

3. Досліджено переваги та недоліки корпоративних облігацій у порівнянні з фінансовим лізингом, банківським кредитуванням та публічним розміщенням акцій, у результаті чого виявлено, що основні недоліки корпоративних облігацій пов'язані з борговим навантаженням, яке передбачає сплату відсотків та погашення суми боргу. У результаті компаративного аналізу різних видів

корпоративних облігацій за перевагами та недоліками для підприємств та інвесторів було виділено спільні переваги суб'єктів майнових відносин (альтернатива банківському сектору, врахування диверсифікованих потреб широкого кола підприємств та інвесторів, міжнародна взаємодія) та діаметрально протилежні (зміна цінності облігацій в залежності від коливання ринкової ціни, недоступність права участі власників в управлінні підприємством, режим оподаткування, пріоритетність виплати зобов'язань перед власниками акцій, публічність інформації про господарську діяльність емітента, відсутність зв'язку між рівнем прибутків емітента та виплатами власникам облігацій).

4. Встановлено, що характерними рисами сучасного ринку корпоративних облігацій Східної Європи є наступні: посилене зростання запозичень корпоративних облігацій навіть на фоні пандемії COVID-19; тривале зниження загальної якості облігацій зі збільшенням обсягу випусків корпоративних облігацій інвестиційного класу у 2020 році; більший термін погашення та підвищена чутливість до ціни; засноване на рейтингах інвестування, пасивне управління та володіння корпоративними облігаціями; коефіцієнти кредитного левериджу в межах рейтингу зросли; значне збільшення облігацій з рейтингом BBB та зменшення частоти зниження рейтингу; небезпека значних розпродажів облігацій, рейтинг яких знизився до неінвестиційного, що загрожує фінансовій стабільності. Запропоновано методику ранжування ринків корпоративних облігацій на основі порівняння країн за середньорічним відношенням обсягу коштів залучених підприємствами на основі корпоративних облігацій до обсягу банківського кредитування, що дозволяє підприємствам приймати зважене рішення щодо доцільності здійснення емісії даного фінансового інструмента на певному ринку у поточному періоді. У результаті використання методики досліджуваним країнам було присвоєно ранг (I – Чехія і Словаччина; II –

Польща; III – Словенія, Хорватія; IV – Болгарія, Угорщина; V – Румунія, Україна), який відповідає рейтингам S&P, Moody's та Fitch.

5. Виділено основні недоліки ринку корпоративних облігацій в Україні: небажання розкривати інформацію емітентами корпоративних облігацій; відсутність окремого біржового індексу щодо досліджуваного фінансового інструмента. Визначено, що наразі в Україні відзначаються позитивні зміни в інституційному середовищі (послідовна державна політика щодо іноземних інвесторів, зростання культури корпоративного управління, забезпечення прозорої фінансової звітності підприємств), що сприятимуть розвитку ринку корпоративних облігацій України у майбутніх періодах.

6. Досліджено ринок єврооблігацій та обґрунтовано, що ефективність єврооблігацій як інструмента залучення фінансових ресурсів в діяльність підприємства залежить від успіху першого розміщення єврооблігацій. Проведено аналіз характеристик єврооблігацій східноєвропейських підприємств, які знаходилися в обігу у 2020 році. Виявлено, що вихід українських підприємств на ринок єврооблігацій передбачає значні обсяги чистих продаж та коефіцієнта покриття ЕВІТ, низький рівень відношення зобов'язань до активів, а також необхідність формування довіри іноземних інвесторів. Останнє можливе за допомогою вірно відібраного лід-менеджера. Систематизовано критерії відбору підприємством лід-менеджера для забезпечення якісного підходу до емісії корпоративних єврооблігацій: обґрунтованість пропозицій щодо емісії, значний перелік обов'язків та можливостей, тривалий позитивний досвід щодо розміщення єврооблігацій, проведення якісних та масштабних досліджень фінансових ринків, високий рівень активності на внутрішньому та зовнішньому ринках.

7. Проведено динамічне моделювання розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні дозволило виявити джерела фінансування, збільшення яких в структурі капіталу підприємств стримує розвиток ринку корпоративних

облігацій у довгостроковій перспективі, а саме: банківське кредитування та емісія акцій. У результаті побудови векторної авторегресії розроблено прогноз емісії корпоративних облігацій: 49,28 млрд грн у 2021 році, 46,30 млрд грн у 2022 році, 29,20 млрд грн у 2023 році та 20,68 млрд грн у 2024 році. На основі сценарного прогнозування доведено вплив великих підприємств на розвиток ринку корпоративних облігацій: при додатковій емісії корпоративних облігацій на 1 млрд грн у 2022 році загальний пул доступних підприємствам фінансових ресурсів зростає у порівнянні з прогнозним рівнем на 0,13% та 0,3% у 2023 році та 2024 році відповідно, а ринок корпоративних облігацій – на 2,95% та 1,33%.

8. Запропоновано підхід до підвищення інвестиційною привабливістю корпоративних облігацій, що передбачає визначення оптимальної відсоткової ставки на основі виявлення закономірності взаємозв'язку між ключовими характеристиками корпоративних облігацій емітентів, які мають найвищий попит на біржовому ринку. Підхід передбачає збір даних щодо біржових контрактів за облігаціями цих підприємств та проведення регресійного аналізу, на основі якого будують матриці відсоткової ставки, ціни та терміну погашення корпоративних облігацій. На основі експертного опитування встановлено, що використання зазначеного підходу дозволить підприємствам залучити більше фінансових ресурсів від розміщення корпоративних облігацій.

9. Обґрунтовано, що основними шляхами вдосконалення механізмів формування та регулювання ринку корпоративних облігацій в Україні є: впровадження технології «доставки проти оплати» для корпоративних облігацій; стандартизація операцій РЕПО відповідно до міжнародних вимог; запровадження податкового стимулювання індивідуальних інвесторів корпоративних облігацій; розвиток професійних сегментів ринку корпоративних облігацій.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абубекерова А. З., Хацер М. В. Корпоративні облигації як інструмент фінансування діяльності підприємства в умовах фінансової кризи. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. Економічні науки*. 2014. № 9 (3). С. 57-60.
2. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. АТ «АЛЬФА-БАНК». SMIDA : офіц. вебсайт. URL: <https://smida.gov.ua/db/prof/23494714> (дата звернення: 20.01.2021).
3. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. АТ «ТАСКОМБАНК». SMIDA : офіц. вебсайт. URL: <https://smida.gov.ua/db/prof/09806443> (дата звернення: 20.01.2021).
4. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. ПрАТ «МАНДАРИН ПЛАЗА». SMIDA : офіц. вебсайт. URL: <https://smida.gov.ua/db/prof/30675610> (дата звернення: 20.01.2021).
5. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця». SMIDA : офіц. вебсайт. URL: <https://smida.gov.ua/db/prof/00481212> (дата звернення: 20.01.2021).
6. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. ТОВ «Інвестбуд Гарант». SMIDA : офіц. вебсайт. URL: <https://smida.gov.ua/db/prof/35059000> (дата звернення: 20.01.2021).
7. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. ТОВ «НОВА ПОШТА». SMIDA : офіц. вебсайт. URL: <https://smida.gov.ua/db/prof/31316718> (дата звернення: 20.01.2021).
8. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. ТОВ «ПІСКІВСЬКИЙ ЗАВОД СКЛОВИРОБІВ». SMIDA : офіц. вебсайт. URL: <https://smida.gov.ua/db/prof/33894121> (дата звернення: 20.01.2021).

9. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. ТОВ «ТРЦ Лавина». SMIDA : офіц. вебсайт. URL: <https://smida.gov.ua/db/prof/38537759> (дата звернення: 20.01.2021).

10. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. ТОВ «УЛФ-ФІНАНС». SMIDA : офіц. вебсайт. URL: <https://smida.gov.ua/db/prof/41110750> (дата звернення: 20.01.2021).

11. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. ТОВ «ЦОРП Фудцентр». SMIDA : офіц. вебсайт. URL: <https://smida.gov.ua/db/prof/32960109> (дата звернення: 20.01.2021).

12. Алдунина А. А. Механизм выпуска еврооблигаций в международной практике. *Формирование инновационной экономики будущего*. 2019.

13. Аллахяров Б. Д., Плетенецька С. М. Ринок цінних паперів: теоретичні та практичні аспекти функціонування і розвитку. *Держава, регіони, підприємництво: інформаційні, суспільно-правові, соціально-економічні аспекти розвитку* : матеріали міжнар. конф., 21-22 листоп. 2019 р. Київ, 2019. С. 168-171.

14. Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку* : офіц. вебсайт. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/> (дата звернення: 15.02.2021).

15. АТ КБ «ПриватБанк». Оступні кредити 5-7-9%. *ПриватБанк* : офіц. вебсайт. URL: <https://privatbank.ua/business/kredit> (дата звернення: 20.01.2021).

16. АТ КБ «Райффайзен банк». Інвестиційні кредити для бізнесу. *Raiffeisen bank* : офіц. вебсайт. URL: <https://raiffeisen.ua/biznesu/kredity/investicijni-kredity> (дата звернення: 15.02.2021).

17. Атанасій О. В., Клименко С. О., Шаповалова А. А. Вдосконалення структури капіталу підприємства шляхом формування боргових зобов'язань. *Економічні студії*. 2019. № 2 (24). С. 13-16.
18. Барташук К. А. Фінансовий лізинг як джерело фінансування розвитку підприємств України. *Економіка та держава*. 2015. № 3. С. 142-147.
19. Барышева Л. О. Особенности размещения еврооблигаций на европейских финансовых рынках. *Фундаментальные исследования*. 2019. № 5. С. 13-18.
20. Баталова О. А. Корпоративні облігації як джерело позикового фінансування. *Наукові праці Національного університету харчових технологій*. 2013. № 49. URL: <http://dspace.nuft.edu.ua/bitstream/123456789/7953/1/corpor.pdf> (дата звернення: 15.02.2021).
21. Біда С. О. Українські підприємства в системі нормативів та стандартів, прийнятих на розвинених фінансових ринках. *Международный научный журнал. Приложение*. 2015. № 3.
22. Білоус І. В. Інвестиційна привабливість корпоративних облігацій та їх ризики. *Формування ринкових відносин в Україні* : зб. наук. праць. Київ : НДЕІ, 2008. № 3. С. 91-95.
23. Білоус І. В. Сучасні тенденції функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні. *Вчені записки Таврійського національного університету імені В. І. Вернадського. Сер. Економіка і управління*. 2018. № 29 (68). С. 124-128.
24. Борисюк О. В., Гуменюк О. М. Фінансовий лізинг в Україні: переваги та недоліки. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. Економічні науки*. 2014. № 5 (4). С. 19-21.
25. Боровікова М. О. Фінансування підприємства за допомогою довгострокового боргу. *Ефективна економіка*. 2015. № 7. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4187> (дата звернення: 15.02.2021).

26. Брітченко І., Кужелєв М., Стабіас С. Аналіз розвитку національного ринку корпоративних цінних паперів в умовах європейської інтеграції. *Науковий вісник Мукачівського державного університету*. 2015. Вип. 1 (3). С. 237-242.
27. Буй Т. Г. Проблеми використання корпоративних єврооблігацій для залучення коштів на міжнародних ринках капіталу. *Економіка та держава*. 2011. № 8. С. 25-28.
28. Васильєва Д. О. Економетричне моделювання ємності ринку корпоративних облігацій України. *Ринок цінних паперів України*. 2018. № 1-2. С. 49-55.
29. Васильєва Д. О. Виклики управління державним боргом в Україні. *Вчені записки ТНУ імені В.І. Вернадського. Сер. Економіка і управління*. 2018. Т. 29 (68). № 6. С. 19-23.
30. Васильєва Д. О. Відсоткові ставки як інструмент впливу на ділову активність в економіці України. *Економічні студії*. 2020. № 2 (28). С. 7-10.
31. Васильєва Д. О. Інвестиційна привабливість підприємства через призму корпоративного управління. *Соціально-економічний розвиток України на початку XXI століття* : зб. доп. 74-ї наук. конф. студ. КНЕУ, 11-12 квіт. 2007 р. / відп. за вип. Мирун М. І. Київ : КНЕУ, 2007. С. 38-41.
32. Васильєва Д.О. Інвестиційне регулювання ринку корпоративних облігацій в Україні. *Потенціал економічного розвитку країни та регіонів: фінансові та інноваційно-інвестиційні аспекти*: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції м. Дніпро, 29 травня 2021 р. НО «Перспектива», 2021. С. 37-39.
33. Васильєва Д. О. Переваги та недоліки корпоративних облігацій, як джерела фінансування діяльності підприємств в Україні. *Сучасні інструменти управління корпоративними фінансами* : зб. матеріалів І Всеукр. наук.-практ.

інтернет-конф. студентів, аспірантів та молодих вчених. Київ : КНЕУ, 2017. С. 24-26.

34. Васильєва Д. О. Перспективи блокчейн технологій на ринку запозичень в Україні. *Інформаційне суспільство: технологічні, економічні та технічні аспекти становлення* : Міжнар. наук. інтернет-конф. / Збірник тез доповідей: випуск 25 вчених. Тернопіль, 2017. Вип. 25. С. 6-8.

35. Васильєва Д. О. Перспективи дохідності на ринку облігацій в країнах Центральної та Східної Європи у 2020 році. *Сучасні тенденції забезпечення ефективності економіки держави* : зб. матеріалів Всеукр. наук.-практ. конф., 12 верес. 2020 р. Київ : ГО «Київський економічний науковий центр», 2020. С.48-51.

36. Васильєва Д.О. Регулювання емісії та обігу корпоративних облігацій в східноєвропейських країнах. *Економічний простір*. 2021. №169.

37. Васильєва Д. О. Ризики інвестування в корпоративні облігації. *Сучасні інструменти управління корпоративними фінансами* : зб. матеріалів II Всеукр. наук.-практ. інтернет-конф. студентів, аспірантів та молодих вчених, 7 груд. 2018 р. / М-во освіти і науки України, ДВНЗ «Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана» ; оргком.: Хлівний В. К. та ін. Київ : КНЕУ, 2018. С. 62-64.

38. Васильєва Д. О. Сучасні проблеми розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні. *Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання* : праці XVII Міжнар. наук. конф. студентів, аспірантів та молодих вчених / ред. кол. Хаджинов І. В. та ін. Вінниця : ДонНУ імені Василя Стуса, 2017. Т. 3. С. 6-8.

39. Віннічук О. Становлення та розвиток транскордонного співробітництва регіонів України та держав-членів ЄС. *Європа: виклики для України* : зб. матеріалів Всеукр. круглого столу / редкол.: С. А. Копилов та ін. Кам'янець Подільський: Кам'янець-Подільський національний університет імені Івана Огієнка, 2018. С. 14-17.

