

Г. М. Азаренкова, М. В. Іванова

## ВПЛИВ ПОКАЗНИКІВ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ НА ФІНАНСОВІ ПОТОКИ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ

*Розглянуто проблеми функціонування фондового ринку, зокрема його сегмента — ринку корпоративних облігацій. Проаналізовано, яким чином зовнішнє середовище впливає на рухомість фінансових потоків, спричинених випуском і обігом корпоративних облігацій. Визначено фактори, що стримують та котрі позитивно впливають на розвиток цього ринку.*

*The study considers the issues of functioning of a stock market and, in particular, a corporate bond market as the stock market's segment. The authors analyze how an external environment affects the movement of financial flows caused by issue and turnover of corporate bonds. The factors, which yield restrained and positive impact on the development of this market, are defined in the article.*

**Ключові слова:** фінансові потоки, ринок корпоративних облігацій, емісія облігацій.

На розвиток вітчизняного ринку корпоративних облігацій впливає безліч факторів — як внутрішніх, так і зовнішніх. Розуміння механізму впливу тих чи інших факторів дає змогу розробити необхідні рекомендації для емітентів.

На сьогодні проведено досить багато досліджень фондового ринку та, зокрема, ринку корпоративних облігацій. Утім, у більшості з них вивчаються загальні тенденції розвитку цього ринку. Так, останні праці зарубіжних науковців присвячені аналізу кризових явищ економіки в цілому та їх впливу на фондовий ринок [1].

Фундаментальною щодо корпоративних облігацій є праця Р. Уілсона та Ф. Фабоцці [2, с. 18—36], де проаналізовано динаміку обсягів випущених облігацій, структуру інвесторів і емітентів, надано загальну оцінку факторів впливу на ці показники. Також варто згадати дослідження С. Коттла, Р. Мюррея та Ф. Блока [3, с. 433—450], де зазначено чинники впливу на ринок облігацій у процесі його історичного розвитку.

Велику увагу зарубіжними вченими приділено ринкам облігацій країн Азії [4], а також інтеграційним процесам ринків корпоративних облігацій країн Європи [5]. Найзмістовнішою працею російських авторів є дослідження Я. Міркіна [6, с. 42—62], де аналізується вплив переважно внутрішніх факторів на розвиток ринку облігацій РФ.

Вітчизняні економісти теж вивчають тенденції світового фондового ринку. Наприклад, О. Барановський аналізує основні причини різких коливань цін на інструменти цього ринку [7]. Окрім того, досить часто аналізуються фактори впливу на фондовий ринок за історичними етапами його розвитку [8; 9].

Як найзмістовніше щодо ринку корпоративних облігацій України слід виокремити дослідження Т. Нічосової [10], де розглянуто проблеми

уповільнення розвитку ринку, наголошено на збільшенні ролі внутрішнього ринку корпоративних облігацій в умовах післякризової активізації. Однак, на нашу думку, автором недостатньо розкрито, яким чином фактори економічного розвитку впливають на рухомість фінансових потоків на ринку корпоративних облігацій, стимули й бар'єри зростання обсягів циркулюючих фінансових ресурсів на ньому.

Метою статті є аналіз впливу показників економічного розвитку на рухомість фінансових потоків ринку корпоративних облігацій України, визначення факторів, що уповільнюють їхню рухомість.

Обов'язковою умовою розвитку фондового ринку та його складової — ринку корпоративних облігацій є стабільність руху фінансових потоків. Саме завдяки цьому емітенти можуть розраховувати та планувати обсяг ресурсів, котрий може бути залучений на фондовому ринку, а інвестори, у свою чергу, розраховувати на своєчасне й повне повернення інвестованих коштів.

Механізм впливу показників економічного зростання на інвестиційні процеси сформульований П. Самуельсоном у вигляді принципу акселератора [11, с. 425], згідно з яким збільшення ВВП веде до примноження інвестицій, а останнє, у свою чергу, — до зростання ВВП. Під інвестиціями маються на увазі капітальні вкладення, однак, оскільки вони фінансуються, зокрема, за рахунок випуску облігацій, вважаємо за потрібне простежити вплив факторів економічного розвитку на рухомість фінансових потоків ринку корпоративних облігацій.

