

ПІДПРИЄМСТВА ДЕРЖАВНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ НА РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНИ

ENTERPRISES OF THE PUBLIC SECTOR ON THE CORPORATE BOND MARKET OF UKRAINE

Анна МАЙСТЕР,
аспірант,
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»



Anna MAISTER,
Postgraduate student,
SHEI "Kyiv National Economic University
named after Vadym Hetman"

Значну частину виробничого потенціалу національної економіки становлять підприємства державного сектору економіки. Проте особливості управління фінансовою політикою не дозволяють залучити значні фінансові ресурси для модернізації та реструктуризації цих підприємств, що поглиблює їх технологічне відставання та є потенційно загрозливим для економічної безпеки країни. З огляду на вищевказані причини на сьогодні гостро постає проблема забезпечення підприємств державного сектору економіки інвестиціями за допомогою інструментів фондового ринку. Оскільки здійснити додатковий випуск акцій такими підприємствами майже неможливо без перерозподілу права власності, то перспективним інструментом залучення коштів для підприємств державного сектору економіки є корпоративні облигації.

Дослідження ринку корпоративних облигацій України було предметом вивчення багатьох зарубіжних і вітчизняних вчених.

Проте вищезгадані науковці концентрують свої дослідження на теоретичних і практичних аспектах залучення інвестицій за допомогою корпоративних облигацій, не враховуючи особливостей фінансової політики підприємств державного сектору економіки, що обумовлені специфічною роллю держави як акціонера.

Актуальність, теоретична та практична значущість питань, пов'язаних із діяльністю підприємств державного сектору економіки на ринку корпоративних облигацій України, а також недостатній рівень наукової розробленості цієї проблеми обумовили **мету дослідження**.

Корпоративні облигації використовуються в якості фондового інструменту залучення капіталу практично з початку ХХ століття. Питання емісії облигацій з метою формування капіталу підприємств також представлено в економічних теоріях структури капіталу. Так, у теорії субординації джерел фінансування Гордона Дональдсона формування капіталу шляхом емісії облигацій посідає друге місце після банківського кредитування при виборі джерел зовнішнього фінансування [1, с. 184].

Зазначимо, що на сьогодні випуск корпоративних облигацій корпораціями є одним із головних способів залучення фінансових ресурсів на фондовому ринку в провідних країнах світу.

Український ринок корпоративних облигацій порівняно із західними ринками існує відносно недовго, але навіть за такий короткий період він зміг зарекомендувати себе як джерело, здатне задовольняти потреби підприємств у капіталі: якщо у 2004 році, коли ринок почав активно розвиватись, обсяг випуску облигацій становив 4,11 млрд. грн., то у 2013 році цей показник збільшився в 10,3 рази до 42,47 млрд. грн. [2].

Для розуміння ролі й місця підприємств державного сектору економіки на ринку корпоративних облигацій України варто дослідити рівень концентрації ринку, що виражається в питомій вазі випусків найбільших емітентів дер-

жавного сектору економіки у структурі загальної емісії на первинному ринку корпоративних облигацій України та сукупної частки п'яти найбільших емітентів протягом 2005-2013 років (див. **рис.**).

Як видно з рисунка, динаміка концентрації ринку корпоративних облигацій в Україні характеризується значною волатильністю – періоди зростання рівня концентрації змінюються різким зниженням. Проте в 2009-2013 роках рівень концентрації ринку корпоративних облигацій коливався в межах 25,17-58,77%, що свідчить про його висококонцентрованість та зосередженість серед обмеженого кола емітентів. У 2012 та 2013 роках питома вага випуску облигацій підприємствами державного сектору економіки в обсягах емісії облигацій найбільших п'яти емітентів становила 58,6 та 62,2% відповідно, що свідчить про провідну роль державних підприємств на ринку корпоративних облигацій України.

Зазначимо, що за видами економічної діяльності державних підприємств на ринку корпоративних облигацій України у 2005-2013 роках переважають випуски підприємств у галузях транспорту, енергетики та фінансового сектору.

Про важливу роль підприємств державного сектору економіки на ринку корпоративних облигацій України також свідчить список облигацій десяти підприємств, які користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку за 2013 рік. Серед них державні підприємства: «Донецька залізниця», Державне агентство автомобільних доріг України та «Одеська залізниця» [2].

Дослідивши емісійну діяльність підприємств державного сектору економіки на ринку корпоративних облигацій України, виділимо дві групи підприємств залежно від їх емісійної активності (див. **табл.**).