40. Гаврилова Н. В. Фактори підвищення рівня інвестиційної привабливості підприємства. *Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету*. 2011. № 20. С. 324-330.
41. Галицький О. М. Методологічний підхід до прогнозування інвестиційної привабливості фінансового ринку України. *Український журнал прикладної економіки*. 2016. Т. 1. № 5. С. 6-16.
42. Гербст О. Міжнародний досвід здійснення операцій РЕПО. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2016. № 5. С. 106-120.
43. Голосенін І. О. Механізм трансформації боргу в капітал. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. Економічні науки*. 2018. Т. 2. № 28. С. 48-53.
44. Гончарук І. Ринок цінних паперів як джерело фінансування економіки. *Ефективність державного управління*. 2012. Вип. 30. С. 446-452.
45. Дані статистики фінансового сектору. *Національний банк України* : офіц. вебсайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#1ms> (дата звернення: 15.02.2021).
46. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Звіт за 2005 рік. Київ : б. в., 2006. 87 с. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=10667547> (дата звернення: 02.01.2021).
47. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2010 рік. Динамічний розвиток. Ефективне регулювання. Київ : б. в., 2011. 59 с. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=10667525> (дата звернення: 02.01.2021).
48. Довгань Л. П., Самкова Д. М. Ефективність та конкурентність як фактор підвищення інвестиційної привабливості українського ринку корпоративних облігацій. *Інвестиції: практика та досвід*. 2009. № 17. С. 12-15.

49. Драбовський А. Г. Лізинг як альтернативна форма фінансування та інвестування в сучасних умовах. *Збірник наукових праць ВНАУ*. 2012. № 3. С. 65-72.
50. Дубина М. В., Горна Я. Ю., Горбан І. М. Роль корпоративних облігацій у розвитку ринку фінансових послуг України. *Науковий вісник Львівського державного університету внутрішніх справ. Сер. Економічна*. 2015. № 2. С. 37-52.
51. Душак М. І. Аналіз стану фондового ринку України з позиції його впливу на фінансову архітектуру підприємств реального сектору економіки. *Вісник СумДУ. Сер. Економіка*. 2019. № 2. С. 26-35.
52. Євтушенко Н. М., Макарчук І. М., Яременко Л. М. Макроекономічна стабільність в Україні. *Молодий вчений*. 2016. № 3. С. 74-79.
53. Заячківська О. В., Яковчук О. В. «Зелені» облігації: світові тенденції та перспективи розвитку в Україні. *Редакційно-видавничий відділ ВТЕІ КНТУ*. 2020. С. 151-163.
54. Звіт про виконання комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року. Київ : Нац. банк України, 2020. 44 с. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/zvit-pro-vikonannya-kompleksnoyi-programi-rozvitku-finansovogo-sektoru-ukrayini-do-2020-roku-8200> (дата звернення: 02.01.2021).
55. Звіти та результати. *Метінвест* : вебсайт. URL: <https://metinvestholding.com/ua/investor> (дата звернення: 02.01.2021).
56. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2020 року. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку* : офіц. вебсайт. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/user_files/content/62/gruden_2020.doc (дата звернення: 02.01.2021).

57. Іоргачова М., Коцюрубенко Г. Ринок облігацій в Україні: сучасний стан та перспективи розвитку. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2016. № 2. С. 62-78.
58. Карминский А. М. Модели корпоративных рейтингов для развивающихся рынков. *Корпоративные финансы*. 2011. Т. 5. № 3. С. 19-29.
59. Карпов Р. В. Заставна як забезпечення іпотечних цінних паперів. *Актуальні проблеми держави і права*. 2011. С. 321-326.
60. Козак В. І., Москвін С. О. Емісія облігацій комунальних підприємств та місцевих позик : практ. посіб. Київ : DESPRO, 2017. 106 с.
61. Козак В., Москвін С., Посполітак В. Фінансові інструменти: операції з облігаціями : наук.-практ. посіб. Київ : DESPRO, 2019. 132 с.
62. Колосок В., Ходова Я. Особливості інвестиційного забезпечення стратегічного управління великих промислових підприємств. *Економічний аналіз*. 2012. № 10 (3). С. 293-296.
63. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року. *Національний банк України* : офіц. вебсайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/kompleksna-programa-rozvitku-finansovogo-sektoru-ukrayini-do-2020-roku> (дата звернення: 19.11.2020).
64. Конєва Т. А. Формування політики фінансування підприємств сфери матеріального виробництва України. *Вісник Одеського національного університету імені І. І. Мечникова. Сер. Економіка*. 2018. Т. 23. Вип. 4(69). С. 123-129.
65. Конєва Т.А., Семененко Г.М. Вплив політики фінансування на вартість власного капіталу підприємств. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2019. Вип. 6(74). Ч. 3. С. 71-78.
66. Корнилюк Р. В., Корнилюк А. В. Фінансування малого та середнього бізнесу: тенденції, можливості, ризики. *Інвестиції: практика та досвід*. 2017. № 24. С. 43–50.

67. Кужелєв М. О., Житар М. О., Стабіас С. М., Немсадзе Г. Г. Аналіз поточного стану ринку корпоративних цінних паперів України. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2019. Вип. 2(29). С. 150-158.
68. Кужелєв М. О., Стабіас С. М. Пріоритети розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні : монографія. Київ : «Центр учбової літератури», 2020. 176 с.
69. Кужелєв М. О., Юрова Д. Б. Основні тенденції та перспективи розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні. *Моделювання регіональної економіки*. 2011. № 2. С. 146-154.
70. Кулик А. М., Корецька О. В. Економічна сутність поняття інвестиційної привабливості. *Вісник НТУ «ХПІ»*. 2018. № 15 (1291). С. 7-11.
71. Кушнір С. О., Завальнюк А. О. Використання моделей САРМ під час визначення прибутковості акцій вітчизняних підприємств. *Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2017. № 12. С. 179-182.
72. Лапутько А. П., Грищенко Т. В. Банківські кредити та корпоративні облігації як джерела боргового фінансування підприємств в Україні. *Економічні студії*. 2017. С. 60-64.
73. Левкович О. В., Финько А. В. Шляхи покращення розвитку ринку облігацій в Україні. *БІЗНЕС-ІНФОРМ*. 2019. № 9. С. 287-292.
74. Ливдар М. В., Панюш Л. Ф. Єврооблігації як інструмент ринку капіталу. *Економіка і суспільство*. 2017. Вип. 9. С. 1005-1011. URL: http://www.economyandsociety.in.ua/journal/9_ukr/173.pdf (дата звернення: 19.11.2020).
75. Лісовська В.П., Кудик Т.О., Васильєва Д.О. Моделювання лінійними різницеvими рівняннями першого порядку. *Науковий вісник УжНУ. Сер. Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2021. №37.

76. Майорова Т.В. Інвестиційний процес і фінансово-кредитні важелі його активізації в Україні : монографія. Київ : КНЕУ, 2013. 332 с.
77. Марценюк О., Руда О. Аналіз сучасного стану функціонування фондового ринку України. *The Scientific Heritage*. 2020. № 47. С. 41-52.
78. Михайлів Г. В. Місце й роль корпоративних облігацій на фінансовому ринку України. *Актуальні проблеми розвитку економіки регіону*. 2011. Вип. 7 (1). С. 74-79. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/aprer_2011_7%281%29__15 (дата звернення: 19.11.2020).
79. Молчанова Е. Ю., Паценко О. Ю. Сучасна структура світового фінансового ринку. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2013. № 3. С. 188-195.
80. Мошенський С. З. Формування понятійного апарату ринку облігацій в Україні: проблеми застосування термінів "облігації підприємств" і "корпоративні облігації". *Світ фінансів*. 2017. №. 1 (10). С. 124-128.
81. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку : офіц. вебсайт. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/> (дата звернення: 20.01.2021).
82. Національний депозитарій України. Основні поняття. URL: https://csd.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=94%3Aponyatiya&catid=39%3Adematerialization&lang=ua (дата звернення: 19.11.2020).
83. Національні положення (стандарти) бухгалтерського обліку. *Все про бухгалтерський облік* : вебсайт. URL: <http://vobu.ua/ukr/documents/accounting/item/natsionalni-polozhennya-standarti-bukhgalterskogo-obliku> (дата звернення: 19.11.2020).
84. Непран А. В. Ресурси ринку капіталу в системі інвестиційного фінансування реального сектору економіки України. *Фінанси України*. 2012. № 5. С. 99-109.

85. Никитченко Ю. В. Переваги та недоліки лізингових і орендних відносин у господарській діяльності. *Європейські перспективи*. 2015. № 2. С. 158-164.

86. Облікова ставка НБУ. *Національний банк України* : офіц. вебсайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/stages/archive-rish> (дата звернення: 11.03.2021).

87. Обравит В. І. Структурні дисбаланси фондового ринку України з погляду його об'єктів: практичний аспект. *Причорноморські економічні студії*. 2017. № 24. С. 239-242.

88. Олійник О. В., Сідельнікова І. В. Єврооблігаційні позики як інструмент мобілізації боргового фінансування вітчизняними корпораціями на міжнародному ринку капіталу. *Вісник Кам'янець-Подільського національного університету імені Івана Огієнка. Сер. Економічні науки*. 2014. № 9. С. 73-82.

89. Офіційний сайт інформаційного агентства Cbonds. URL: <http://ru.cbonds.info> (дата звернення: 21.04.2021).

90. Ошерович И. Л. Анализ вероятностных соответствий между рейтингами ведущих международных компаний Moody's, Fitch и standard&poor's. *Финансы: теория и практика*. 2015. №. 3 (87). С. 136–148.

91. ПАТ «Фондова біржа «ПЕРСПЕКТИВА». Методика розрахунку Індексу Українських облігацій (Індекс UB). URL: <http://fbp.com.ua/Graph/IndexTradeGraph.aspx> (дата звернення: 11.03.2021).

92. Пашкова М.І., Макалюк І.В. Особливості розрахунку середньозваженої вартості капіталу для банківських установ. *Науково-технічний розвиток: економіка, технології, управління* : матеріали XX Міжнар. наук.-практ. конф., 8-9 квіт. 2021 р.. Київ : КПП ім. Ігоря Сікорського, 2021. С.48-49.

93. Петик Л. О. Публічне розміщення акцій: сутність та види. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. Економічні науки*. 2015. № 10 (1). С. 107-110.

94. Петренко І. П. Особливості залучення інвестиційного капіталу шляхом емісії корпоративних облігацій. *Вісник КЕФ КНЕУ імені В. Гетьмана*. 2011. № 1. С. 84-87.

95. Пиріжок Ю. Л. Оцінка сучасного стану, проблем та перспектив фондового ринку України. *Стратегії інноваційного розвитку економіки України: проблеми, перспективи, ефективність «Форвард-2019»* : матеріали X Міжнар. наук.-практ. конф., 27 груд. 2019 р. Харків : НТУ «ХПІ», 2019, С. 36-39.

96. Податковий кодекс України : Затверджений від 02 груд. 2010 р. № 2755-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17#Text> (дата звернення: 11.03.2021).

97. Показники балансу підприємств за видами економічної діяльності з розподілом на великі, середні, малі та мікропідприємства. *Державна служба статистики України* : офіц. вебсайт. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (дата звернення: 11.03.2021).

98. Процентні ставки за новими кредитами МСП. *Національний банк України* : офіц. вебсайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#2fs> (дата звернення: 11.03.2021).

99. Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні : Закон України від 16 лип. 1999 р. № 996-XIV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/996-14#Text> (дата звернення: 11.03.2021).

100. Про взаєморозуміння щодо розробки і запровадження системи фінансової звітності : Меморандум від 18 груд. 2017 р. № 102/15 / Міністерство фінансів України, Національний банк України, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Національна комісія, що здійснює державне

регулювання у сфері ринків фінансових послуг. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0102201-17#Text> (дата звернення: 11.03.2021).

101. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо емісії, обігу та обліку цінних паперів : Проект Закону України. URL: <https://ips.ligazakon.net/document/JH0QK00V?an=3> (дата звернення: 11.03.2021).

102. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав споживачів фінансових послуг : Закон України від 20 верес. 2019 р. № 122-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/122-20#Text> (дата звернення: 11.03.2021).

103. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів : Закон України від 19 черв. 2020 р. № 738-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text> (дата звернення: 11.03.2021).

104. Про господарські товариства : Закон України від 19 верес. 1991 р. № 1576-XII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1576-12#Text> (дата звернення: 11.03.2021).

105. Про депозитарну систему України : Закон України від 06 лип. 2012 № 5178-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5178-17#Text> (дата звернення: 11.03.2021).

106. Про державне мито : Декрет Кабінету Міністрів України. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку* : офіц. вебсайт. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=10670388> (дата звернення: 11.03.2021).

107. Про емісію та торгівлю цінними паперами : Закон Хорватії від 19 груд. 1995 р. № 01-95-2128/1. URL: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/1995_12_107_1768.html (дата звернення: 11.03.2021).

108. Про емітентів фінансових інструментів та ринкові операції : Закон Румунії від 01 квіт. 2017 р. № 24/2017. URL:

https://asfromania.ro/files/capital/legi/Lege%2024_2017.pdf (дата звернення: 11.03.2021).

109. Про затвердження Змін до Положення про провадження депозитарної і клірингової діяльності та забезпечення здійснення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів Національним банком України : Постанова Правління Національного банку України від 18 серп. 2020 р. № 119. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0119500-20#Text> (дата звернення: 11.03.2021).

110. Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів діяльності з управління іпотечним покриттям : Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 07 лют. 2012 р. № 235. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0328-12#Text> (дата звернення: 11.03.2021).

111. Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів) депозитарної діяльності та клірингової діяльності : Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 25 трав. 2013 р. № 862. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0897-13#Text> (дата звернення: 11.03.2021).

112. Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів) діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку : Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14 трав. 2013 р. № 818. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0856-13#Text> (дата звернення: 11.03.2021).

113. Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів) діяльності з торгівлі цінними паперами : Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14 трав. 2013 р. № 819. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0857-13#Text> (дата звернення: 20.01.2021).

114. Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів) діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами) : Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23 лип. 2013 р. № 1281. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1576-13#Text> (дата звернення: 20.01.2021).

115. Про затвердження Положення про вимоги до осіб, що здійснюють професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами), щодо складу та структури активів недержавних пенсійних фондів, якими вони управляють : Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26 квіт. 2012 р. № 582. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0787-12#Text> (дата звернення: 20.01.2021).

116. Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу : Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 21 черв. 2018 р. № 425. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0843-18#Text> (дата звернення: 20.01.2021).

117. Про затвердження Положення про припинення депозитарною установою провадження професійної діяльності на фондовому ринку депозитарної діяльності : Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 08 квіт. 2014 р. № 431. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0459-14#Text> (дата звернення: 20.01.2021).

118. Про затвердження Порядку зупинення дії та анулювання ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів) : Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14 трав. 2013 р. № 816. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0862-13#Text> (дата звернення: 20.01.2021).

119. Про затвердження Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних

паперів) : Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14 трав. 2013 р. № 817. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0854-13#Text> (дата звернення: 20.01.2021).

120. Про затвердження Порядку та умов надання статусу Центрального депозитарію цінних паперів : Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 16 квіт. 2013 р. № 597. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0688-13#Text> (дата звернення: 20.01.2021).

121. Про Індекс фінансового стресу. *Національний банк України* : офіц. вебсайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/stability/fsi> (дата звернення: 20.01.2021).

122. Про ліцензування видів господарської діяльності : Закон України від 02 берез. 2015 № 222-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/222-19#Text> (дата звернення: 20.01.2021).

123. Про облігації : Закон Польщі від 15 січ. 2015 р. *Dziennik Ustaw*. 2015. Ст. 238. URL: <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20150000238> (дата звернення: 20.01.2021).

124. Про облігації : Закон Словаччини від 01 січ. 2018 р. № 530/1990. URL: <https://www.slov-lex.sk/pravne-predpisy/SK/ZZ/1990/530/> (дата звернення: 20.01.2021).

