

Університет банківської справи
Національного банку України
Львівський інститут
банківської справи



University of banking
of the National bank of Ukraine
Lviv institute of banking

Краківський економічний
університет



Cracow University
of Economics

**РОЗВИТОК
ФІНАНСОВОЇ
СИСТЕМИ КРАЇН
ЦЕНТРАЛЬНОЇ
ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ**

**THE DEVELOPMENT
OF FINANCIAL SYSTEM
OF COUNTRIES
OF CENTRAL
AND EAST EUROPE**

Випуск 4

Volume 4

**Львів
2014**

**Lviv
2014**

Розвиток фінансової системи країн Центральної та Східної Європи (збірник наукових праць) / Львівський інститут банківської справи Університету банківської справи Національного банку України (Україна), Краківський економічний університет (Республіка Польща); редкол.; відп. ред. д. е. н. Олексій Другов, д-р Пьотр Була. – Львів, 2014. – Вип. 4. – 202 с.

The development of financial system of countries of Central and East Europe (collection of scientific labours) / Lviv institute of banking of University of banking of the National bank of Ukraine (Ukraine), Cracow University of Economics (Poland); Edited by Oleksiy Druhov, Piotr Bula. – Lviv, 2014. – Vol. 4. – 202 p.

Редакційна колегія:

Другов Олексій (Україна) – доктор економічних наук (відповідальний редактор)

Була Пьотр (Польща) – доктор наук (відповідальний редактор)

Вознюк Микола (Україна) – кандидат економічних наук

Фудалінський Януш (Польща) – доктор наук

Миська Роман (Україна) – кандидат історичних наук

Хрип'як Юлія (Україна) – фахівець 2-ої категорії наукового відділу

Edition collegium:

Druhov Oleksiy (Ukraine) – doctor of economics (chief redactor)

Bula Piotr (Poland) – doctor (chief redactor)

Voznyuk Mykola (Ukraine) – candidate of economic sciences

Fudalinski Janush (Poland) – doctor

Myska Roman (Ukraine) – PhD of history

Khrypiak Yulia (Ukraine), second category specialist of the scientific department

Рецензенти:

Смовженко Тамара (Україна) – доктор економічних наук, професор

Рішард Боровецькі (Польща) – доктор габілітований, професор

Reviewers

Smovzhenko Tamara (Ukraine) – doctor of economics, professor

Ryszard Borowiecki (Poland) – doctor hab., professor zw.

Затверджено до друку вченою радою Львівського інституту банківської справи Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ), протокол № 7 від 12 травня 2014 року

© Copyright by Cracow School of Business, Cracow University of Economics, Cracow 2014

ISBN 978-83-932796-6-1

ОСОБЕННОСТИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

Рассматривается эффективность рынка корпоративных облигаций, как составной части рынка ценных бумаг. Сформулированы преимущества привлечения инвестиций посредством эмиссии облигаций по сравнению с другими способами финансовых заимствований. Выполнен анализ функционирования рынка корпоративных облигаций в Республике Беларусь и определены его особенности.

Ключевые слова: корпоративные облигации, фондовый рынок, биржа, эмиссия ценных бумаг.

Постановка проблемы. Устойчивое развитие экономики любого государства не может быть обеспечено без привлечения инвестиционных ресурсов. Более того, корпоратизации экономических отношений неуклонно ведет к ускоренному росту концентрации капитала в различных сферах предпринимательской деятельности, тем самым повышая значимость данного фактора производства. Мировой опыт свидетельствует о том, что привлечение финансовых средств посредством выпуска корпоративных облигаций является одним из наиболее эффективных способов заимствований. При этом происходит увеличение доли инвестиций, аккумулируемых через рынок ценных бумаг, а также удельного веса прямых иностранных инвестиций. Вследствие этого анализ теоретических и практических аспектов и выявление факторов повышения эффективности функционирования рынка корпоративных облигаций приобретает особую актуальность.