Що стосується підприємств, які діють лише на основі державної власності, то варто вказати на їх емісійну активність на ринку корпоративних облигацій України. Підкреслимо, що саме державні підприємства допомогли ринку корпоративних облигацій відновити свої позиції після кризи. Аналіз структури найбільших емітентів облигацій за суб'єктами господарювання за 2009 рік дає підстави зробити висновок, що в той період головними емітентами були державні підприємства: «Харківське державне авіаційне

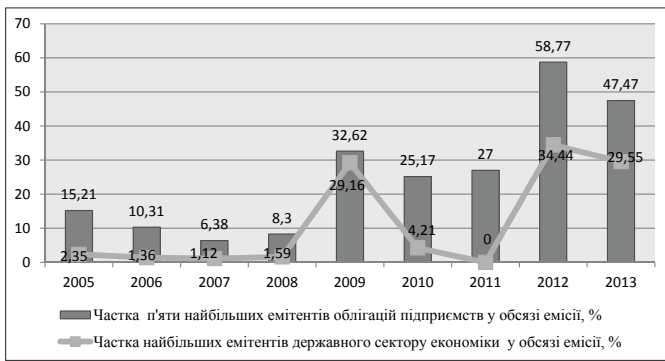
орденів Жовтневої революції та Трудового Червоного Прапора виробниче підприємство», «Київський авіаційний завод «Авіант», «Одеська залізниця», «Придніпровська залізниця» [2]. Їх сукупний обсяг випуску облигацій становив 89,4% від обсягу облигацій найбільших п'яти емітентів, тоді як приватні підприємства виявили пасивність щодо випуску таких цінних паперів.

В основному державні підприємства здійснюють випуск під певного інвестора, якими в більшості є банківські установи, адже при рефінансуванні

У статті визначено місце та роль підприємств державного сектору економіки на ринку корпоративних облигацій України. Обґрунтовано основні проблеми, які перешкоджають підприємствам державного сектору економіки використовувати корпоративні облигації в якості фінансового інструменту залучення інвестицій на фондовому ринку. Розроблено рекомендації, які допоможуть активізувати емісійну діяльність підприємств державного сектору економіки на ринку корпоративних облигацій України, що в загальному позитивно вплине на національну економіку.

In the article the place and role of public sector enterprises on the corporate bond market of Ukraine are defined. The main problems that prevent enterprises of the public sector from using corporate bonds as a financial instrument of attracting investments to the stock market. The recommendations that will help to intensify emission activity of state-owned enterprises in the corporate bond market of Ukraine, which generally will lead to a positive effect on the national economy, are elaborated.

Рисунок. Показники, що характеризують рівень концентрації ринку корпоративних облігацій у 2005-2013 роках



Джерело: побудовано автором за даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [2].

Таблиця. Поділ підприємств державного сектору економіки на групи за емісійною активністю на ринку корпоративних облігацій України

Група	Вид підприємства державного сектору економіки	Емісійна активність на ринку корпоративних облігацій України
1	Підприємства, що діють на основі лише державної власності	Висока емісійна активність
2	Підприємства, у статутному капіталі яких державна частка перевищує 50%	Низька емісійна активність

Джерело: розроблено автором.

банків Національний банк України може прийняти такі облігації в якості застави. Такий механізм у свою чергу сприятиме зниженню кредитної ставки комерційних банків зокрема та підвищення конкурентоспроможності національної економіки в цілому.

Щодо господарських товариств, де державна частка становить понад 50% статутного капіталу, то їх емісійна активність на ринку корпоративних облігацій України досить низька: за останні десять років тільки декілька підприємств здійснили випуск корпоративних облігацій, наприклад, ПАТ «Державний експортно-імпортерний банк України» та ПАТ «Державний ощадний банк України» у 2007 році, ПАТ «Аграрний фонд» у 2014 році.

На нашу думку, основною причиною такої низької емісійної активності господарських товариств, в яких державна частка в статутному капіталі перевищує 50%, є недосконалі дивідендна політика, що її реалізує держава як власник.

Відповідно до Закону України «Про управління об'єктами державної власності» [3] визначено, що «господарська організація, у статутному фонді якої є корпоративні права держави, за підсумками календарного року зобов'язана спрямувати частину чистого прибутку на виплату дивідендів». Уряд щорічно затверджує базовий норматив відрахування чистого прибутку на дивіденди, які сплачуються до Державного бюджету України, тому він не є сталою величиною. Зокрема, базовий норматив за результатами 2012 року становив 30%, за 2013 рік – у розмірі 50% прибутку, крім ПАТ «Ощадбанку» і енергетичних компаній, до яких застосовується державне регулювання цін. Для них була залишена норма на рівні 30%. У 2014 році базовий норматив планується на рівні 80% [4].

Отже, можна зробити висновок, що фіскальна спрямованість дивідендної політики підприємств державного сектору економіки та її досить «жорсткі» нормативи ускладнюють залучення фінансових ресурсів.