125. Про приватизаційні цінні папери : Закон України від 06 берез. 1992 р. № 2173-XII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2173-12#Text> (дата звернення: 20.01.2021).

126. Про публічну пропозицію цінних паперів : Закон Болгарії. *State Gazette*. 1999. № 114. URL: <https://www.ebrd.com/downloads/legal/securities/bulgarsm.pdf> (дата звернення: 20.01.2021).

127. Облігація. *Словник української мови. Академічний тлумачний словник (1970–1980)* : вебсайт. URL: <http://sum.in.ua/s/oblighacija> (дата звернення: 11.03.2021).

128. Про ринок капіталу : Закон Угорщини від 25 груд. 2001 р. № СХХ. URL: <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a0100120.tv> (дата звернення: 11.03.2021).

129. Про розкриття інформації емітентами цінних паперів: Положення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 03 груд. 2013 р. № 2826. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=10672070> (дата звернення: 11.03.2021).

130. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : Закон України від 12 лип. 2001 р. № 2664-III. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2664-14#Text> (дата звернення: 11.03.2021).

131. Про цінні папери : Закон Словенії. *Uradni list SFRJ*. № 64/89, 29/90. URL: <http://www.pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=ZAKO2420&d-49682-p=4> (дата звернення: 20.01.2021).

132. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23 лют. 2006 р. № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text> (дата звернення: 20.01.2021).

133. Прямі іноземні інвестиції у країни Єврозони: стохастичність фінансових факторів впливу / Г. В. Тельнова, О. М. Колодізєв, М. О. Кужелєв, І. М. Крупка, Н. О. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії і практики*. 2020. № 4 (35). С.107–120.

134. Регулятори фінансового ринку затвердили Стратегію розвитку фінансового сектору України до 2025 року. *Міністерство фінансів України* : офіц. вебсайт. URL: <https://www.kmu.gov.ua/news/regulyatori-finansovogo-rinku-zatverdili-strategiyu-rozvitku-finansovogo-sektoru-ukrayini-do-2025-roku> (дата звернення: 20.01.2021).

135. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2019 рік. Київ : Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, 2019. 86 с. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=10666647> (дата звернення: 20.01.2021).

136. Річний звіт НКЦПФР за 2015 рік. Ринок цінних паперів України: повне перезавантаження. Київ : Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, 2015. 128 с. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=10667510> (дата звернення: 20.01.2021).

137. Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках. РЕПО з контролем ризиків. URL: <https://settlement.com.ua/repo-risk-control/> (дата звернення: 20.01.2021).

138. Романишин В. О., Булавинець О. В. Ринок боргових зобов'язань як альтернативне джерело фінансування підприємств в Україні. *Фінанси України*. 2014. № 11. С. 116-124.

139. Руденко В. В. Визначальні характеристики корпоративних облігацій як об'єкта інвестування. *Економіка і суспільство*. 2017. Вип. 9. С. 1036-1041.

140. Статистичне управління Європейського союзу : офіц. сайт. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/sector-accounts/data/database> (дата звернення: 14.02.2021).

141. Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2025 року. *Національний банк України* : офіц. вебсайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/about/develop-strategy> (дата звернення: 14.02.2021).

142. Супрович Г. О. Порівняльні характеристики деривативів і цінних паперів. *Науковий вісник Чернівецького університету. Сер. Економіка*. 2011. № 579-580. С. 95-98.

143. Танчак Я. А. ІРО як альтернативний інструмент залучення інвестицій в економіку країни. *Вісник Одеського національного університету. Сер. Економіка*. 2015. № 20. Вип. 3. С. 260-263.

144. Тарасюк Д. С. Розвиток ринку корпоративних цінних паперів в Україні : дис. ... канд. екон. наук. Львів, 2015.

145. Терещенко О.О., Грінченко В.О. Управління ризиками структури капіталу корпоративних підприємств. *Фінанси України*. 2019. № 10. С. 89-101. DOI: <https://doi.org/10.33763/finukr2019.10.089> (дата звернення: 14.02.2021).

146. Терещенко О.О., Конєва Т.А. Формалізація критеріїв політики фінансування підприємства. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2020. Вип. № 3(77)-2. С. 88-97. DOI: <https://doi.org/10.32782/2520-2200/2020-3-33> (дата звернення: 14.02.2021).

147. Федоренко А. В. Ринки капіталу в структурі фінансового ринку. *Вісник Інституту економіки та прогнозування*. 2013. № 2013. С. 71-76.

148. Фінансове забезпечення впровадження технологій та інновацій : монографія / О. М. Колодізєв, О. В. Лебідь, В. М. Григоренко. Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2017. 261 с. URL: <http://www.repository.hneu.edu.ua/handle/123456789/19956> (дата звернення: 14.02.2021).

149. Хван А. А., Конвисарова Е. В. Анализ механизма привлечения иностранных инвестиций при помощи эмиссии еврооблигаций. *Азимут научных исследований: экономика и управление*. 2017. № 6.2 (19).

150. Шахова Т. В. Актуальні питання фінансового інвестування в корпоративний сектор економіки. *Актуальні проблеми розвитку економіки регіону*. 2011. № 7 (1). С. 293-298.

151. A guide to best practice in the European repo market / ICMA European Repo and Collateral Council. Zurich : International Capital Market Association (ICMA), 2021. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Repo/ERCC-Guide-to-Best-Practice-March-2021-300321.pdf> (Last accessed: 20.01.2021).

152. Analysis of the current state of the corporate securities market of Ukraine / Kuzhelev M. O. et al. *Financial and credit activity: problems of theory and practice*. 2019. № 2.29. P. 150-158.

153. Apergis N. Oil prices and corporate high-yield spreads: evidence from panels of nonenergy and energy European firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2019. № 72. P. 34-40.

154. April 2020 Global Debt Monitor: COVID-19 lights a fuse. *Institute of International Finance* : website. URL: <https://www.iif.com/Publications/Members-Only-Content-Sign-in?returnurl=%2fDefault.aspx%3fTabId%3d219%26ID%3d3839%26April-2020-Global-Debt-Monitor-COVID-19-Lights-a-Fuse%26language%3den-US> (Last accessed: 14.02.2021).

155. Baranova Y., Douglas G., Silvestri L. Simulating stress in the UK corporate bond market: investor behaviour and asset fire-sales. *Staff Working Paper*. 2019. № 803. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2019/simulating-stress-in-the-uk-corporate-bond-market-investor-behaviour-and-asset-fire-sales.pdf> (Last accessed: 14.02.2021).

156. Belarus provides tax exemption for Corporate Bonds. *Orbitax* : website. URL: <https://www.orbitax.com/news/archive.php/Belarus-Provides-Tax-Exemption-17262> (Last accessed: 14.02.2021).

157. Belomytseva O. S., Grinkevich L. S., Grinkevich A. M., Bobek S., Tominc P. Tax incentives for bond-oriented individual investors: evidence from the Russian Federation. *Journal of Tax Reform*. 2018. Vol. 4, № 2. P. 108-124.

158. Benzie R. The development of the international bond market. *Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department*. 1992. № 32. 95 p.

159. Boldyreva N. B. The impact of tax preferences on the investment attractiveness of bonds for retail investors: the case of Russia. *Journal of Risk and Financial Management*. 2020. № 13.4. P. 72-82.

160. Brick I. E., Palmon O., Patro D. K. Motivations for issuing puttable debt: an empirical analysis. *Handbook of financial econometrics and statistics* / eds.: C. F. Lee and J. Lee. New York : Springer, 2015. P. 149-185.

161. Bulgaria Corporate Withholding taxes. *Orbitax* : website. URL: <https://taxsummaries.pwc.com/bulgaria/corporate/withholding-taxes> (Last accessed: 20.01.2021).

162. Calomiris C. W., Larrain M., Schmukler S. L., Williams T. Bond. Search for yield in large international corporate bonds: investor behavior and firm responses. Massachusetts : National Bureau of Economic Research Cambridge dictionary, 2019. URL:

<https://dictionary.cambridge.org/ru/%D1%81%D0%BB%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%80%D1%8C/%D0%B0%D0%BD%D0%B3%D0%BB%D0%B8%D0%B9%D1%81%D0%BA%D0%B8%D0%B9/bond> (Last accessed: 14.02.2021).

163. Cambridge University Press. Cambridge Dictionary. URL: <http://dictionary.cambridge.org/> (Last accessed: 14.02.2021).

164. Capital markets in Bulgaria. *CEE Legal Matters* : website. URL: <https://ceelegalmatters.com/capital-markets-2020/capital-markets-bulgaria-2020> (Last accessed: 14.02.2021).

165. Çelik S., Demirtaş G., Isaksson M. Corporate bond market trends, emerging risks and monetary policy. Paris : OECD Capital Market Series, 2020. URL: www.oecd.org/corporate/Corporate-Bond-Market-Trends-Emerging-Risks-and-Monetary-Policy.htm (Last accessed: 14.02.2021).

166. Chen F., Huang J. Z., Sun Z., Yu T. Why do firms issue guaranteed bonds? *Journal of Banking & Finance*. 2018. № 86. P. 207-234.

167. Corporate rating criteria. *FitchRatings* : website. URL: <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/corporate-rating-criteria-21-12-2020> (Last accessed: 14.02.2021).

168. Corporate ratings methodology transparency. Comparability. *S&P* : website. URL: <https://www.spratings.com/documents/20184/774196/Corporate+Ratings+Methodology.pdf/8fd4392a-4aae-4669-bd74-a9b86e18d781> (Last accessed: 20.01.2021).

169. Cortina J. J., Didier T., Schmukler S. L. Corporate debt maturity in developing countries: sources of long and short-termism. *The World Economy*. 2018. № 41.12. P. 3288-3316.

170. Country Report Croatia 2016 / European Commission. *Commission Staff Working Document*. 2016. № 80.

171. Cummanas J. A brief history of bond investing. *BondFunds.com* : website. URL: <http://bondfunds.com/education/a-brief-history-of-bond-investing/> (Last accessed: 20.01.2021).

172. Dariia Vasylieva. The corporate bond market in Ukraine: trends and prospects. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2021. Vol.7 P. 10-18.

173. Dariia Vasylieva, Tetyana Kudyk, Valentyna Lisovska, George Abuselidze, Oksana Hryvkiivska. Ensuring the issuance of investment-attractive corporate bonds. *E3S Web of Conferences*. 2021. 295 01008.

174. Dass N., Massa M. The variety of maturities offered by firms and institutional investment in corporate bonds. *The Review of Financial Studies*. 2014. № 27.7. P. 2219-2266.

175. Delivery versus payment in securities settlement systems. *Bank for International Settlements* : website. URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d06.htm> (Last accessed: 20.01.2021).

176. Der Wansem V., BG P., Jessen L., Rivetti D. Issuing International Bonds: a guidance note. The World Bank, 2019. URL: <http://documents1.worldbank.org/curated/ar/491301554821864140/pdf/Issuing-International-Bonds-A-Guidance-note.pdf> (Last accessed: 20.01.2021).

177. Development of corporate bond markets in the emerging markets. International Organization of Securities Commissions, 2011. 83 p.

178. Directive 2003/71/EC of the European Parliament. *EUR-LEX* : website. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32003L0071> (Last accessed: 20.01.2021).

179. Directive 2013/50/EU of the European Parliament. *EUR-LEX* : website. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32013L0050> (Last accessed: 20.01.2021).

180. Dzenis V. O., Dzenis O. O., Shestakova O. A. International investment attractiveness of the enterprise. *Market Infrastructure*. 2017. № 5. P. 9-10.

181. EBRD support for the development of local capital markets / Evaluation Department Special Study. London : European Bank for Reconstruction and Development, 2017. URL: <https://www.ebrd.com/documents/evaluation/special-study-capital-markets-annexes-2017.pdf> (Last accessed: 20.01.2021).

182. Economic importance of the corporate bond markets. International Capital Market Association, 2013. 24 p. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Media/Brochures/2013/Corporate-Bond-Markets-March-2013.pdf> (Last accessed: 20.01.2021).

183. EUR corporate bond new issuance. *International Capital Market Association* : website. URL: <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/market-data/euro-corporate-bond-markets/> (Last accessed: 20.01.2021).

184. European financial integration during the COVID-19 crisis. *European Central Bank* : website. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202007_02~b27e8089c5.en.html (Last accessed: 20.01.2021).

185. Fabozzi F. J., Mann S. V. The handbook of fixed income securities. New York : McGraw-Hill Education, 2012. 1495 p.

186. Features of financing of railway activity in the conditions of corporatization / Snachov M. P. et al. *Review of Transport Economics and Management*. 2015. № 9.

187. Ferguson N. Political risk and the international bond market between the 1848 revolution and the outbreak of the First World War 1. *The Economic History Review*. 2006. Vol. 59, № 1. P. 70-112.

188. Fuertes A., Serena J. M. How firms borrow in international bond markets: securities regulation and market segmentation. *Documentos de trabajo*. Madrid : BANCO DE ESPAÑA, 2016. № 1603. URL: <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/7218/1/dt1603e.pdf> (Last accessed: 25.10.2020).

189. Gaillard N. Fitch, Moody's, and S&P sovereign ratings and EMBI global spreads: lessons from 1993–2007. *A Century of Sovereign Ratings*. New York : Springer, 2012. P. 149-170.

190. García P., García F. The WACC. *Financial Risk Management*. 2017. P. 345-351.

191. Gomariz M. F. C., Ballesta J. P. S. Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking and Finance*. 2014. № 40. P. 494-506.

192. Hollstein F., Prokopczuk M., Wese S. C. The conditional Capital Asset Pricing Model revisited: evidence from high-frequency betas. *Management Science*. 2020. № 66.6. P. 2474-2494.

193. Hungary's central bank aims to boost corporate bond market. J&W Associates, 2019. URL: <https://ctmfile.com/story/hungarys-central-bank-aims-to-boost-corporate-bond-market> (Last accessed: 25.10.2020).

194. Issuing bonds, shares or staying private? Determinants of going public in an emerging economy / Jackowicz K. et al. *Post-Communist Economies*. 2017. Vol. 29, № 1. P. 1-26.

195. Jaques D., Von Weizsäcker J. Eurobonds: the blue bond concept and its implications. *Bruegel Policy Contribution*. 2011. № 2011/02. URL: <https://www.guillermodeladehesa.com/files/0006.1302263321.TXKV6528KBDK5486XILX7419ACFM4283.pdf> (Last accessed: 25.10.2020).
196. Jordanov J. Key characteristics and scope of the Bulgarian corporate bond market. *Economic Studies*. 2019. № 2. P. 138-160.
197. Kargar M., Lester B., Lindsay D., Liu Sh., Weill P.-O., Zúñiga D. Corporate bond liquidity during the COVID-19 crisis. *NBER Working Paper*. 2020. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27355/revisions/w27355.rev0.pdf (Last accessed: 20.01.2021).
198. Kernel 2024 Eurobond. *Kernel* : website. URL: https://www.kernel.ua/investor-relations/2024_eurobond/ (Last accessed: 20.01.2021).
199. Khrapkina V., Matukova H., Korovina O. Formation of mechanism of business management by means of ps and creative management in the context of providing investment attractiveness. *Revista ESPACIOS*. 2019. Vol. 40, № 16. P. 1-9.
200. Kim J. M., Kim D. H., Jung H. Modeling non-normal corporate bond yield spreads by copula. *The North American Journal of Economics and Finance*. 2020. № 53. P. 101210.
201. Kostyuk V. Features activities of national depository system of Ukraine. *Scientific Herald of NULES of Ukraine.Ser. Economy, agrarian management, business*. 2014. № 200.
202. Kubenka M. The evaluation of methodology influence on the WACC value: the case of the Czech Republic. *Transformations in Business & Economics*. 2020. Vol. 19, № 3. P. 274-290.
203. Kubiczek J. Corporate bond market in Poland – prospects for development. *Journal of Risk and Financial Management*. 2020. № 13.12. P. 306.