Изложение основного материала. Крупные компании занимают доминирующие позиции в экономиках развитых стран мира, формируют все большую долю валового внутреннего продукта (ВВП) и, как следствие, становятся системообразующим элементом национальных экономик государств. Более того, современные крупные корпорации все чаще позиционируются как непосредственные участники мирохозяйственных связей, а транснациональные корпорации по своей значимости и вкладу в мировой ВВП значительно превосходят национальные экономики многих стран мира.

Очевидным является тот факт, что столь динамичное развитие корпораций обусловлено наличием определенных конкурентных преимуществ, которыми обладает данная форма организации бизнеса по сравнению с другими. Наряду с отделением управления компаниями от собственности, наиболее значимым преимуществом корпораций является возможность привлечения дополнительного капитала посредством выпуска ценных бумаг и их реализации на фондовом рынке.

Мировой опыт функционирования корпоративных предпринимательских структур свидетельствует о том, что такими ценными бумагами выступают корпоративные облигации. Любая облигация является ценной бумагой, подтверждающей обязательство эмитента возместить в установленный срок ее владельцу номинальную стоимость облигации с уплатой фиксированного процента.

Значительная активизация использования облигаций в качестве источника привлечения заемных средств, прежде всего, объясняется наличием ряда преимуществ данного вида заимствования.

Во-первых, отсутствие посредника между эмитентом и инвесторами дает возможность снизить стоимости заимствований.

Во-вторых, облигации дают возможность привлекать финансовые ресурсы на более длительный срок, чем иные источники заимствования, что связано с наличием возможности корпорации обратиться к более широкому кругу потенциальных инвесторов-кредиторов.

В-третьих, в силу природы данного финансового инструмента, предполагающего формирование правил игры до регистрации ценных бумаг и их неизменность в дальнейшем, формируются условия стабильности и гарантированности исполнения обязательств по отношению к инвестору.

В-четвертых, привлеченные посредством эмиссии корпоративных облигаций инвестиционные ресурсы не предполагают целевого характера их использования, тем самым, способствуя повышению маневренности финансов корпорации.

В-пятых, так как корпорация-эмитент сама определяет условия по выпускаемым облигациям, включая их обращение на вторичном рынке, досрочный выкуп, порядок выплаты доходов и т.д., то, по сути, корпорация приобретает возможность управления своим долгом.

Таким образом, вышеизложенные преимущества корпоративных облигаций перед другими инструментами финансовых заимствований дают основание предположить о дальнейшем росте рынка данного вида ценных бумаг. Однако это не исключает того, что приобретая корпоративные облигации, инвестор должен оценить их инвестиционную привлекательность и соизмерить уровень риска и доходности по этим ценным бумагам.

Выполненные исследования свидетельствуют о том, что оценка инвестиционных качеств облигаций затрагивает следующие три, наиболее значимые аспекты деятельности корпорации:

1. Надежность компании по осуществлению процентных выплат. Для этого производится сопоставление дохода, получаемого компанией-эмитентом в течение отчетного периода, с суммой процентных платежей

по всем видам займов. Устойчивое финансовое состояние корпорации характеризуется превышением в 2 – 3 раза величины дохода над размером процентных выплат.

2. Способность компании погасить имеющуюся задолженность по всем направлениям. В этом случае определяется возможность компании погасить имеющуюся совокупную задолженность, так как кроме облигационного долга, у корпорации могут быть и другие долговые обязательства.

3. Финансовая независимость компании. С этой целью общая сумма долговых обязательств сопоставляется с собственным капиталом корпорации. Принято, что компания является финансово устойчивой в том случае, если величина долга не превышает 50% стоимости ее собственного капитала.

Рост рынка облигаций дал толчок к формированию и развитию специальных аналитических агентств, которые на профессиональной основе систематически производят оценку долговых обязательств компаний с присвоением им определенной категории надежности. Степень надежности данные агентства формулируют в виде рейтинга, который используется крупнейшими операторами мировых фондовых площадок.