Аналізуючи дивідендну політику підприємств державного сектору економіки з погляду бюджетної ефективності за 2005-2013 роки, зазначимо, що частка дивідендів у доходах бюджету є низькою і коливається в діапазоні 0,1-1,7% [5; 6]. Отже, даний механізм дивідендної політики не задовольняє державу ні як власника корпоративних прав, ні як регулятора економічних відносин.

У зв'язку з вищенаведеним вважаємо, що потрібно змінювати чинний механізм реалізації дивідендної політики підприємств

державного сектору економіки на ринковий, який враховуватиме інтереси держави, інших акціонерів та потребу підприємства в інвестиціях. Запровадження такого підходу до дивідендів сприятиме наповненню бюджету за рахунок збільшення податкових платежів через покращення фінансово-господарської діяльності підприємств.

Також вважимо на те, що в ринкових умовах для здійснення емісії облігацій підприємствам необхідні значні ресурси, тому емітентами на ринку корпоративних облігацій можуть бути лише найпотужніші суб'єкти економіки. При цьому зазначимо, що на сьогодні фінансово-господарський стан більшості державних підприємств є незадовільним.

Фінансово-інвестиційна криза на підприємствах державного сектору економіки має переважно такі чинники:

1. Неможливість держави ефективно управляти великою кількістю підприємств державного сектору економіки.
2. Рівень збитковості державних підприємств обмежує їх фінансування за рахунок внутрішніх джерел.
3. Особливості управління фінансовою політикою підприємств державного сектору економіки практично не дозволяють залучити ресурси за допомогою фінансових інструментів фондового ринку.
4. Об'єктивна неможливість держави як власника забезпечити необхідні фінансові ресурси для інвестиційної діяльності належних їй підприємств за рахунок використання бюджетних коштів [7, с.65].
5. Відсутність зацікавленості в керівництва підприємств державного сектору економіки у забезпеченні ефективності їх роботи, що пов'язано з їх низьким професійним рівнем та відсутнім досвідом управління корпоративними правами держави, а також недостатньою відповідальністю за якість управління.

На нашу думку, для покращення фінансово-господарського стану підприємств державного сектору економіки потрібно внести зміни в чинну систему управління корпоративними правами держави, які включатимуть:

- покращення структури корпоративних прав держави: у власності держави потрібно залишити лише ті підприємства, в яких державна частка перевищує 50% статутного капіталу та які мають стратегічне значення для економіки країни. Господарські товариства, в яких державна частка не надає управлінських повноважень, потрібно продати;
 - незалежність рішень менеджменту державних підприємств від впливу певних політичних сил та фінансово-промислових груп;
 - удосконалення політики розвитку підприємств державного сектору економіки, що полягає у створенні єдиного органу, який управлятиме державними корпоративними правами та нести відповідальність за результати діяльності замість низки органів влади, в яких функції управління, з одного боку, і регулювання, здійснення контролю-наглядових заходів, з другого боку, конфліктують між собою;
 - докорінна зміна системи призначення керівників підприємств державного сектору економіки: збільшення відповідальності за якість управління, встановлення кореляції між заробітною платою менеджера та результатами підприємницької діяльності.
- Пасивність підприємств державного сектору економіки в залученні інвестиційних ресурсів на фондовому ринку значно погіршує їх позиції в конкурентній боротьбі з приватними компаніями та ставить під загрозу економічну безпеку країни. Тому на сьогодні питанням державної ваги є оптимізація політики залучення ресурсів підприємствами державного сектору економіки на ринку корпоративних облігацій України.
- На основі проведеного аналізу діяльності підприємств державного сектору економіки на ринку корпоративних облігацій України пропонується впровадити заходи щодо вдосконалення та активізації їх емісійної діяльності:
- покращення фінансово-господарського стану підприємств державного сектору економіки за рахунок зміни пріоритетів у системі управління корпоративними правами держави;
 - удосконалення механізму дивідендної політики, що полягає в розробці економічно обґрунтованих критеріїв для встановлення

нормативів відрахувань дивідендів до Державного бюджету України, які враховуватимуть фінансово-господарський стан підприємств та їх потребу в інвестиціях;

□ можливе надання державних преференцій при проведенні емісії облігацій найбільшим підприємствам – виробникам конкурентоспроможної продукції.

Впровадження вищенаведених заходів дасть змогу підприємствам державного сектору економіки вийти на якісно новий рівень розвитку, залучати інвестиції за допомогою фінансових інструментів фондового ринку, зокрема корпоративних облігацій, що дозволить модернізувати їх техніко-технологічну базу. Такі зміни сприятимуть виробництву високоякісної продукції та зростанню конкурентоспроможності на внутрішньому й зовнішньому ринках, унаслідок чого підприємства державного сектору стануть ядром розвитку національної економіки.