204. Laeven M. L. The development of local capital markets: rationale and challenges. Washington : International Monetary Fund, 2014. 24 p.
205. Latif A., Marsoem B. S. Analysis of company internal factors on yield to maturity of corporate bonds traded on the Indonesia stock exchange. *International Journal of Innovative Science and Research Technology*. 2019. Vol. 4, № 10. P. 33-42.
206. Lawson T. The nature of the firm and peculiarities of the corporation. *Cambridge Journal of Economics*. 2015. Vol. 39, № 1. P. 1-32.
207. Liquidity in corporate bond markets under stressed conditions : final report. International Organization of Securities Commissions, 2019. URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD634.pdf> (Last accessed: 25.10.2020).
208. List of covered companies. *Dragon Capital* : research website. URL: <https://dragon-capital.com/ua/what-we-do/research/companies/> (Last accessed: 20.01.2021).
209. Mačí J., Valentová H. V. Loan versus Bond Financing of Czech Companies and the influence of the Global Recession. *Journal of Competitiveness*. 2017. Vol. 9. № 1. P. 72-88. URL: <https://www.cjournal.cz/index.php?hid=clanek&bid=archiv&cid=242&cp=> (Last accessed: 25.10.2020).
210. Macroeconomic imbalances country report Croatia 2015 / European Commission. *Occasional Paper*. 2015. № 218.
211. Mangan J., Milosavljevic F. Current State and Development of the Australian Corporate Bond Market. *Discussion Paper: The Australian Corporate Bond Market*. 2017. URL: <http://www.elri.com.au/wp-content/uploads/The-Australian-Corporate-Bond-Market-Discussion-Paper.pdf> (Last accessed: 25.10.2020).

212. Marek K. Corporate emissions of securities in Slovak republic. *Ekonomická fakulta UMB*. URL: https://www.ef.umb.sk/konferencie/kfu_2015/prispevky%20a%20prezentacie/Sekcie/Kri%C5%A1tof.pdf (Last accessed: 25.10.2020).

213. Martinis A., Ljubaj I. Corporate debt overhang in Croatia: micro assessment and macro implications. *Croatian National Bank*. 2017. W 51. URL: <https://www.hnb.hr/repec/hnb/wpaper/pdf/w-051.pdf> (Last accessed: 25.10.2020).

214. Mayorova Tetiana. Mechanism of Financial Planning Optimization in the Corporations. *International Journal of Management*. 2020. № 11 (5). P. 846-857. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3631612 (Last accessed: 11.01.2021).

215. Mayorova T., Petrenko I., Shevchuk Ia. The state of the global market of project financing and the problems of its development in Ukraine. *Economics & Education (International Scientific Indexing, UlrichsWEB, SIS, Directory of Research Journals Indexing)*. 2019. № 04/02. P. 7-13.

216. Mueller R. C. The Venetian money market: banks, panics, and the public debt, 1200-1500. Maryland : JHU Press, 2019. 746 p.

217. Mustafa N. N. S., Samsudina S., Shahadanb F., Kam A. J. Y. Flight-to-quality between stock and bond markets: pre and post global financial crisis. *Procedia Economics and Finance*. 2015. Vol. 31. P. 846-855.

218. NBU Unveils Proposals for the Law Regarding Future Regulation of Capital Market Infrastructure. *National Bank of Ukraine* : official website. URL: https://old.bank.gov.ua/control/en/publish/printable_article?art_id=80799370&showTitle=true (Last accessed: 20.01.2021).

219. Nechaev A., Antipin D., Antipina O. Financial and tax instruments for stimulation of enterprises innovative activity. *Problems and perspectives in management*. 2014. Vol. 12, № 2 (contin.). P. 173-180.

220. Nicholson W., Snyder C. M. Microeconomic theory: basic principles and extensions : 11 ed. Mason, OH: South-Western, 2012.

221. Novela emisie dlhopisov uľahčí, na zmenu to nestačí. *CFO Best Practice* : website. URL: <http://www.cfo.sk/articles/novela-emisie-dlhopisov-ulahci-na-zmenu-to-zatial-nestaci#.YH2MzegzZPY> (Last accessed: 20.01.2021).

222. Objectives and principles of securities regulation. *The International Organization of Securities Commissions* : website. URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf> (Last accessed: 20.01.2021).

223. Ong M. L. L. An anatomy of corporate bond markets: growing pains and knowledge gains. International Monetary Fund, 2005. 26 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05152.pdf> (Last accessed: 25.10.2020).

224. Outlook on Europe. *Lazard Asset Management* : website. URL: <https://www.lazardassetmanagement.com/research-insights/outlooks/european-outlook> (Last accessed: 20.01.2021).

225. PIMCO Europe Ltd. What are corporate bonds? URL: <https://europe.pimco.com/en-eu/resources/education/understanding-corporate-bonds/?l=Europe&s=true&lang=en-eu> (Last accessed: 02.10.2020).

226. Rahmedova M. Features of the placement of Eurobonds as a tool for attracting foreign investment. *Innovation in the economy*. 2019. № 8.

227. Remaking the corporate bond market. Zurich : International Capital Market Association, 2016. 51 p. URL: <http://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Secondary-markets/Remaking-the-Corporate-Bond-Market-250716.pdf> (Last accessed: 02.10.2020).

228. Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds. Improving European corporate bond markets. *European commission* : official

website. URL: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-report_en.pdf (Last accessed: 20.01.2021).

229. Riadh B. J. A global foreign direct invest country attractiveness index. *GFICA*. 2020. 380 p.

230. Ringui J. K. A survey of factors determining development of corporate bonds market in Kenya. *Erepository* : website. URL: http://erepository.uonbi.ac.ke/bitstream/handle/11295/13301/Ringui_A%20survey%20of%20factors%20determining%20development%20of%20corporate%20bonds%20market%20in%20Kenya.pdf?sequence=3 (Last accessed: 20.01.2021).

231. Romania Corporate Deductions. *PwC* : website. URL: <https://taxsummaries.pwc.com/romania/corporate/deductions> (Last accessed: 20.01.2021).

232. Securities markets. *European commission* : official website. URL: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets_en (Last accessed: 20.01.2021).

233. Simu N. Determinants of Indonesian corporate bond yield. *Business and Economic Horizons*. 2017. № 13.5. P. 619-629.

234. Sintami A. A., Marsoem B. S. Analysis of factors affecting yield to maturity of corporate bonds traded on Indonesia stock exchange 2016-2018. *International Journal of Innovative Science and Research Technology*. 2020. Vol. 5, № 7. P. 1443-1451.

235. Slovenia development strategy 2030: prospects, challenges and policy options to achieve the main objectives. *OECD* : website. URL: <https://www.oecd.org/economy/slovenia-economic-snapshot/> (Last accessed: 20.01.2021).

236. Sójka T., Rycersk A. Agent emisji obligacji. *Ikar* : website. URL: <https://ikar.wz.uw.edu.pl/images/numery/62/09.pdf> (Last accessed: 20.01.2021).

237. Tereshchenko, O., & Babiak, N. Causality of risks, cost of equity and shading of the enterprise INCOME. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2020. № 6(2). P. 61-68. URL: <https://doi.org/10.30525/2256-0742/2020-6-2-61-68> (Last accessed: 20.01.2021).

238. The free dictionary by farlex. Bond. *TheFreeDictionary.com* : website. URL: <https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/bond> (Last accessed: 20.01.2021).

239. The role or the banking system in supporting the financial equilibrium of the enterprises: case of Ukraine / Svitlana Yehorycheva, Tetiana Gudza, Mykhailo Krupka, Oleh Kolodiziev, Nataliia Tarasevych. *Banks and Bank Systems*. 2019. Vol. 14. Is. 2. P. 190 – 202. URL: [http://dx.doi.org/10.21511/bbs.14\(2\).2019.17](http://dx.doi.org/10.21511/bbs.14(2).2019.17) (Last accessed: 20.01.2021).

240. The U.S. Securities and Exchange Commission. What Are Corporate Bonds? 2013. URL: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/what-are> (Last accessed: 20.01.2021).

241. Thinggaard F., Jeppesen C. S., Madsen K. The information content of note disclosures and MD&A information in the financial report. *Danish Journal of Management & Business*. 2015. № 4. P. 25-42.

242. Transparency and liquidity in the European bond markets. *An ICMA Discussion Paper*. Zurich : International Capital Market Association, 2020. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Secondary-markets/Transparency-and-Liquidity-in-the-European-bond-markets-September-2020-290920v2.pdf> (Last accessed: 20.01.2021).

243. Transparency requirements for listed companies. *European commission* : official website. URL: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/transparency-requirements-listed-companies_en (Last accessed: 20.01.2021).

244. Understanding Moody's Corporate Bond Ratings and Rating Process. *Moody's* : website. URL: <https://www.moodys.com/sites/products/productattachments/eespecialcomment.pdf> (Last accessed: 20.01.2021).
245. Vasyliieva D. The corporate bond market in Ukraine: trends and prospects. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2021. № 7. P. 10-18.
246. Vo M. T. Capital structure and cost of capital when prices affect real investments. *Journal of Economics and Business*. 2021. № 113. P. 105944.
247. Weniasti A., Marsoem B. S. The effect of bonds rating, profitability, leverage, and firm size on yield to maturity corporate bonds. *International Journal of Innovative Science and Research Technology*. 2019. Vol. 4, № 8. P. 286-295.
248. What are the different types of corporate bonds? *Commonwealth Securities* : website. URL: <https://www.commsec.com.au/education/learn/choosing-investments/what-are-the-different-types-of-corporate-bonds.html> (Last accessed: 20.01.2021).
249. What determines creditor recovery rates. *Federal Reserve Bank of Kansas City* : website. URL: <https://www.kansascityfed.org/publicat/econrev/pdf/12q2Mora.pdf> (Last accessed: 20.01.2021).
250. World development indicators. *The World Bank* : official website. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#> (Last accessed: 20.01.2021).
251. Yevheniia Polishchuk, Anna Kornyliuk, Inna Lopashchuk and Alina Pinchuk. SMEs debt financing in the EU: on the eve of the coronacrisis. *Banks and Bank Systems*. 2020. № 15(3). P. 81-94. (Scopus) doi:10.21511/bbs.15(3).2020.08.
252. Zymovets V., Yershova G., Kornyliuk A. & Shynkarenko R. The Distorted Corporate Capital Structure: Ukrainian Case. *International Journal of Engineering & Technology*. 2018. № 7(4.8). P. 524-528.

ДОДАТКИ

Додаток А

Підходи до трактування сутності поняття «облігації»

Джерело даних	Визначення поняття
Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. Москва: ИНФРА-М, 1998. С. 6.	«...являє собою довгострокове зобов'язання з боку емітента (позичальника) перед інвестором (кредитором)»
Уолл Н., Маркузе Я., Лайнз Д., Мартин Б. Экономика и бизнес. А-Я: Словарь-справочник / Пер. с англ. К.С. Ткаченко. Москва: ФАИР-ПРЕСС, 1999. 624 с.	«...цінний папір з довгим терміном погашення, фіксованою ставкою відсотка і який супроводжується забезпеченням, як правило, в вигляді землі»
Миркин Я.М., Лосев С.В., Рубцов Б.Б. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2004. 533 с.	«...емісійний цінний папір, що закріплює право її власника на отримання від емітента облігації в передбачений нею термін її номінальної вартості і зафіксованого в ній відсотка від цієї вартості або іншого майнового еквівалента»
Фабоцци Ф.Д. Рынок облигаций: анализ и стратегии. Москва: Альпина бизнес букс, 2005. С. 13.	«...борговий інструмент, який зобов'язує емітента (названого також боржником або позичальником), протягом встановленого проміжку часу виплатити кредиту/інвестору взятую в борг суму плюс відсоток»
Бригхэм Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент: 10-е издание / пер. с англ. под ред. к.э.н. Е.А. Дорофеева. СПб.: Питер, 2009. С. 395-396.	«...довгостроковий борговий інструмент, по якому позичальник зобов'язується здійснювати власникам облігацій процентні платежі (купони) і виплату основної суми боргу (номіналу) в певні дати»
Мельник В.А. Ринки цінних паперів: Довідник керівника підприємства. Спец. випуск. Київ : А.Л.Д. : Віра-Р, 1998. С.48	«...засвідчує позику її власником грошових коштів емітенту та підтверджує зобов'язання емітента відшкодувати такому власнику номінальну вартість цього цінного паперу в передбачений умовами випуску строк з виплатою фіксованого проценту, якщо інше не встановлено такими умовами»
Мозговий О. М. Фондовый рынок: Навч. посіб. Київ: КНЕУ, 1999. С. 45.	«...цінний папір, що засвідчує внесення її власником грошових коштів і підтвердження зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного папера в непередбачений у ньому строк із виплатою фіксованого процента (якщо інше не передбачене умовами випуску)»
Кравченко Ю. Я. Ринки цінних паперів Київ : Дакор : КНТ, 2008. 664 с.	«...боргове зобов'язання, що неодмінно включає два головних елементи: зобов'язання повернути утримувачу облігації після закінчення обговореного строку суму, зазначену при розміщенні облігацій, тобто є кінцевий термін погашення; зобов'язання емітента виплачувати утримувачу доход у заздалегідь обговореному розмірі (можна фіксований) у вигляді відсотка від номінальної вартості або в іншому еквіваленті»

Еш С. М. Фінансовий ринок: навч. посіб. Київ: Центр учбової літератури, 2009. С. 366.	«...один з видів боргових цінних паперів, що підтверджують наявність кредиторсько-дебіторських взаємовідносин між емітентом і власником облігацій. У цих взаєминах емітент є позичальником грошей, а власник облігації - кредитором»
Лютий І.О., Грищенко Т.В., Любкіна О.В., Мошенський С.З., Білик О.П., Рак Р.В., Буй Т.Г., Нічосова Т.В., Прімерова О.К. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: монографія. Київ: Центр учбової літератури, 2008. С.286	«...цінний папір, що засвідчує внесення її власником грошових коштів і підтверджує зобов'язання виплатити йому номінальну вартість цього цінного папера у передбачений строк з виплатою фіксованого відсотка (якщо інше не передбачено умовами випуску)»
Дема Д.І. Фінансовий ринок : навч. посібник / Д94 Д. І. Дема, І. В. Абрамова, Л. В. Недільська; за заг. ред. Д.І. Деми. Житомир : ЖНАЕУ, 2017. С.36.	«...цінний папір, що посвідчує внесення його першим власником грошей, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом і підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений проспектом емісії (для державних облігацій України – умовами їх розміщення) строк та виплатити доход за нею»
The official website of the Financial Industry Regulatory Authority. Retrieved from http://www.finra.org/file/smart-bond-investing	«... позика, який інвестор надає корпорації, уряду, федеральному агентству або іншим організаціям. Отже, облігації іноді називаються борговими цінними паперами. Оскільки емітенти облігацій знають, що ви не будете надавати свої важко зароблені гроші без компенсації, емітент облігації (позичальник) укладає юридичну угоду про виплату вам (утримувачу) відсотків»
Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23 лютого 2006 року № 3480-IV URL : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15 .	«...цінний папір, що посвідчує внесення його першим власником коштів, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений проспектом або рішенням про емісію цінних паперів (для державних облігацій України - умовами їх розміщення) строк та виплатити доход за облігацією, якщо інше не передбачено проспектом або рішенням про емісію цінних паперів (для державних облігацій України - умовами їх розміщення)»
Закон Чехії 190/2004 Sb.	«це цінний папір або бездокументарний цінний папір, з яким право на погашення певної суми заборгованості, і, можливо, інші права, що впливають із законодавства або умов облігації, відповідає номінальній вартості емітента, пов'язане відразу або через певний проміжок часу» [https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2004-190/zneni-20210101]
Закон Словаччини 530/1990 Zb.	«цінний папір, за яким право власника вимагати повернення належної суми в номінальній вартості та виплати доходу з неї на певну дату та зобов'язання особи, уповноваженої випускати облігації, виконати ці зобов'язання» [124]
Закон Польщі «Про облігації» roz. 238	«цінний папір, випущений у серії, в якій емітент заявляє, що є боржником власника облігації, надалі іменованій "власником облігацій", і зобов'язується виконати перед ним конкретне зобов'язання» [123]