Значимость рейтинговых агентств, наряду с оценочной деятельностью, обусловлена и их эффективностью при организации обмена информацией между эмитентами и инвесторами. Потенциальным инвесторам необходимы объективные и достоверные данные о компаниях, в которые они хотят инвестировать свои свободные финансовые средства. От результата рейтинговой оценки может зависеть не только судьба отдельной компании, но и, как показывает мировой опыт, экономики государства в целом.

Изучение методик определения рейтинга ведущими мировыми агентствами свидетельствует о том, что рейтинг – это в меньшей степени формула, а в большей – качественная интерпретация количественных показателей. Из этого вытекает, что рейтинг представляет собой мнение, точку зрения эксперта на качество фондовой ценности корпоративных облигаций. В связи с этим в оценочной практике имеют место случаи, когда результаты рейтингов, определенные различными агентствами, слабо коррелируют между собой. В последние годы их деятельность подверглась серьезной критике в связи с рядом ошибочно определенных кредитных рейтингов.

Однако следует признать, что вышеизложенное ни в коей мере не принижает значимость этих структур, так как на данный момент другого инструмента, выполнявшего их функции, не существует. Международными рейтинговыми агентствами оцениваются практически все корпоративные облигации, размещаемые на международных фондовых площадках.

Без вердикта рейтингового агентства ни одна ценная бумага не может быть отнесена к инвестиционному классу. Как правило, компания, планирующая осуществить публичное размещение облигаций, обращается в агентство для того, чтобы оно оценило финансовое состояние фирмы и внесло облигации в свой рейтинг. Неоспоримым является то, что развитый рынок ценных бумаг вынуждает корпорацию-эмитента облигаций обратиться с заказом в рейтинговые агентства, для присвоения рейтинговой оценки.

В результате, существенный рейтинг, установленный для облигаций, способствует повышению их ликвидности и, что немало важно, снижает стоимость заимствованных финансовых ресурсов. При этом на развитом фондовом рынке только долговые обязательства, которые прошли процедуру рейтинга, могут обеспечить доступ к получению заемных средств.

Анализ рынка корпоративных облигаций в Республике Беларусь показывает, что в последнее время данный инструмент рынка ценных бумаг наиболее активно используется субъектами хозяйствования для привлечения инвестиционных ресурсов. Динамика объема корпоративных облигаций выпущенных и находящихся в обращении свидетельствует о растущих возможностях финансирования. По данным Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь в 2012 году зарегистрировано 453 выпуска корпоративных облигаций 173 юридических лиц на общую сумму 29481,4 млрд рублей (таб.1).

Таблица 1

Информация об эмиссии облигаций в Республике Беларусь в 2012 г.

Тип эмитента	Количество эмитентов		Количество выпусков		Объем эмиссии	
	штук	%	штук	%	млрд руб.	%
Банки	16	9,2	106	23,4	17017	57,7
Небанковские организации	156	90,2	346	76,4	11950,2	40,5
Местные исполнительные органы власти	1	0,6	1	0,2	514,2	1,8
Всего	173	100	453	100	29481,4	100

Из общей суммы эмиссии корпоративных облигаций 15,1 % обеспечены исполнением обязательств под залог имущества, поручительство, банковскую гарантию, или договоры страхования ответственности за ненадлежащее исполнение обязательств [1].

Анализ количественных показателей рынка облигаций свидетельствует о том, что по состоянию на 01.01.2013 г. в обращении находилось 684 выпуска облигаций 255 эмитентов на сумму эмиссии 66 217,6 млрд рублей, из них небанковских организаций – 205 эмитентов (таб. 2). При

этом следует отметить, что удельный вес находящихся в обращении облигаций небанковских организаций возрос с 29,8 в 2011 до 41,2 % в 2012 году.

Таблица 2

Информация об облигациях находящиеся в обращении
в Республике Беларусь в 2012 г.