У табл. 1 наведено значення коефіцієнтів кореляції між рядами даних, котрі відображають динаміку швидкості зміни обсягів у досліджуваних показниках окремих індикаторів економічного розвитку та фінансових потоків ринку корпоративних облігацій відповідно до обсягів емісії таких цінних паперів протягом 1998—2011 рр.

Як свідчать дані табл. 1, взаємозалежність темпів зміни фінансових потоків ринку корпоративних облігацій та обсягів цінних паперів є не дуже істотною — передусім через доволі різкі коливання в обсягах емісії облігацій порівняно з іншими показниками економічного розвитку. Це підтверджується великим значенням коефіцієнта варіації по обсягах емісії корпоративних облігацій, який становить 428,72.

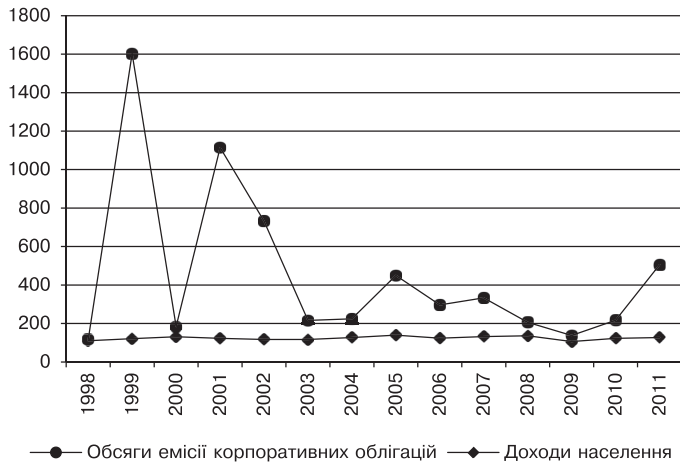
Щодо коефіцієнтів варіації по інших показниках слід зазначити, що вони є помірнішими. Це твердження не стосується показника приросту грошових вкладень і заощаджень, саме тому відсутні тісніші зв'язки з іншими показниками.

Якщо порівнювати темпи зміни обсягів емісії корпоративних облігацій із доходами населення, можна побачити, що лінія темпів зміни доходів населення здебільшого є рівною, тоді як емісії облігацій — хвилеподібною. Це підтверджує відсутність зв'язку між порівнюваними ознаками (рис. 1).

Таблиця 1. Значення коефіцієнтів кореляції між рядами даних, які відображають динаміку швидкості зміни обсягів у досліджуваних показниках окремих факторів зовнішнього середовища та фінансових потоків ринку корпоративних облігацій відповідно до обсягів емісії таких цінних паперів у 1998—2011 рр.

Показник	ВВП	Інвестиції в основний капітал	Довгострокові кредити	Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування	Доходи населення	Приріст грошових вкладів і заощаджень	Обсяг емісії корпоративних облігацій
1	2	3	4	5	6	7	8
ВВП	1,0	0,84	0,40	0,69	0,45	-0,14	0,36
Інвестиції в основний капітал	0,84	1,0	0,49	0,83	0,43	-0,21	0,26
Довгострокові кредити	0,40	0,49	1,0	0,22	-0,12	-0,33	0,22
Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування	0,69	0,83	0,22	1,0	0,57	0,24	0,27
Доходи населення	0,45	0,43	-0,12	0,57	1,0	0,02	-0,02
Приріст грошових вкладів і заощаджень	-0,14	-0,21	-0,33	0,24	0,02	1,0	-0,15
Обсяг емісії корпоративних облігацій	0,36	0,26	0,22	0,27	-0,02	-0,15	1,0

Джерело: складено за даними: стовпці 2—7 — Державної служби статистики України (<http://www.ukrstat.gov.ua>); стовпець 8 — звітів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (<http://www.nssmf.gov.ua>).



*Джерело:* побудовано за даними Державної служби статистики України (<http://www.ukrstat.gov.ua>) та звітів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (<http://www.nssmc.gov.ua>).