Продовження дод. А

Закон Словенії «Про цінні папери»	«це середньо- та довгострокові боргові зобов'язання, випущені компаніями, які можуть випускатися окремою компанією безпосередньо або через брокера» [131]
Закон Хорватії «Про емісію та торгівлю цінними паперами»	«довгострокові боргові цінні папери, які представляють борг на певну суму грошей плюс відсотки, також відомі як цінні папери з фіксованим доходом» [107]
Закон Болгарії «Про публічну пропозицію цінних паперів»	«цінний папір, випущений позичальником, який зобов'язує видавця (емітента) здійснювати певні платежі власнику облігації протягом певного періоду» [https://www.lex.bg/laws/ldoc/2134697472]
Закон Угорщини «Про ринок капіталу»	«борговий цінний папір, випущений підприємством, за яким боржник (емітент) зобов'язується сплатити заздалегідь визначені відсотки або інші комісійні суми власнику облігації у зазначений час та у зазначений спосіб» [128]
Закон Румунії № 24/2017 «Про емітентів фінансових інструментів та ринкові операції»	«є цінним папером, який підтверджує кредитоспроможність її власника (емітента), за якою він зобов'язується виплачувати власнику облігації фіксовану річну суму (купон облігації) протягом усього періоду її дії» [108]

Додаток Б

Сучасні підходи до трактування сутності корпоративних облігацій

Автор	Визначення
Мошенський С.	«у широкому значенні – облігації підприємств фінансового і нефінансового секторів економіки, у вузькому – облігації лише підприємств нефінансового сектора, а саме торговельно-виробничих підприємств» [80]
Михайлів Г.	«інструмент залучення фінансових ресурсів, інструмент вкладання вільних фінансових ресурсів та інструмент фінансового ринку, що дозволяє всебічно оцінити його переваги та недоліки в порівнянні з іншими інструментами фінансового ринку та визначити пріоритетні напрями використання корпоративних облігацій емітентами, інвесторами й посередниками» [78]
Руденко В.	«боргові цінні папери, що випускаються корпоративними підприємствами для досягнення різноманітних завдань» [139]
Кужелев М., Стабіас С.	«фінансовий інструмент ринку корпоративних цінних паперів забезпечують ефективне джерело довготермінового фінансування, що підвищує стабільність фінансових ринків» [68]
Петренко І.	«борговий цінний папір, що засвідчує відносини позики та зобов'язання підприємства перед кредиторами щодо виплати в зазначені строки суми боргу з урахуванням відсотків за отриманими позичками» [92]
Лапутько А., Грищенко Т.	«борговий цінний папір, випущений суб'єктом господарювання з метою залучення грошових коштів на фінансовому ринку задля фінансування діяльності та розвитку власного бізнесу, який є свідченням зобов'язання емітента перед власником облігації виконати умови випуску цього цінного паперу» [73]
PIMCO Europe Ltd	«борговий інструмент, що випущений компанією, що відрізняється від інструменту, виданого урядом чи державним агентством» [225]
Кембриджський словник	«облігація, яка виробляється та продається компанією для фінансування власних потреб» [163]
Комісія з цінних паперів та бірж США	«цінні папери, що випускаються компаніями на засадах юридичного зобов'язання сплатити відсотки за основною сумою і повернути основну суму, доходи від продажу яких використовуються для найрізноманітніших цілей, включаючи купівлю нового обладнання, інвестиції в дослідження та розробки, викуп власних акцій, виплату дивідендів акціонерам, рефінансування боргу та фінансування злиття та поглинання» [240]

Додаток В

Види оцінок облігацій провідними рейтинговими агентствами світу

	Moody's Investors Service	Standard & Poor's	Fitch Ratings
Інвестиційний рівень	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Неінвестиційний рівень	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
	Caa1	CCC+	CCC+
	Caa2	CCC	CCC
	Caa3	CCC-	CCC-
Найнижчий рівень	Ca	CC	CC
	C	C	C
		D	D

Джерело: [92]

Додаток Г

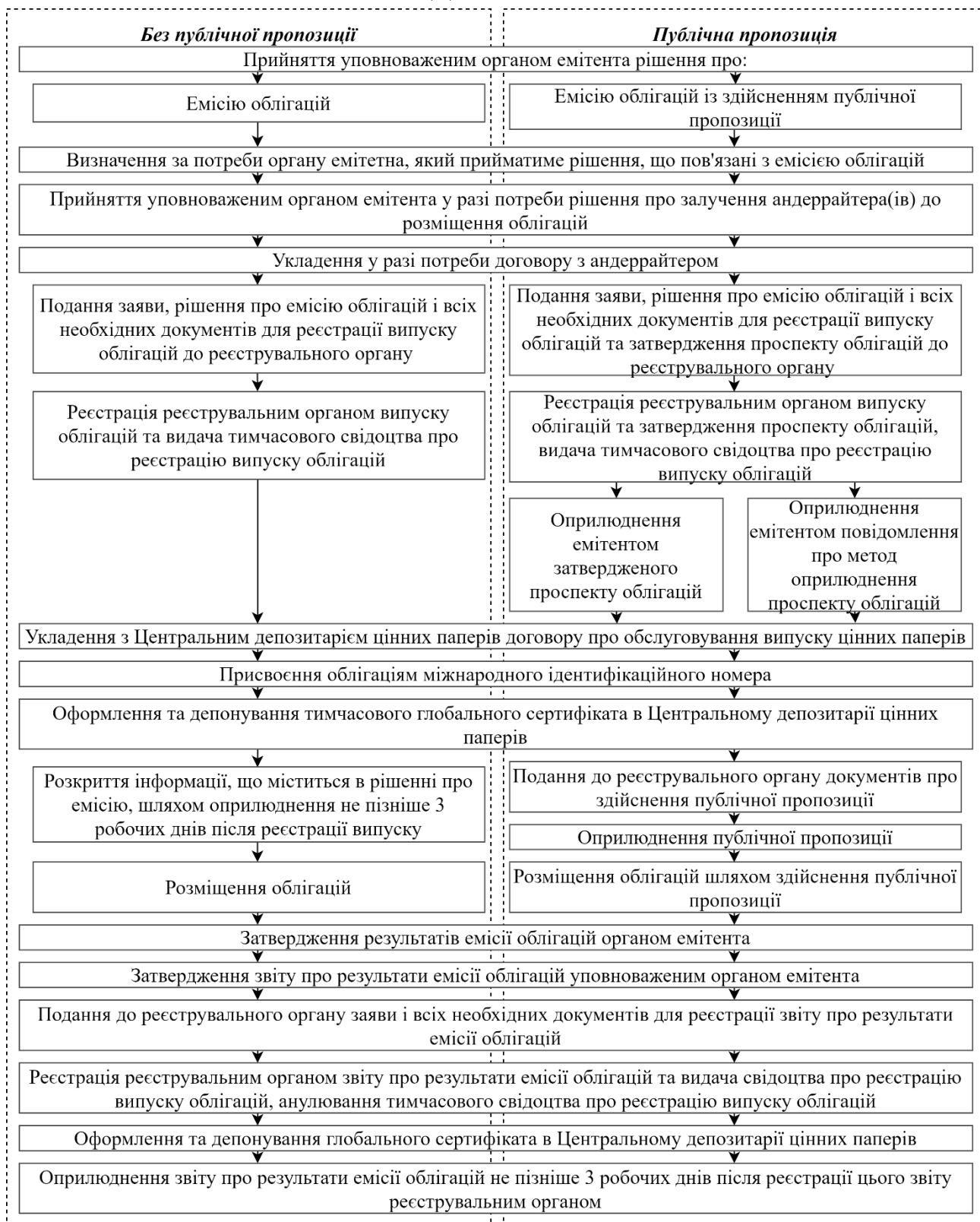


Рис. Г.1. Етапи емісії корпоративних облігацій в Україні

Джерело: [116]

Облігації та кредитні ресурси на балансі корпорацій країн Східної Європи, 2014–2020

Таблиця Г.1

Корпоративні облігації, млн євро

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
		Фінансові корпорації						
Короткострокові	Болгарія	12,6	20	26,5	23,6	21,8	6,5	н/д
	Хорватія	6,2	6,6	6,7	6,8	0	0	н/д
	Чехія	1056,7	6085,9	7746,2	12898,5	13587,2	15884,2	н/д
	Угорщина	7,2	7,6	12,6	24,6	25	23,8	3,7
	Польща	870,1	624,5	1072,7	1264,1	1823,6	3823,5	6277,8
	Румунія	7,5	71,8	0	0,9	0,9	2,2	0
	Словаччина	421,4	93,4	90,5	134,2	91,6	74,9	54,6
Довгострокові	Словенія	5	21	0	2	0	0	0
	Болгарія	193,3	289	285,9	317	255	253,1	н/д
	Хорватія	152,5	137,5	153,4	80,9	107,4	152,2	н/д
	Чехія	3659,5	3256,1	5763,7	5167	5575,1	7550,6	н/д
	Угорщина	3825,6	3618,1	1970,6	2009,8	2266,5	2992,7	3461,4
	Польща	2112,2	2763,4	4180,7	7105,8	8081,1	9107,3	8658,9
	Румунія	645,8	701	433	637,7	390,8	757,9	742,5
	Словаччина	3004,7	3644,1	4106,5	6290,3	7180,8	9328,9	7301
	Словенія	1057	704	392	254	166	482	817
		Нефінансові корпорації						
Короткострокові	Болгарія	0,6	0	0	8,9	1,6	0	н/д
	Хорватія	36,6	75,2	82,3	91,5	90,5	90,2	н/д
	Чехія	566,2	473,5	361,4	505,5	372,4	201,9	н/д
	Угорщина	12,2	0,6	0,7	6,2	5,7	4,8	4,1
	Польща	1882,9	1154,3	1480,2	1276	1637,8	855,8	1162,6
	Румунія	1,5	1,1	0,2	0,3	0	0	0
	Словаччина	43,2	63,2	130,4	101,2	37,2	51,6	26,7
Довгострокові	Словенія	58	61	93	68	66	63	87
	Болгарія	1290,3	1161,2	1858,8	1798,4	1509,6	1573,2	н/д
	Хорватія	1847,2	2020,2	2124,6	1636,5	1635,5	2792,5	н/д
	Чехія	11954,3	11185,1	10768,7	12311,8	13029,2	13511,5	н/д
	Угорщина	2136,2	1370,8	2165,2	1359,4	1319	2257,4	4148,9
	Польща	18259,6	19415,8	19228,4	19854,9	15268,3	14319,9	12567,7
	Румунія	84,9	114,6	98,9	56,8	22,7	40,1	922,6
	Словаччина	5594,8	5616,4	5525,6	5473,1	4872,9	5571,6	4381,1
	Словенія	934	1049	796	880	848	603	524
		Всього						
Короткострокові	Болгарія	13,2	20	26,5	32,5	23,4	6,5	н/д
	Хорватія	42,8	81,8	89	98,3	90,5	90,2	н/д
	Чехія	1622,9	6559,4	8107,6	13404	13959,6	16086,1	н/д
	Угорщина	19,4	8,2	13,3	30,8	30,7	28,6	7,8
	Польща	2753	1778,8	2552,9	2540,1	3461,4	4679,3	7440,4
	Румунія	9	72,9	0,2	1,2	0,9	2,2	0
	Словаччина	464,6	156,6	220,9	235,4	128,8	126,5	81,3
Довгострокові	Словенія	63	82	93	70	66	63	87
	Болгарія	1483,6	1450,2	2144,7	2115,4	1764,6	1826,3	н/д
	Хорватія	1999,7	2157,7	2278	1717,4	1742,9	2944,7	н/д
	Чехія	15613,8	14441,2	16532,4	17478,8	18604,3	21062,1	н/д
	Угорщина	5961,8	4988,9	4135,8	3369,2	3585,5	5250,1	3465,5
	Польща	20371,8	22179,2	23409,1	26960,7	23349,4	23427,2	9821,5
	Румунія	730,7	815,6	531,9	694,5	413,5	798	742,5
	Словаччина	8599,5	9260,5	9632,1	11763,4	12053,7	14900,5	7327,7
	Словенія	1991	1753	1188	1134	1014	1085	904