Тип эмитента	Количество эмитентов		Количество выпусков		Объем эмиссии	
	штук	%	штук	%	млрд руб.	%
Банки	22	8,6	147	21,5	31574,2	47,7
Небанковские организации	205	80,4	462	67,5	27311,3	41,2
Местные исполнительные органы власти	28	11	75	11	7332,1	11,1
Всего	255	100	684	100	66217,6	100

Информация о выпуске облигаций, находящихся в обращении, обновляется ежемесячно на сайте Министерства финансов Республики Беларусь. Основной фондовой площадкой, где осуществляются сделки с корпоративными облигациями, является ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа». Технология торговли на бирже предполагает удаленное участие клиентов в торгах ценными бумагами или с рабочих мест, расположенных на территории биржи.

Положительная динамика за анализируемый период характерна также для оборота внебиржевого рынка облигаций. Количественные характеристики данного рынка в 2012 году выросли по отношению к предыдущему году почти в 2 раза.

Сравнительный анализ функционирования рынка корпоративных облигаций в Республике Беларусь и в государствах с развитой рыночной экономикой позволил выделить некоторые особенности, которые, на наш взгляд, необходимо учитывать при определении стратегии его дальнейшего развития:

- отечественный фондовый рынок находится в зачаточном состоянии, а вторичный рынок практически полностью отсутствует. Подтверждением этому служит то, что в 2012 году объем рынка акций по стоимости осуществленных сделок сократился по сравнению с 2011 годом почти в 7 раз. Отсутствие вторичного рынка облигаций лишает инвесторов возможности, в случае необходимости, продать эти ценные бумаги. В результате имеет место низкая ликвидность вложений в данный инструмент финансовых заимствований и, как следствие, низкая инвестиционная привлекательность рынка корпоративных облигаций;

- отечественное законодательство о ценных бумагах, представленное законом «О ценных бумагах и фондовых биржах», который был подписан в 1992 году, законом «О депозитарной деятельности и центральном депозитарии», а также немалым количеством дополнительных подзаконных актов, существенно устарело и отличается большой громоздкостью. Более того, для эффективного развития рынка ценных бумаг, в том числе и с целью привлечения иностранных инвесторов, существует необходимость приближения белорусского законодательства о ценных бумагах к принципам, применяемым в мировом финансовом сообществе, а также унификация его с российским законодательством и международными стандартами. Очевидно, что гармонизация законодательства о ценных бумагах является объективным условием и для того, чтобы попасть в листинг ведущих мировых биржевых площадок;

- отсутствие в экономике Республики Беларусь институциональных инвесторов (инвестиционные агентства, инвестиционные фонды), которые традиционно вкладывают финансовые ресурсы в корпоративные облигации. Анализ ситуации на рынке облигационных заимствований показывает, что основным инвестором в корпоративные облигации являются банки. По сути, такая деятельность банков может рассматриваться как альтернатива банковскому кредитованию. Ценные бумаги до погашения находятся у банка и, соответственно, не попадают на вторичный рынок, тем самым не способствуют росту ликвидности рынка корпоративных облигаций. Среди физических лиц корпоративные небанковские облигации не пользуются популярностью, так как ситуация, складывающаяся в кредитно-денежной системе в последние годы, делала более выгодными для вложения средств банковские депозиты;

- наличие инертности у руководства предприятий реального сектора экономики, которая является следствием многолетнего использования понятных и привычных банковских кредитов, нежели пытаться привлечь финансовые ресурсы посредством применения альтернативных, не совсем еще понятных вариантов финансирования;

- отсутствие гарантированного размещения облигаций на биржевых и внебиржевых площадках по рыночным ставкам. Отечественный опыт показывает, что первичное размещение корпоративных облигаций, как правило, проводится в виде закрытой их реализации среди заранее определенного круга инвесторов. Это подталкивает компании в сложившихся условиях обращаться непосредственно в банк, который может выступить в качестве инвестора. Практика привлечения финансирования под выпущенные облигации на открытом рынке с помощью профучастников на данном этапе развития рынка долговых обязательств является менее эффективной. Это, на наш взгляд, объясняется тем, что в структуре

национального финансового рынка банковский сектор является наиболее развитым и конкурентоспособным.