**Рис. 1. Темпи зміни доходів населення та обсягів емісії корпоративних облігацій за підсумками 1998—2011 рр., %**

З огляду на табл. 2 рухомість фінансових потоків ринку корпоративних облігацій, спричинених їх емісією, відбувається на тлі помірнішої змінності більшості аналізованих факторів економічного розвитку.

Утім, незважаючи на таку помірність, значення обраних показників протягом 1998—2011 рр. збільшуються, особливо темпи зростання ВВП і довгострокових кредитів (рис. 2).

Однак, якщо порівнювати динаміку швидкості зміни окремих показників економічного розвитку та фінансових потоків ринку корпоративних облігацій, спричинених обсягами виконаних по них договорів, протягом 1998—2011 рр., то можна побачити таку картину (табл. 3).

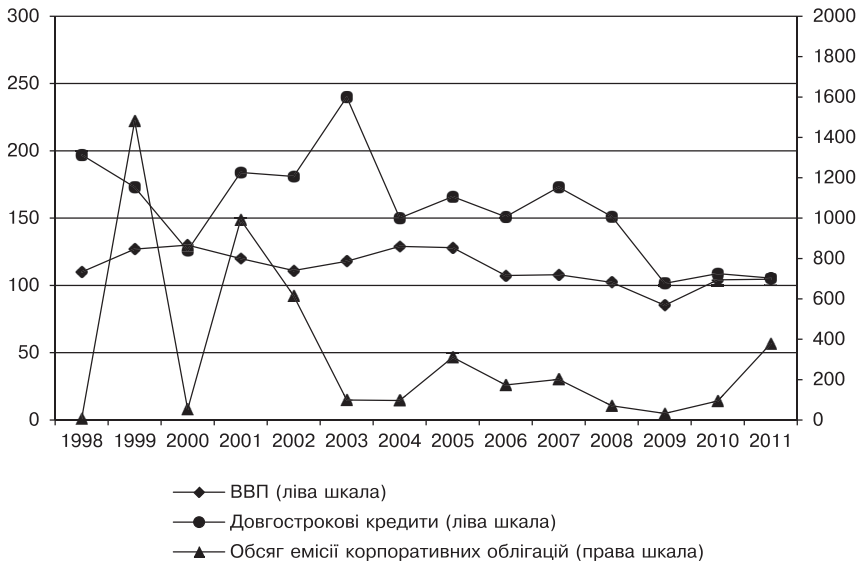
Як видно, зв'язки за коефіцієнтами кореляції між даними, котрі відображають динаміку швидкості зміни обсягів виконаних договорів із торгівлі корпоративними облігаціями та іншими показниками макроекономічного середовища, є значно тіснішими порівняно з коефіцієнтами кореляції між показниками динаміки швидкості зміни обсягів емісії корпоративних облігацій (див. табл. 2).

Очевидно, що найтісніший зв'язок спостерігається між темпами зростання обсягів виконаних договорів із торгівлі корпоративними облігаціями й темпами зміни обсягів довгострокових кредитів. І це зрозуміло, адже порівнювані показники відображають зрушення в попиті на довгострокові інвестиційні ресурси. Аналогічна ситуація спостерігається, якщо порівняти темпи зміни обсягів виконаних договорів із темпами зміни інвестицій у основний капітал — зв'язок між цими показниками теж є доволі тісним. Утім, підвищення

Таблиця 2. Темпи зміни окремих показників, % до попереднього року

Рік	ВВП	Інвестиції в основний капітал	Довго-строчкові кредити	Обсяг емісії корпоративних облігацій	Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування	Доходи населення	Обсяги виконаних договорів із облігацій торгівцями цінних паперів		Пріріст грошових вкладів і заощажень
							7	8	
1998	110,0	113,0	197,0	7,68	25,0	110,33	—	—	97,60
1999	127,0	126,0	173,0	1481,48	217,0	121,37	—	—	180,58
2000	130,0	135,0	126,0	53,03	188,0	131,16	—	—	189,0
2001	120,0	138,0	184,0	991,89	144,0	122,73	—	—	72,85
2002	111,0	114,0	181,0	615,66	78,0	117,10	242,70	—	162,35
2003	118,0	137,0	240,0	99,23	134,0	116,53	417,13	—	147,45
2004	129,0	148,0	150,0	96,81	227,0	127,16	236,18	—	136,35
2005	128,0	123,0	166,0	310,43	144,0	139,08	153,29	—	260,30
2006	107,30	119,0	151,0	173,12	119,0	123,77	191,23	—	102,97
2007	107,90	129,80	173,0	201,54	178,0	132,04	215,98	—	172,24
2008	102,30	97,40	151,20	70,48	7,0	135,67	152,31	—	96,49
2009	85,20	58,50	101,59	32,25	-474,0	105,80	39,54	—	2,77
2010	104,20	99,40	108,81	93,87	228,0	123,10	85,66	—	3282,52
2011	104,60	122,40	105,40	378,40	217,0	127,12	149,21	—	4,0