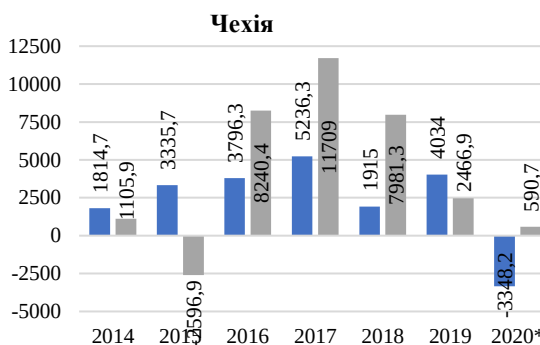
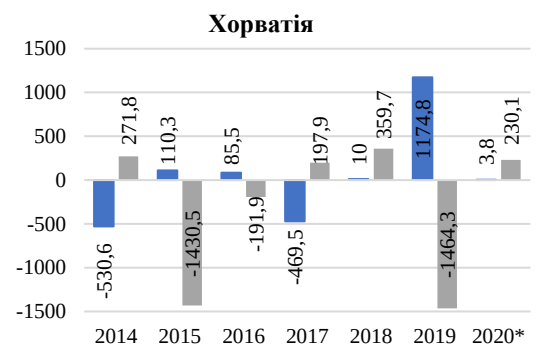
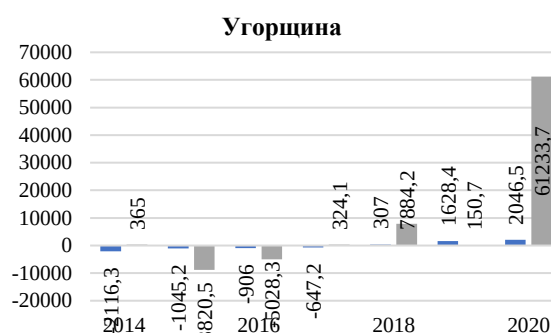
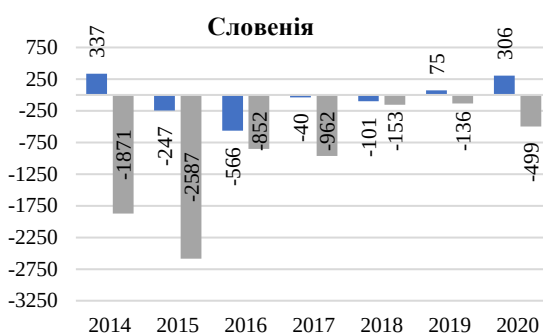
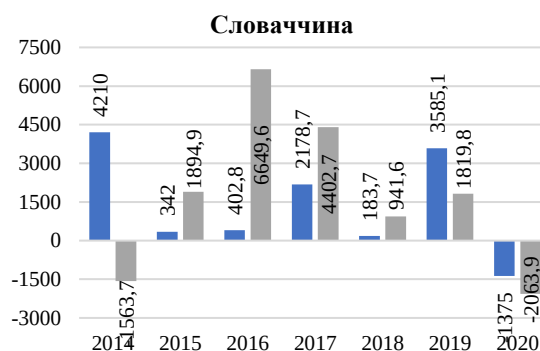
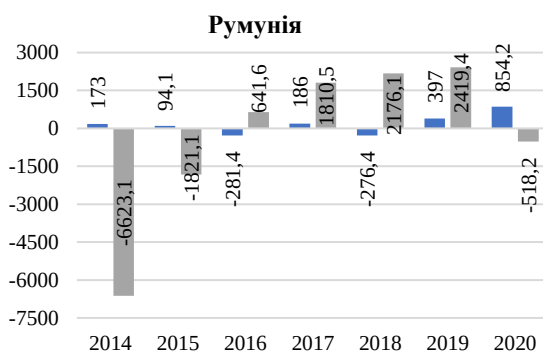
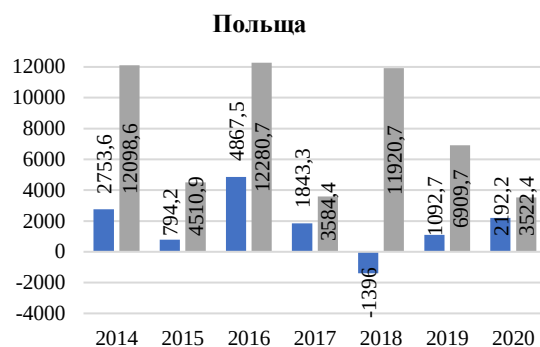
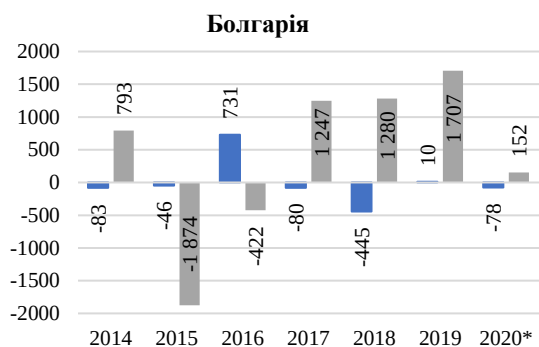
Таблиця Г.2

Кредитні ресурси, млн євро

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Фінансові корпорації								
Короткострокові	Болгарія	366,8	322,1	254,3	395,8	382,5	318,2	н/д
	Хорватія	857,7	583,8	431,1	422,8	477,7	303	н/д
	Чехія	3015,9	2805	4143,7	5990,6	6247,4	5778	н/д
	Угорщина	483,8	463,2	520,7	423	1300,7	1746,1	2070,5
	Польща	2619,6	2554,5	2927,7	4075,4	4129,1	5435,1	4776,8
	Румунія	757,1	849,8	1138,8	956,6	1349,4	911,7	763,7
	Словаччина	680,7	1195,5	1481,7	2217,1	3282,3	3409,1	1854,9
	Словенія	652	578	387	222	191	191	210
Довгострокові	Болгарія	3958,1	3743,2	3251	2997,9	3043,1	2755,7	н/д
	Хорватія	3810,1	3142,6	3254,1	2938	3043,2	3219,7	н/д
	Чехія	4707,7	5005,3	6170,2	11339,6	9185,9	10088,2	н/д
	Угорщина	37669,3	30455,3	31152	27582,7	31350	31327,3	92585,9
	Польща	32004,8	30887,9	31292	28984,2	28015,8	27388,4	23259
	Румунія	4881,7	3982,1	4326,1	5104,8	5385,2	5986,3	5635
	Словаччина	2852,3	3004,3	5506,4	4715,9	5231,8	5068,1	4143,4
	Словенія	3143	2633	1778	1364	1389	1304	1207
Нефінансові корпорації								
Короткострокові	Болгарія	6994,2	6490,7	6605	7107,4	7494	7870,8	н/д
	Хорватія	4519,3	4516,9	4376,2	3982,5	3867,1	3090,8	н/д
	Чехія	20530,9	20999,1	23429,8	25173,9	31302,9	31745,7	н/д
	Угорщина	11796,5	11884,8	12093,7	12698,8	13960,5	16006,4	15594,7
	Польща	30879,4	33485,3	33126,1	35306,4	37012,1	39545	32930,2
	Румунія	20887,5	18567,8	17494,3	20502,3	19832,8	21914,6	18663,9
	Словаччина	8711,9	9446,5	12441,2	16514,2	13353,7	12058,8	11809,3
	Словенія	5645	4342	3912	3657	3750	3501	3350
Довгострокові	Болгарія	34768,4	31500,2	31149,1	31056,4	31518,3	32629,1	н/д
	Хорватія	26961	26066,6	25482,7	25748,9	25415,7	24645,3	н/д
	Чехія	49631	49636	52947,7	59814,3	63044,8	65512,4	н/д
	Угорщина	54421,7	56043,7	52022,1	51076,4	53779,3	51036	52502,9
	Польща	120769,2	127989,9	137532,1	143788,4	152048,6	157818,1	162428,4
	Румунія	44699,5	45349,6	44754,7	43451,7	44695,1	47320,1	49991,2
	Словаччина	21137,6	21637,7	22267,7	22620,6	25054,8	27231,8	28901,1
	Словенія	19566	17760	16913	16473	16253	16093	15765
Всього								
Короткострокові	Болгарія	7361	6812,8	6859,3	7503,2	7876,5	8189	н/д
	Хорватія	5377	5100,7	4807,3	4405,3	4344,8	3393,8	н/д
	Чехія	23546,8	23804,1	27573,5	31164,5	37550,3	37523,7	н/д
	Угорщина	12280,3	12348	12614,4	13121,8	15261,2	17752,5	17665,2
	Польща	33499	36039,8	36053,8	39381,8	41141,2	44980,1	37707
	Румунія	21644,6	19417,6	18633,1	21458,9	21182,2	22826,3	19427,6
	Словаччина	9392,6	10642	13922,9	18731,3	16636	15467,9	13664,2
	Словенія	6297	4920	4299	3879	3941	3692	3560
Довгострокові	Болгарія	38726,5	35243,4	34400,1	34054,3	34561,4	35384,8	н/д
	Хорватія	30771,1	29209,2	28736,8	28686,9	28458,9	27865	н/д
	Чехія	54338,7	54641,3	59117,9	71153,9	72230,7	75600,6	н/д
	Угорщина	92091	86499	83174,1	78659,1	85129,3	82363,3	145088,8
	Польща	152774	158877,8	168824,1	172772,6	180064,4	185206,5	185687,4
	Румунія	49581,2	49331,7	49080,8	48556,5	50080,3	53306,4	55626,2
	Словаччина	23989,9	24642	27774,1	27336,5	30286,6	32299,9	33044,5
	Словенія	22709	20393	18691	17837	17642	17397	16972

Додаток Д

Фінансові операції підприємств країн Східної Європи протягом 2014–2020 років

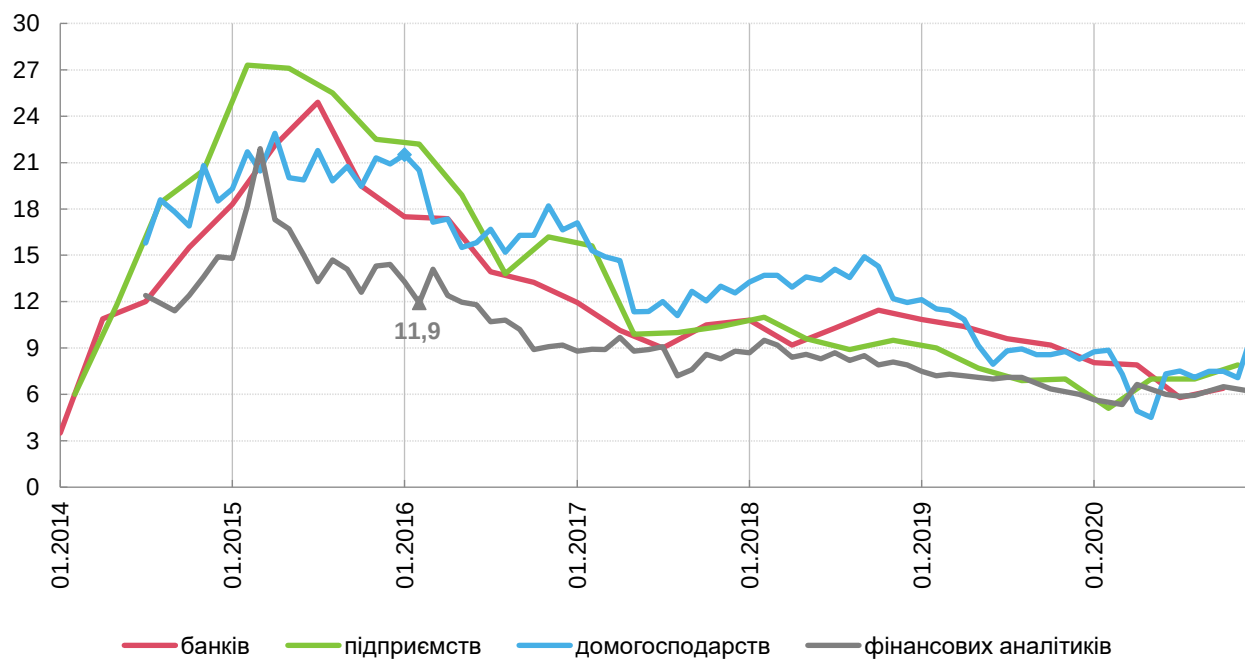


■ корпоративні облігації, млн. євро

■ кредити, млн. євро

Додаток Е

Інфляційні очікування



Джерело: [86]

Додаток Ж

Декомпозиція дисперсії змінних VAR-моделі

Таблиця Ж.1

Декомпозиція дисперсії обсягу випусків корпоративних облігацій (Y)

Variance Decomposition of Y:				
Period	Y	X1	X2	X3
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	98.98985	0.019286	0.245275	0.745587
3	91.06519	0.032153	8.261663	0.640996
4	84.85134	0.029963	12.52878	2.589919
5	85.79315	0.051463	11.47957	2.675818
6	84.28755	0.197100	12.29832	3.217030
7	83.17326	0.474598	13.15254	3.199603
8	82.66267	1.017551	13.16105	3.158727
9	82.63259	1.008210	13.10250	3.256694
10	82.61702	1.007726	13.11389	3.261364
Cholesky Ordering: Y X1 X2 X3				

Таблиця Ж.2

Декомпозиція дисперсії обсягу наданих корпораціям кредитів (X1)

Variance Decomposition of X1:				
Period	Y	X1	X2	X3
1	25.33403	74.66597	0.000000	0.000000
2	34.99026	38.09697	22.59044	4.322330
3	57.88106	28.50376	10.26472	3.350453
4	68.81634	22.62596	6.391962	2.165731
5	72.66869	20.14908	5.552696	1.629525
6	74.49944	18.88607	5.171163	1.443324
7	75.51537	18.30343	4.837034	1.344160
8	75.75837	18.44809	4.535250	1.258285
9	75.80095	18.65100	4.308757	1.239292
10	76.01125	18.67537	4.094248	1.219126
Cholesky Ordering: Y X1 X2 X3				

Таблиця Ж.3

Декомпозиція дисперсії обсягу випусків акцій (X2)

Variance Decomposition of X2:				
Period	Y	X1	X2	X3
1	19.61819	7.857518	72.52430	0.000000
2	22.63888	8.873965	58.90138	9.585775
3	25.82756	8.681991	55.86192	9.628525
4	25.72517	12.44529	49.47817	12.35138
5	25.46295	11.82280	44.41346	18.30079
6	36.58752	9.707127	38.68160	15.02375
7	35.07444	11.15028	36.30657	17.46871
8	35.57808	11.10372	35.03427	18.28392
9	35.87347	11.10280	34.82116	18.20257
10	34.85146	12.25347	34.10553	18.78955
Cholesky Ordering: Y X1 X2 X3				

Таблиця Ж.4

Декомпозиція дисперсії обсягу власного капіталу корпорацій (X3)

Variance Decomposition of X3:				
Period	Y	X1	X2	X3
1	5.805452	0.327960	54.80912	39.05746
2	29.18043	24.64085	27.14405	19.03467
3	30.50032	31.87977	21.92810	15.69182
4	37.96893	29.02982	18.67354	14.32772
5	52.08915	23.58379	13.73463	10.59242
6	58.35200	21.84394	11.20148	8.602580
7	61.03090	20.37536	10.66347	7.930270
8	62.40624	19.87264	10.31693	7.404188
9	62.53333	20.31886	9.976336	7.171479
10	62.84624	20.19200	9.699539	7.262224
Cholesky Ordering: Y X1 X2 X3				

Додаток 3

Прогноз розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні на 2021–2024 роки на основі VAR-моделі

	Емісія корпоративних облігацій	Кредити надані корпораціям	Емісія акцій	Власний капітал
	у	х1	х2	х3
	млрд грн	млрд грн	млрд грн	млрд грн
2021	49,28	754,97	101,79	1215,09
2022	46,30	844,08	55,47	1289,46
2023	29,20	901,16	116,69	1397,48
2024	20,68	938,60	195,48	1459,18

Додаток К

Сценарії розвитку ринку корпоративних облігацій України

Таблиця К.1

Сценарій А

	Емісія корпоративних облігацій	Кредити надані корпораціям	Емісія акцій	Власний капітал
	у	х1	х2	х3
	млрд грн	млрд грн	млрд грн	млрд грн
2022	47,30	844,08	55,47	1289,46
2023	30,06	903,57	112,26	1401,84
2024	20,96	942,26	196,98	1461,54

Таблиця К.2

Сценарій Б

	Емісія корпоративних облігацій	Кредити надані корпораціям	Емісія акцій	Власний капітал
	у	х1	х2	х3
	млрд грн	млрд грн	млрд грн	млрд грн
2022	46,30	845,08	55,47	1289,46
2023	29,22	901,84	117,22	1400,12
2024	20,73	939,83	195,61	1461,22

Таблиця К.3

Сценарій В

	Емісія корпоративних облігацій	Кредити надані корпораціям	Емісія акцій	Власний капітал
	у	х1	х2	х3
	млрд грн	млрд грн	млрд грн	млрд грн
2022	46,30	844,08	56,47	1289,46
2023	29,15	901,45	116,27	1397,68
2024	20,57	938,50	195,52	1459,44

Таблиця К.4

Сценарій А+Б

	Емісія корпоративних облігацій	Кредити надані корпораціям	Емісія акцій	Власний капітал
	у	х1	х2	х3
	млрд грн	млрд грн	млрд грн	млрд грн
2022	46,80	844,58	55,47	1289,46
2023	29,64	902,70	114,74	1400,98
2024	20,85	941,04	196,30	1461,38