ВИСНОВКИ

Підприємства державного сектору економіки формують економічний потенціал країни, безпосередньо впливаючи на її соціально-політичний клімат, що за сучасних умов є надзвичайно важливим. Фінансово-інвестиційна криза і виробничий спад в Україні в певній мірі є результатом неефективної діяльності підприємств державного сектору економіки. Активізація емісійної діяльності підприємств державного сектору економіки на ринку корпоративних облігацій України забезпечить його поступове перетворення у високоєфективний сегмент і технологічний авангард національної економіки, здатний забезпечити вирішення соціально-економічних завдань та захист національних інтересів України.

CONCLUSIONS

The analysis allowed us to conclude that corporate bonds are a promising instrument for raising funds on the stock market of Ukraine for enterprises of the state sector of the economy. Depending on issue activity in the corporate bond market, we distinguish two types of enterprises in the state sector of the economy: companies operating on the basis of only the state property and enterprises in the authorized capital of which the state share exceeds 50%.

The main causes that make it impossible to attract resources through corporate bonds on the stock market business entities in which the state share in the authorized capital exceeds 50% dividend policy is imperfect, which implements the state as the owner and unsatisfactory financial state of most public enterprises.

The passivity of the enterprises of the public sector in attracting investment resources for stock market significantly worsens their position in competition with private companies and threatens the economic security of the country. So today a matter of national importance is to optimize the policy of attracting resources by

enterprises of the public sector on the corporate bond market of Ukraine.

On the basis of the analysis of activity of enterprises of the public sector on the corporate bond market of Ukraine, it is proposed to introduce measures to improve and enhance their emission activities:

1. Improvement of financial and economic state of enterprises of the public sector due to changing priorities in the management system of corporate rights of the state.

2. Improvement of the mechanism of dividend policy, which is to develop a cost-based criteria for setting regulatory fees dividends to the state budget of Ukraine, which will take into account the financial state of enterprises and their investment needs.

3. Perhaps the provision of public preferences in order to issue bonds of the largest enterprises-producers of competitive products.

Activation of the emission activity of the enterprises of the public sector on the corporate bond market of Ukraine will provide its gradual transformation into high-performance segment and the technological vanguard of the national economy, capable of solving socio-economic problems and the protection of national interests of Ukraine.

ЛІТЕРАТУРА

1. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій: підручник / В.М. Суторміна. – К.: КНЕУ, 2004. – 566 с.
2. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua>.
3. Закон України «Про управління об'єктами державної власності» № 185-V від 21.09.2006 року.
4. «Мінекономрозвитку пропонує направити на дивіденди 80% прибутку держкомпаній» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.theinsider.ua/business/5510007f19eb0/>.
5. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ukrstat.gov.ua.
6. Офіційний сайт Фонду державного майна України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.spfu.gov.ua.
7. Леонов Д. А., Стеценко Б. С. Підприємства державного сектору економіки на ринку акцій в Україні: проблемні питання / Д. А. Леонов, Б. С. Стеценко // Фінанси, облік і аудит: зб. наук. праць. – 2008. – №12. – С. 60-69.

REFERENCES

1. Sutormina V.M. Finansy zarubizhnykh korporatsiy: pidruchnyk [Finances of foreign corporations: manual]. Kyiv, KNEU, 2004, 566 p. [in Ukrainian].
2. The official site of the National Commission on Securities and Stock Market. Available at: <http://www.nssmc.gov.ua> [in Ukrainian].
3. The Law of Ukraine "On state property", no. 185-V of 21.09.2006 [in Ukrainian].
4. "The Ministry of Economic Development offers to direct dividend of 80% of the profits of state companies." Available at: <http://www.theinsider.ua/business/5510007f19eb0/> [in Ukrainian].
5. The official website of the State Statistics Service of Ukraine. Available at: www.ukrstat.gov.ua [in Ukrainian].
6. The official website of the State Property Fund of Ukraine. Available at: www.spfu.gov.ua [in Ukrainian].
7. Leonov D.A., Stetsenko B.S. Pidpryyemstva derzhavnoho sektoru ekonomiky na rynku aktsiy v Ukraini: problemni pytannya [Public sector enterprises on the stock market of Ukraine: challenges]. Finansy, oblik i audyt: zb. nauk. prats', 2008, no. 12, pp. 60-69 [in Ukrainian].



UKRAINIAN JOURNAL
«ЕКОНОМІСТ»

Український журнал
«ЕКОНОМІСТ»
з 2011 року представлений
у міжнародній економічній
наукометричній базі RePEc.
У зв'язку з розширенням
розміщення публікацій
в RePEc з 2013 року

ЗМІНЮЮТЬСЯ ВИМОГИ
до змісту статей.
Уважно слідкуйте
за інформацією
в наступних
номерах журналу
і на сайті
<http://ua-ekonomist.com>