Джерело: складено за даними: стовпці 2–7, 9 – Державної служби статистики України (<http://www.ukrstat.gov.ua>); стовпець 8 – звітв Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (<http://www.nssmf.gov.ua>).



Джерело: побудовано за даними табл. 2.

Рис. 2. Темпи зміни ВВП, довгострокових кредитів і обсягів емісії корпоративних облігацій за підсумками 1998—2011 рр., %

прибутковості вітчизняних підприємств не дуже істотно збільшує зацікавленість інвесторів у купівлі корпоративних облігацій.

Стосовно значення коефіцієнта кореляції з рядом даних — темпами зміни ВВП слід зауважити, що, враховуючи позитивний вплив цього показника та спадні темпи зростання порівнюваних даних, загалом склалися несприятливі умови для стабільності руху фінансових потоків ринку корпоративних облігацій.

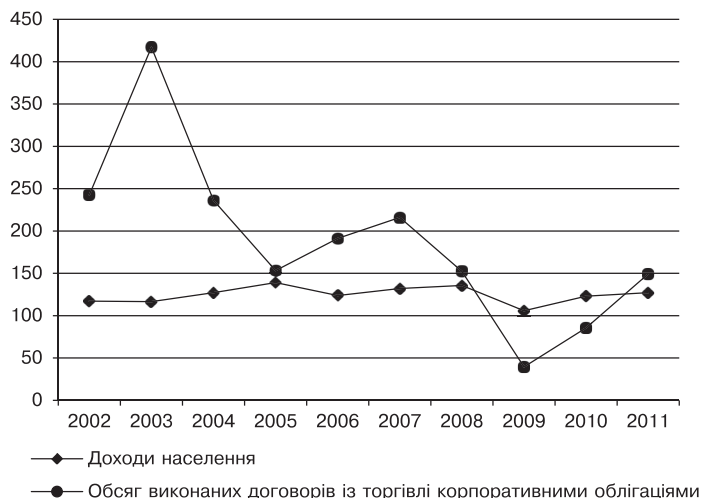
Порівняння темпів зростання доходів населення та обсягів виконаних договорів із торгівлі облігаціями засвідчує цілковиту відсутність зв'язку між цими даними. Причина — стабільні темпи зростання доходів населення та стрибкоподібна зміна другого порівнюваного показника (рис. 3). Така ситуація виникла насамперед через складну процедуру доступу до вітчизняного фондового ринку для фізичних осіб. На нашу думку, з метою підвищення інвестиційної активності та створення сприятливіших умов для стабільного руху фінансових потоків на ринку корпоративних облігацій цю процедуру потрібно спростити.

Водночас темпи зростання грошових вкладень і заощаджень негативно впливають на динаміку обсягів виконаних договорів із торгівлі облігаціями. Це означає, що збільшення доходів і заощаджень населення не спонукає його до інвестування коштів у корпоративні облігації, а отже, не сприяє рухомості фінансових потоків на фондовому ринку. Розв'язання окресленої проблеми знов-таки вбачаємо в полегшенні доступу населення до ресурсів ринку

Таблиця 3. Значення коефіцієнтів кореляції між рядами даних, які відображають динаміку швидкості зміни обсягів у досліджуваних показниках окремих факторів зовнішнього середовища та фінансових потоків ринку корпоративних облігацій відповідно до обсягів виконаних договорів із торгівлі такими цінними паперами в 1998—2011 рр.