Таблиця К.5

Сценарій А+В

	Емісія корпоративних облігацій	Кредити надані корпораціям	Емісія акцій	Власний капітал
	у	х1	х2	х3
	млрд грн	млрд грн	млрд грн	млрд грн
2022	46,80	844,08	55,97	1289,46
2023	29,60	902,51	114,27	1399,76
2024	20,77	940,38	196,25	1460,49

Таблиця К.6

Сценарій Б+В

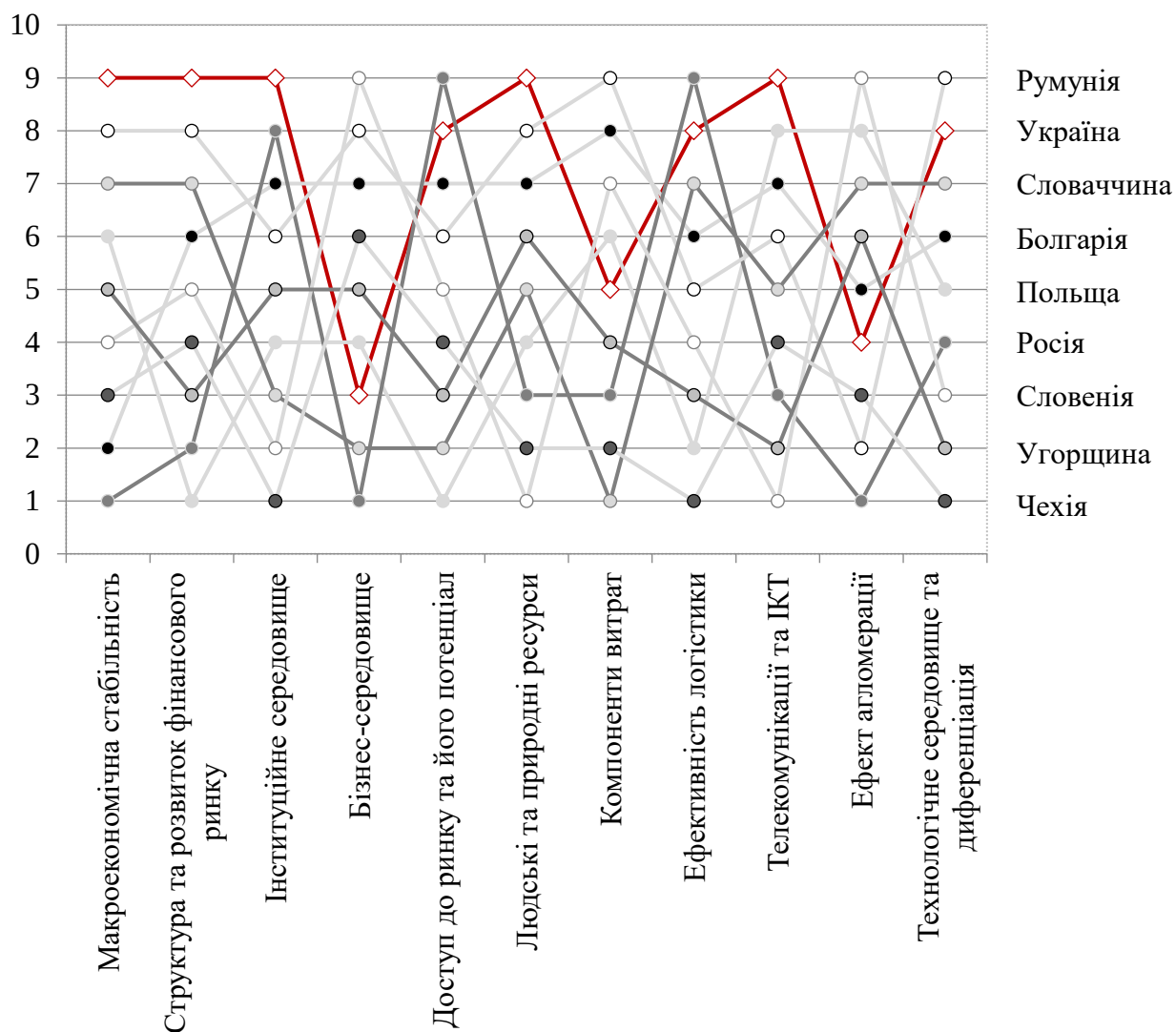
	Емісія корпоративних облігацій	Кредити надані корпораціям	Емісія акцій	Власний капітал
	у	х1	х2	х3
	млрд грн	млрд грн	млрд грн	млрд грн
2022	46,30	844,58	55,97	1289,46
2023	29,19	901,65	116,74	1398,90
2024	20,65	939,16	195,57	1460,33

Сценарій А+Б+В

	Емісія корпоративних облігацій	Кредити надані корпораціям	Емісія акцій	Власний капітал
	у	х1	х2	х3
	млрд грн	млрд грн	млрд грн	млрд грн
2022	46,63	844,41	55,80	1289,46
2023	29,47	902,28	115,26	1399,86
2024	20,75	940,18	196,03	1460,72

Додаток Л

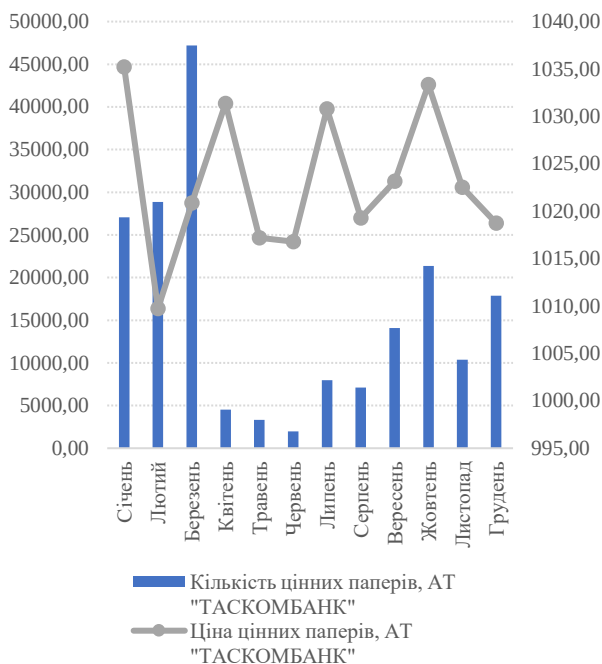
Ранжування країн Східної Європи за складовими індексу GFICA



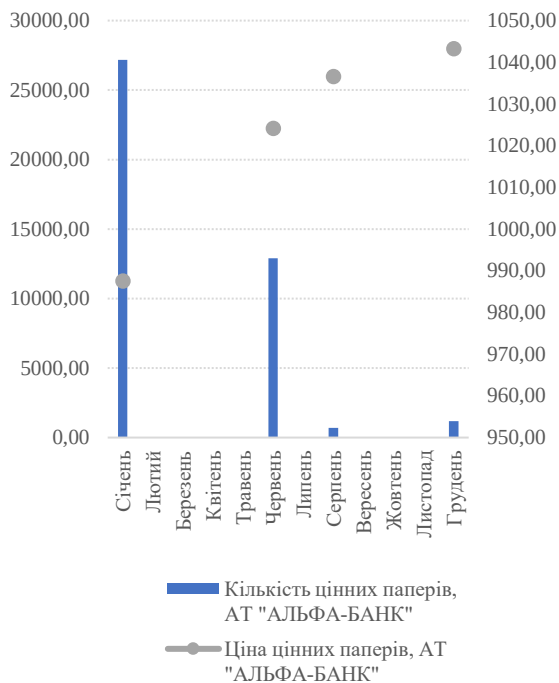
Додаток М

Дані за біржовими контрактами топ-10 емітентів корпоративних облігацій в Україні у 2019 році

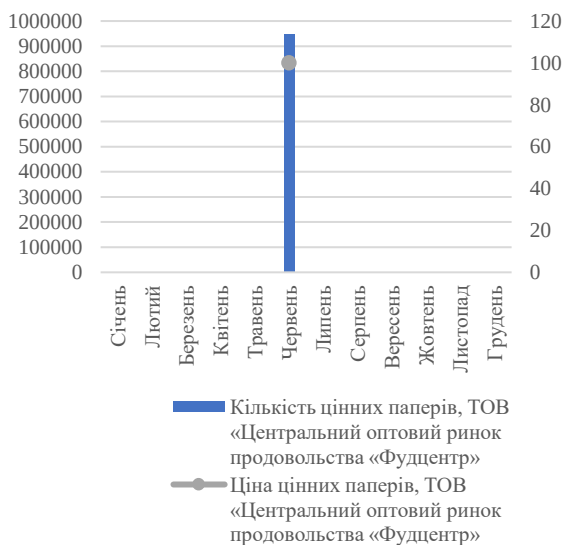
АТ "ТАСКОМБАНК"



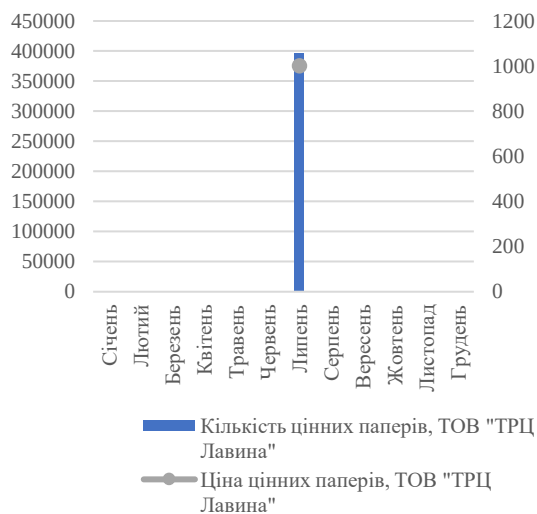
АТ "АЛЬФА-БАНК"

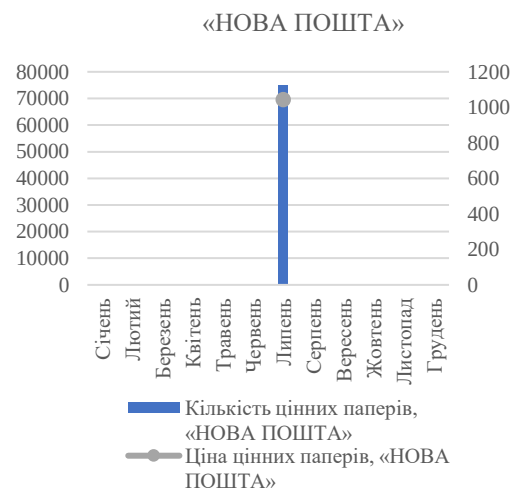
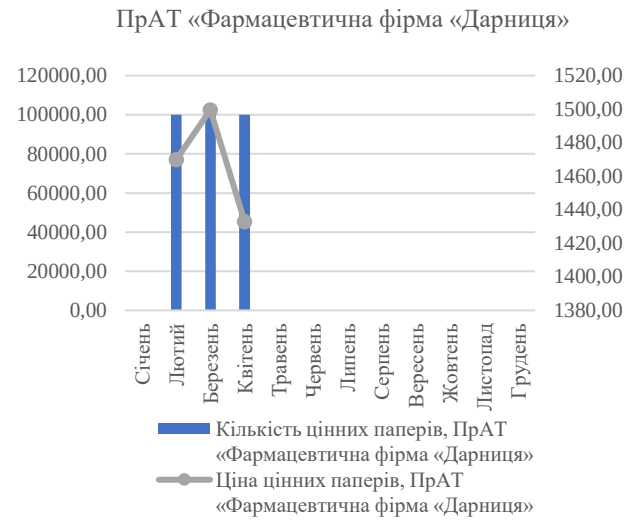
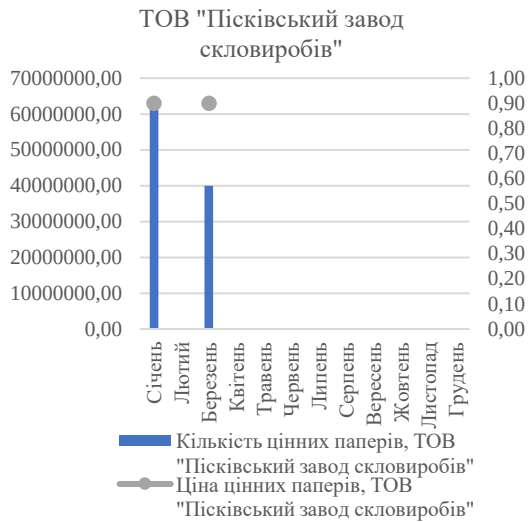
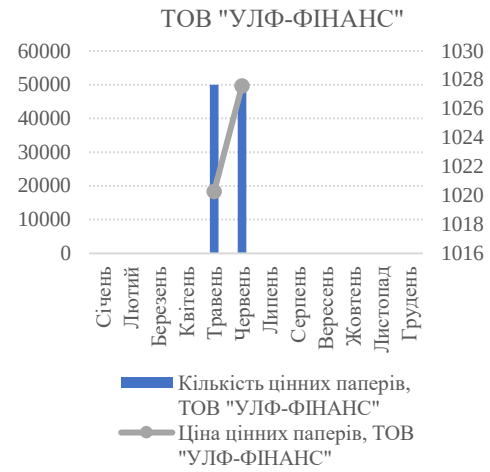
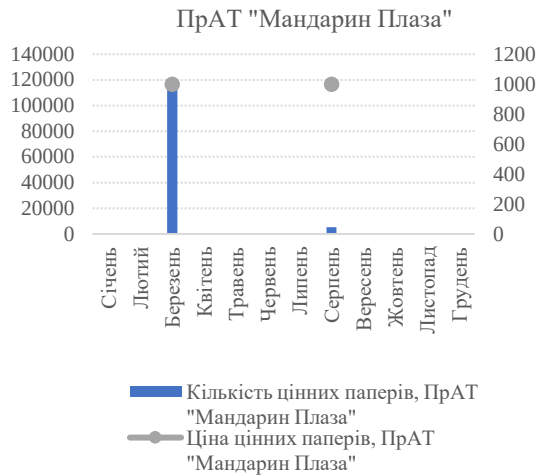


ТОВ «Центральний оптовий ринок продовольства «Фудцентр»



ТОВ "ТРЦ Лавина"





Додаток Н

Результати експертного оцінювання

Таблиця Н.1

Експертні оцінки

	Темп зростання продажів у 2022 році	Темп зростання продажів у 2023 році	Темп зростання продажів у 2024 році
Експерт №1	106	113	122
Експерт №2	101	104	128
Експерт №3	107	118	134
Експерт №4	102	115	121
Експерт №5	98	102	131
Експерт №6	97	114	128
Експерт №7	116	120	136
Експерт №8	117	116	129
Експерт №9	104	116	127
Експерт №10	114	117	133
Експерт №11	107	110	122
Експерт №12	103	114	124
Експерт №13	99	103	126
Експерт №14	108	108	130
Експерт №15	112	120	129
Експерт №16	102	112	119
Експерт №17	107	122	120
Експерт №18	114	116	132
Експерт №19	113	122	129
Експерт №20	110	108	137
Середнє значення	106,85	113,50	127,85