Таким образом, выполненные исследования дают основание констатировать, что рынок облигаций в Республике Беларусь, несмотря на положительные тенденции, находится лишь на этапе становления, а объемы сделок по корпоративным облигациям значительно уступают аналогичным показателям в странах с развитой рыночной экономикой, а также партнерам по ЕЭП. Наблюдающийся рост рынка облигационных займов отчасти объясняется дорогими денежными ресурсами и, прежде всего, высокими ставками по банковским кредитам. Рост кредитных ставок, связанный с ухудшением макроэкономической ситуации в экономике, сделал облигации привлекательными для эмитентов и для инвесторов.

Выводы. Исследование теоретических и практических аспектов функционирования рынка корпоративных облигаций, как составной части фондового рынка, свидетельствует о том, что по мере дальнейшего развития отечественного рынка ценных бумаг, появившийся опыт использования корпоративных облигационных займов будет востребован реальным сектором экономики. Подтверждением этому служит мировой опыт, где в экономиках развитых стран эффективно функционирующий фондовый рынок позиционируется как одно из главных национальных богатств. Исследование тенденций развития отечественного рынка заимствований свидетельствует о том, что к более активному развитию рынка корпоративных облигаций белорусских субъектов хозяйствования может подтолкнуть ужесточение денежно-кредитной политики государства и, особенно, изменение условий кредитования юридических лиц и индивидуальных предпринимателей, предполагающие обязательное указание в кредитном договоре условия о целевом использовании кредита. При формировании стратегии развития рынка корпоративных облигаций, в первую очередь, следует исходить из необходимости создания условий для повышения уровня ликвидности, прозрачности, надежности и эффективности рынка ценных бумаг с учетом изложенных особенностей его функционирования.

Список использованных источников

1. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь в 2012 году [Электронный ресурс] / http://www.minfin.gov.by/securities_department/reports/. – Дата доступа 30.03.2014.

Мальцевіч В.М. Особливості функціонування ринку корпоративних облігацій в Республіці Білорусь.

Розглядається ефективність ринку корпоративних облігацій, як складової частини ринку цінних паперів. Сформульовано переваги залучення інвестицій за допомогою емісії облігацій у порівнянні з іншими способами фінансових запозичень.

Виконано аналіз функціонування ринку корпоративних облігацій в Республіці Білорусь та визначено його особливості.

Ключові слова: корпоративні облігації, фондовий ринок, біржа, емісія цінних паперів.

Maltsevich W.M. Features functioning corporate bond market in the Republic of Belarus.

We consider the efficiency of the corporate bond market, as part of the securities market. Articulate the benefits of attracting investment through the issuance of bonds in comparison with other methods of financial borrowings. The analysis of the functioning of the corporate bond market in the Republic of Belarus and the values of its features.

Keywords: corporate bonds, stock market, stock exchange, securities issue.

Мальцевич Валерій Минович – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры экономики и организации производства в агропромышленном комплексе, Полесский государственный университет.