Показник	ВВП	Інвестиції в основний капітал	Довгострокові кредити	Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування	Доходи населення	Приріст грошових вкладів і заощаджень	Обсяг виконаних договорів із торгівлі корпоративними облігаціями
1	2	3	4	5	6	7	8
ВВП	1,0	0,85	0,55	0,69	0,52	-0,09	0,58
Інвестиції в основний капітал	0,85	1,0	0,58	0,84	0,47	-0,18	0,73
Довгострокові кредити	0,55	0,58	1,0	0,29	0,08	-0,32	0,92
Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування	0,69	0,84	0,29	1,0	0,61	0,27	0,44
Доходи населення	0,52	0,47	0,08	0,61	1,0	-0,02	0
Приріст грошових вкладів і заощаджень	-0,09	-0,18	-0,32	0,27	-0,02	1,0	-0,32
Обсяг виконаних договорів із торгівлі корпоративними облігаціями	0,58	0,73	0,92	0,44	0	-0,32	1,0

Джерело: складено за даними: стовпці 2–7 — Державної служби статистики України (<http://www.ukrstat.gov.ua>); стовпець 8 — звітв Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (<http://www.nssmc.gov.ua>).



Джерело: побудовано за даними табл. 2.

**Рис. 3. Темпи зростання доходів населення та обсягів виконаних договорів із торгівлі корпоративними облігаціями за підсумками 2002–2011 рр., %**

корпоративних облігацій, що може істотно підвищити попит на довгострокові інвестиційні ресурси фондового ринку.

Простежимо взаємозалежність факторів зовнішнього середовища та рухомості фінансових потоків ринку корпоративних облігацій шляхом побудови регресійних рівнянь. Нижче наведено найбільш статистично значимі регресійні рівняння зі стандартизованими коефіцієнтами при незалежних змінних (за даними табл. 2), які й визначають впливовість окремих факторів на рухомість фінансових потоків ринку корпоративних облігацій:

$$PDO = 0,309 \cdot PIK + 0,737 \cdot PDK; \quad (1)$$

$$PDO = 0,861 \cdot PDK + 0,191 \cdot PFR, \quad (2)$$

де PDO — динаміка темпів зміни обсягів виконаних договорів із торгівлі корпоративними облігаціями, %;

PIK — динаміка темпів зміни обсягів інвестицій у основний капітал, %;

PDK — динаміка темпів зміни обсягів довгострокових кредитів, %;

PFR — динаміка темпів зміни фінансового результату суб'єктів господарювання — емітентів цінних паперів, %.

При порівнянні складових регресійного рівняння (1) видно, що найбільший вплив на темпи змін обсягів виконаних договорів справляють темпи зростання довгострокових кредитів.

Незважаючи на позитивний вплив порівнюваних показників, варто зауважити, що тенденція значень рядів даних темпів зміни корпоративних



облігацій є спадною та відображає зменшення абсолютних значень досліджуваного показника (див. табл. 2). Разом із тим вплив із боку темпів зміни в обсягах інвестицій у основний капітал на рухомість фінансових потоків ринку корпоративних облігацій є істотнішим, хоча статистично він менший. Це пояснюється взаємовпливом темпів зміни в обсягах довгострокових кредитів та інвестицій у основний капітал.

Такий висновок підтверджують і дані регресійного рівняння (2). Водночас останнє свідчить, що найтісніший зв'язок знов-таки спостерігається з довгостроковими кредитами. Темпи зміни у фінансових результатах разом із темпами зміни в обсягах довгострокових кредитів є неістотними. Отже, слабка залежність рухомості фінансових потоків ринку корпоративних облігацій від діяльності суб'єктів господарювання є очевидною. Підтвердження тому — наступне регресійне рівняння зі стандартизованими коефіцієнтами при незалежних змінних (за даними табл. 2):

$$PDO = 0,791 \cdot PVP - 0,410 \cdot PDN, \quad (3)$$

де PVP — динаміка темпів зміни ВВП, %;

PDN — динаміка темпів зміни доходів населення, %.