Таблиця Н.2

Коефіцієнт кореляції між експертними думками

	№1	№2	№3	№4	№5	№6	№7	№8	№9	№10	№11	№12	№13	№14	№15	№16	№17	№18	№19	№20
Експерт №1	1,00																			
Експерт №2	0,94	1,00																		
Експерт №3	1,00	0,95	1,00																	
Експерт №4	0,96	0,81	0,95	1,00																
Експерт №5	0,94	1,00	0,95	0,81	1,00															
Експерт №6	0,99	0,89	0,99	0,99	0,89	1,00														
Експерт №7	0,97	1,00	0,97	0,86	1,00	0,93	1,00													
Експерт №8	0,87	0,99	0,88	0,70	0,98	0,80	0,97	1,00												
Експерт №9	1,00	0,90	0,99	0,98	0,91	1,00	0,94	0,82	1,00											
Експерт №10	0,95	1,00	0,96	0,83	1,00	0,91	1,00	0,98	0,92	1,00										
Експерт №11	0,97	1,00	0,97	0,86	1,00	0,93	1,00	0,97	0,94	1,00	1,00									
Експерт №12	1,00	0,90	0,99	0,98	0,90	1,00	0,94	0,81	1,00	0,92	0,94	1,00								
Експерт №13	0,95	1,00	0,96	0,83	1,00	0,90	1,00	0,98	0,92	1,00	1,00	0,92	1,00							
Експерт №14	0,90	0,99	0,91	0,74	0,99	0,84	0,98	1,00	0,85	0,99	0,98	0,85	0,99	1,00						
Експерт №15	1,00	0,93	1,00	0,97	0,93	1,00	0,96	0,85	1,00	0,94	0,96	1,00	0,94	0,88	1,00					
Експерт №16	0,98	0,87	0,98	0,99	0,87	1,00	0,91	0,77	1,00	0,89	0,91	1,00	0,88	0,81	0,99	1,00				
Експерт №17	0,75	0,48	0,73	0,91	0,49	0,83	0,56	0,33	0,81	0,52	0,56	0,81	0,51	0,39	0,78	0,86	1,00			
Експерт №18	0,94	1,00	0,95	0,81	1,00	0,89	1,00	0,99	0,90	1,00	1,00	0,90	1,00	0,99	0,93	0,87	0,48	1,00		
Експерт №19	0,99	0,88	0,98	0,99	0,88	1,00	0,92	0,79	1,00	0,90	0,92	1,00	0,90	0,83	0,99	1,00	0,84	0,88	1,00	
Експерт №20	0,87	0,99	0,89	0,70	0,99	0,80	0,97	1,00	0,82	0,98	0,97	0,82	0,98	1,00	0,85	0,77	0,33	0,79	1,00	1,00

Додаток П

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

У зарубіжних виданнях:

1. Dariia Vasylieva. The corporate bond market in Ukraine: trends and prospects. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2021. Vol. 7. P. 10-18. (0,5 д.а.).

У наукових фахових виданнях України:

2. Васильєва Д.О. Економетричне моделювання ємності ринку корпоративних облігацій України. *Ринок цінних паперів України*. 2018. № 1-2. С. 49-55. (0,4 д.а.).
3. Васильєва Д.О. Виклики управління державним боргом в Україні. *Вчені записки ТНУ імені В.І. Вернадського. Сер. Економіка і управління*. 2018. Т. 29 (68). № 6. С. 19-23. (0,2 д.а.).
4. Васильєва Д.О. Відсоткові ставки як інструмент впливу на ділову активність в економіці України. *Економічні студії*. 2020. № 2 (28). С. 7-10. (0,2 д.а.).
5. Васильєва Д.О. Регулювання емісії та обігу корпоративних облігацій в східноєвропейських країнах. *Економічний простір*. 2021. №169. (0,5 д.а.).
6. Лісовська В.П., Кудик Т.О., Васильєва Д.О. Моделювання лінійними різницеvими рівняннями першого порядку. *Науковий вісник УжНУ. Сер. Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2021. № 37. (0,9 д.а., особисто автору – 0,3 д.а.: проаналізовано різницеві рівняння та системи рівнянь, які використовуються у моделюванні динамічних процесів (економіці, банківській справі, інвестиціях та ін., вивчено дискретні моделі, що описуються різницеvими рівняннями).

В інших виданнях:

7. Васильєва Д.О. Переваги та недоліки корпоративних облігацій, як джерела фінансування діяльності підприємств в Україні. *Сучасні інструменти управління корпоративними фінансами*: зб. матеріалів I Всеукр. наук.-практ. інтернет-конф. студентів, аспірантів та молодих вчених. Київ: КНЕУ, 2017. С. 24-26. (0.1 д.а.). (форма участі – очна).

8. Ensuring the issuance of investment-attractive corporate bonds / Dariia Vasylieva, Tetyana Kudyk, Valentyna Lisovska, George Abuselidze, Oksana Hryvkivska. *E3S Web of Conferences*. 2021. 295 01008. (1 д.а., особисто автору – 0,3 д.а.: досліджено перевагі та недоліки корпоративних облігацій, підготовлені статистичні дані до аналізу). (форма участі – заочна).

9. Васильєва Д.О. Інвестиційна привабливість підприємства через призму корпоративного управління. *Соціально-економічний розвиток України на початку XXI століття*: зб. доп. 74-ї наук. конф. студ. КНЕУ, 11-12 квіт. 2007 р. Київ: КНЕУ, 2007. С. 38-41. (0.1 д.а.). (форма участі – очна).

10. Васильєва Д.О. Сучасні проблеми розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні. *Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання*: праці Сімнадцятої Міжнар. наук. конф. студентів, аспірантів та молодих вчених. Т. 3. Вінниця: ДонНУ імені Василя Стуса, 2017. С. 6-8. (0.1 д.а.). (форма участі – заочна).

11. Васильєва Д.О. Перспективи блокчейн технологій на ринку запозичень в Україні. *Інформаційне суспільство: технологічні, економічні та технічні аспекти становлення*: зб. тез і доп. Міжнар. наук. інтернет-конф., 13 грудня 2017 р. Вип. 25. Тернопіль. 2017. С. 6-8. (0.1 д.а.). (форма участі – заочна).

12. Васильєва Д. О. Ризики інвестування в корпоративні облігації. *Сучасні інструменти управління корпоративними фінансами*: зб. матеріалів II

Всеукр. наук.-практ. інтернет-конф. студентів, аспірантів та молодих вчених, 7 груд. 2018 р. Київ : КНЕУ, 2018. С. 62–64. (0.1 д.а.). (форма участі – очна).

13. Васильєва Д.О. Перспективи дохідності на ринку облігацій в країнах центральної та східної Європи у 2020 році. *Сучасні тенденції забезпечення ефективності економіки держави*: зб. матеріалів Всеукр. наук.-практ. конф., 12 вересня 2020 р. Київ, 2020. С. 48 -51. (0.1 д.а.). (форма участі – заочна).

14. Васильєва Д.О. Інвестиційне регулювання ринку корпоративних облігацій в Україні. *Потенціал економічного розвитку країни та регіонів: фінансові та інноваційно-інвестиційні аспекти*: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. 29 травня 2021 р. Дніпро: НО «Перспектива», 2021. С. 37-39. (0.1 д.а.). (форма участі – заочна).



Індустріалбанк

01133, Україна, місто Київ,
вулиця Генерала Алмазова, будинок 18/7
телефон: 0 800 50 35 35
e-mail: reception@industrialbank.ua
код банку 313849, код за ЄДРПОУ 13857564
кореспондентський рахунок №UA193000010000032000107501026
в Національному банку України
www.industrialbank.ua

Ліцензія НБУ №126 від 12.10.2011

03.06.2021 № 03-09-2162

на № _____ від _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження

Васильєвої Дарії Олексіївни

На тему: «Корпоративні облігації у фінансуванні підприємств (на прикладі
східноєвропейських ринків капіталу)»

Результати наукових розробок Васильєвої Д.О. щодо стану ринків корпоративних облігацій, питання переваг та недоліків корпоративних облігацій можуть бути використані в діяльності управління інвестиційних операцій та торгівлі цінними паперами АКБ «ІНДУСТРІАЛБАНК».

Зокрема, аналіз сучасного стану корпоративних облігацій у східноєвропейських країнах, а також дослідження ринку єврооблігацій в якості інструменту виходу українських підприємств на міжнародні ринки капіталу враховані в стратегії по управлінню ліквідності та можливості алокації активів банку в інструментах з фіксованою дохідністю. Окрім того, банком може бути розглянута опція розміщення корпоративних облігацій з ціллю розширення присутності на міжнародних ринках капіталу та залучення коштів в твердій валюті.

Голова Правління,
доктор економічних наук



М.В. Довбенко

creditwest



ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження на здобуття
наукового ступеня доктора філософії (PhD)
Васильєвої Дарії Олексіївни

АТ «КРЕДИТВЕСТ БАНК» повідомляє, що результати наукового дисертаційного дослідження на тему «Корпоративні облігації у фінансуванні підприємств (на прикладі східноєвропейських ринків капіталу)» мають практичне значення для роботи Казначейства та Департаменту по Ризикам.

Особливий інтерес складає методика ранжування ринків корпоративних облігацій, яка заснована на порівнянні середньорічного відношення обсягу облігацій до обсягу банківського кредитування на балансі корпорацій, яка може бути використана, як один із критеріїв при встановленні лімітів з контрагентами, які є емітентами облігацій.

Голова Правління



Тихонов І.Ю.

4092

АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО «ВЕСТ ФАЙНЕНС ЕНД КРЕДИТ БАНК»

Україна, м. Київ, 01054 вул. Леонтовича 4, літера А, А1

тел: +38 044 365 00 01, факс: +38 044 365 00 04, www.creditwest.ua, info@creditwest.ua

Ліцензія НБУ №235 від 14.11.2011



НАЦІОНАЛЬНА КОМІСІЯ З ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ФОНДОВОГО РИНКУ

вул. Московська, 8, корпус 30, м. Київ, 01010, тел.: (044) 280-40-95, 254-23-31

E-mail: info@nssmc.gov.ua, сайт: www.nssmc.gov.ua, код згідно з ЄДРПОУ 37956207

від 21.06 2021 р. № 21/2021

На № _____ від _____ 20__ р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Васильєвої Дарії Олексіївни на здобуття наукового ступеня доктора філософії (PhD)
на тему: «Корпоративні облігації у фінансуванні підприємств (на прикладі
східноєвропейських ринків капіталу)» в діяльність Національної комісії з цінних
паперів та фондового ринку

Розроблені в дисертаційній роботі Васильєвої Д.О. пропозиції щодо підвищення ефективності ролі корпоративних облігацій, які, на відміну від існуючих, полягають у здатності до мінімізації структурних дисбалансів фінансового ринку, що досягається завдяки диверсифікованості даних фінансових інструментів за рівнем забезпеченості, за ієрархією випуску, за рівнем оцінки корпоративних облігацій спеціалізованими рейтинговими агентствами, за відсотковою ставкою, за організацією виплат основної суми та відсотків, а також крайною походження інвесторів.

Запропоновані рекомендації мають поряд з теоретичним практичне значення, оскільки можуть використовуватися як емпірична основа для подальшого дослідження питання забезпечення розвитку ринку корпоративних облігацій як джерела фінансування діяльності суб'єктів господарювання.

Автором розроблені пропозиції, які використовуються фахівцями Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, щодо спрямування державної політики на підтримку та укріплення корпоративних облігацій в структурі фінансового ринку, аналізу їх переваг та недоліків в процесі фінансування діяльності підприємств для зростання конкурентоздатності.

Керівник апарату



Оксана САХНАЦЬКА



ДОКУМЕНТ СЕД АСКОД

Сертифікат

58E2D9E7F900307B04000000C8130200CB677D00

Підписувач Сахнацька Оксана Андріївна

Дійсний з 02.01.2020 10:52:34 по 02.01.2022 10:52:34

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку



№ 07/14017 від 30.06.2021



ВЕРХОВНА РАДА УКРАЇНИ

Комітет з питань енергетики та житлово-комунальних послуг

01008, м. Київ-8, вул. М. Грушевського, 5, тел.: 255-26-62, факс: 255-24-01

№ 04-17/14-2021/178998

„02” червня 2021 р.

ДОВІДКА

про використання окремих пропозицій,
запропонованих Васильєвою Дарією Олексіївною в дисертаційній роботі на
здобуття наукового ступеня доктора філософії (PhD)

Даною довідкою підтверджуємо, що наукові результати Васильєвої Д.О. щодо визначення підходу до управління інвестиційною привабливістю корпоративних облігацій, ґрунтується на використанні показників еталонних підприємств для побудови матриці відсоткової ставки, ціни та терміну погашення корпоративних облігацій, використання якої дозволяє встановити найбільш привабливу відсоткову ставку і таким чином наукова новизна представлена в дисертаційній роботі має актуальність і становить практичний інтерес. Окремі пропозиції, положення та рекомендації автора були прийняті до розгляду як одного із інструментів під час розгляду можливостей залучення коштів за допомогою розміщення на ринку «зелених облігацій», а саме:

- управління інвестиційною привабливістю корпоративних облігацій для оптимізації вартості залучення коштів;
- особливості проведення дорожнього шоу та формування ефекту «ореолу» для більших перспектив успішного первинного розміщення;
- аналіз переваг та недоліків різних видів корпоративних облігацій з ціллю оптимізації структури розміщення та формування проспекту емісії.

Зазначені положення мають прикладний характер та впроваджені при розробці рекомендацій в діяльності Комітету із питань енергетики та житлово-комунальних послуг.

Голова Комітету

А.ГЕРУС



Апарат Верховної Ради України
04-17/14-2021/178998 від 02.06.2021



528791

«ЗАТВЕРДЖУЮ» Проректор з наукової роботи ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Василя Гетьмана» д.е.н., проф.  Л.Л.Антонюк «27»  2021 р.	«ЗАТВЕРДЖУЮ» Проректор з наукової роботи ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Василя Гетьмана» д.е.н., проф.  А.М.Колот «27»  2021 р.
---	--

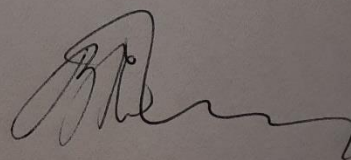
ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Васильєвої Дарії Олексіївни
на тему: **«Корпоративні облігації у фінансуванні підприємств (на
прикладі східноєвропейських ринків капіталу)»**

Повідомляємо, що окремі висновки та пропозиції, отримані в дисертаційній роботі на здобуття наукового ступеня доктора філософії (PhD) Васильєвої Дарії Олексіївни на тему «Корпоративні облігації у фінансуванні підприємств (на прикладі східноєвропейських ринків капіталу)» впроваджувались в практичну діяльність Київського Національного Економічного Університету впродовж в 2018-2020 рр., а саме в процесі освітньої діяльності, впроваджувалися елементи методичних розробок до вивчення ряду дисциплін «Мікроекономіка», «Фінанси», «Міжнародні Фінанси», «Фінанси підприємств», «Корпоративні фінанси», «Фінансова діяльність корпорацій», «Інвестування», «Інвестиційний аналіз» та під час проходження педагогічної практики.

Теоретична цінність наукових напрацювань Васильєвої Д.О. полягає у поглибленні знань майбутніх фінансистів та економістів у регулюванні ринку корпоративних облігацій в країнах Східної Європи, підвищенні інвестиційної привабливості національного ринку корпоративних облігацій та підходів до прогнозування перспектив розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні.

В.о. декана
факультету фінансів,
к.е.н., проф.



Хлівний В.К.