CONTENTS

FOREIGN CAPITAL IN BANKING: COMPARING POLISH AND UKRAINIAN EXPERIENCE <i>Ewa Miklaszewska</i>	5
WPŁYW EUROPEJSKICH PROCESÓW INTEGRACYJNYCH NA KLIMAT INWESTYCYJNY NA UKRAINIE <i>Katarzyna Kotulewicz</i>	12
BEZPIECZEŃSTWO BANKÓW NA UKRAINIE I W POLSCE – PERSPEKTYWA WSPÓLNEGO INWESTORA STRATEGICZNEGO <i>Mateusz Folwarski, Krzysztof Kil</i>	23
E-LEARNING: AN INNOVATIVE APPROACH TO ACCOUNTING EDUCATION <i>Konrad Grabiński, Marcin Kędzior, Joanna Krasodomska</i>	40
MANAGEMENT LETTER: ANALYSIS OF BENEFITS FOR BOTH AUDITEES AND AUDITORS <i>Darius Vaicekauskas</i>	47
DEVELOPMENT OF THE LITHUANIAN PUBLIC SECTOR ACCOUNTING IN THE CONTEXT OF THE EUROPEAN INTEGRATION <i>Irma Kamarauskiene</i>	57
MACROECONOMIC EFFECTS OF THE EXCHANGE RATE UNDERVALUATION IN UKRAINE <i>Victor Shevchuk</i>	71
ОСОБЕННОСТИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ <i>Мальцевич В. М.</i>	81
ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ РАБОТЫ БАНКА ПО КРЕДИТОВАНИЮ КОРПОРАТИВНЫХ КЛИЕНТОВ <i>Бобрикович Е.С., Новик Т.В.</i>	89
РАЗВИТИЕ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ И БАНКОВСКОГО НАДЗОРА В БЕЛАРУСИ <i>Матяс А.А.</i>	96
ТРАНСФОРМАЦИЯ ПОДХОДОВ К ОРГАНИЗАЦИИ НАДЗОРА ЗА БАНКОВСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ: МИРОВОЙ ОПЫТ И СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ <i>Лукашевич В.А.</i>	104
К ВОПРОСУ О СТИМУЛИРОВАНИИ ЭКОНОМИКИ <i>Чеплянский Ю.В.</i>	114

ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЭЛЕКТРОННЫХ ДЕНЕГ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ <i>Лопух Ю.И., Сергеюк В.С.</i>	120
ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ФОРМИРОВАНИЯ БЕЛОРУССКО-РОССИЙСКОГО ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВОГО ПРОСТРАНСТВА <i>Петрукович Н.Г.</i>	125
ПРИМЕНЕНИЕ РЕГРЕССИОННОГО АНАЛИЗА ДЛЯ ВЫЯВЛЕНИЯ ФАКТОРОВ ОПРЕДЕЛЯЮЩИХ ДИНАМИКУ РУБЛЕВЫХ ДЕПОЗИТОВ НАСЕЛЕНИЯ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ <i>Базака Л.Н., Дегтярева И.И.</i>	136
КОНЦЕПЦИЯ СОЦИАЛЬНОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТИ – ОСНОВА РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ МОЛОЧНОГО ПОДКОМПЛЕКСА <i>Лукашевич Т.Н.</i>	143
ОРГАНИЗАЦИЯ СОЦИАЛЬНОЙ ЗАЩИТЫ И СОЦИАЛЬНОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ <i>Чернорук С.В.</i>	152
ОСНОВНЫЕ ПОДХОДЫ К ФИНАНСИРОВАНИЮ СИСТЕМЫ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ <i>Хмель О.А.</i>	159
РЕФОРМИРОВАНИЕ БУХГАЛТЕРСКОГО УЧЕТА В РОССИИ И КИТАЕ <i>Абдалова Е. Б. Сунь Линь</i>	165
МЕТОДИКА ПРОГНОЗИРОВАНИЯ НА ОСНОВЕ ЭКСПЕРТНЫХ ОЦЕНОК В УСЛОВИЯХ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ <i>Галун А.Б.</i>	170
НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ АНАЛИЗА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ТРУДОВЫХ РЕСУРСОВ ТОРГОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ <i>Коробкин А.З.</i>	178
ФИНАНСИРОВАНИЕ ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ <i>Володько О.В. Володько Л.П.</i>	188
ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КЛИМАТ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ И МЕРОПРИЯТИЯ ПО ЕГО УЛУЧШЕНИЮ <i>П.И. Бурик</i>	196