Як видно з рівняння (3), темпи зміни ВВП є вагомим чинником рухомості фінансових потоків ринку корпоративних облігацій. При цьому спостерігається негативний зв'язок між обсягами виконаних договорів із торгівлі корпоративними облігаціями та рівнем доходів населення. Залежність між показниками є позитивною, а динаміка — спадною, що свідчить про несприятливі економічні умови для рухомості фінансових потоків на ринку облігацій. Такий вплив зумовлений також значною чутливістю вітчизняної економіки до кризових явищ 2008—2009 рр.; залежністю від іноземних інвесторів, котрі в період кризи вилучили великий обсяг коштів; зниженням кредитних рейтингів емітентів тощо.

Підсумовуючи викладене, доходимо висновку, що рухомість фінансових потоків, спричинених пропозицією облігацій, має досить слабкий зв'язок із показниками економічного розвитку країни — внаслідок переважання у структурі емітентів ринку корпоративних облігацій найбільших із них. Отже, етапність і обсяги емісії залежать здебільшого від потреб саме таких емітентів ринку.

Рухомість фінансових потоків, зумовлена попитом на корпоративні облігації, дуже чутлива до темпів зростання ВВП, інвестицій у основний капітал; найбільша залежність спостерігається від темпів зростання обсягів довгострокових кредитів як альтернативних фінансових інструментів. Також очевидним є зниження темпів зростання обсягів виконаних договорів із торгівлі корпоративними облігаціями. Таким чином, загальна економічна ситуація є несприятливою для рухомості фінансових потоків. Для її поліпшення доцільно,

зокрема, спростити умови доступу до вітчизняного фондового ринку для фізичних осіб як потенційних інвесторів.

Перспективними, на наш погляд, є дослідження часових параметрів випуску облігацій на фондовому ринку України.

### Список використаних джерел

1. *Krugman P.* The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008 / P. Krugman. — New York : London : Norton&Company, 2009. — 193 p.
2. *Уилсон Р. С.* Корпоративные облигации: структура и анализ / Р. С. Уилсон, Ф. Дж. Фабоцци ; пер. с англ. — М. : Альпина Букс, 2005. — 445 с.
3. *Коттл С.* Анализ ценных бумаг Грэма и Додда / С. Коттл, Р. Ф. Мюррей, Ф. Е. Блок ; пер. с англ. — М. : ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2001. — 694 с.
4. *Eichengreen B.* Why doesn't Asia have bigger bond markets? [Working Paper 10576] / B. Eichengreen, P. Luengnaruemitchai. — National bureau of economic research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge. — June 2004. — 43 p. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w10576>.
5. *Christiansen C.* Integration of European Bond Markets [Research Paper] / C. Christiansen. — Department of Economics and Business Aarhus University. — July, 2012 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://econ.au.dk/fileadmin/site\\_files/filer\\_oekonomi/Working\\_Papers/CREATES/2012/grp12\\_33.pdf](http://econ.au.dk/fileadmin/site_files/filer_oekonomi/Working_Papers/CREATES/2012/grp12_33.pdf).
6. *Миркин Я. И.* Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я. И. Миркин. — М. : Альпина Паблишер, 2002. — 624 с.
7. *Барановський О. І.* Економіка “мильних бульбашок” / О. І. Барановський // Економіка і прогнозування. — 2009. — № 1. — С. 7–23.
8. *Карпенко Г. В.* Досвід розвитку фондового ринку країн Європи та його використання в Україні / Г. В. Карпенко // Фінанси України. — 2007. — № 6. — С. 90–96.
9. *Терещенко Г. М.* Проблеми становлення та напрями удосконалення функціонування ринку цінних паперів в Україні / Г. М. Терещенко // Фінанси України. — 2007. — № 6. — С. 97–104.
10. *Нічосова Т.* Тенденції розвитку ринку корпоративних облігацій країн, що розвиваються / Т. Нічосова // Світ фінансів. — 2007. — Вип. 2 (11). — С. 42–51.
11. *Самуэльсон П. А.* Экономика : учеб. пособ. / П. А. Самуэльсон, В. Д. Нордхаус ; пер. с англ. под ред. Л. С. Тарасевича, А. И. Леусского. — М. : Бином : КноРус, 1997. — 800 с.