



Сергій МОШЕНСЬКИЙ

## **ФОРМУВАННЯ ПОНЯТІЙНОГО АПАРАТУ РИНКУ ОБЛІГАЦІЙ В УКРАЇНІ: ПРОБЛЕМИ ЗАСТОСУВАННЯ ТЕРМІНІВ “ОБЛІГАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ” І “КОРПОРАТИВНІ ОБЛІГАЦІЇ”**

*Розкрито сутність понять “облігації підприємств” і “корпоративні облигації” з урахуванням зарубіжного досвіду (зокрема, США, Німеччини, Франції) та українських реалій. Доведено, що необґрунтоване перенесення поняття “корпоративні облигації” на облигації українських емітентів, більшість з яких не є корпоративними, є безпідставним. Аргументовано, що більш адекватним для української практики є поняття “облігації підприємств”. Зважаючи на поширення в Україні поняття “корпоративні облигації” і для усунення термінологічних суперечностей запропоновано закріпити на законодавчому рівні зміст цих понять.*

*The essence of notions “enterprise bond” and “corporate bond” taking into account foreign experience (in particular, the USA, Germany, France) and Ukrainian realities is exposed. Transferences of notion “corporate bond” on the bond of the Ukrainian issuers, majority of which is not corporate, are proved to be groundless. The notion “enterprise bond” is proved to be more adequate in Ukrainian practice. Because of spreading in Ukraine the notion “corporate bonds” and for avoiding terminology contradictions the content of these notions is offered to be legalized.*

Із розвитком ринку облигацій в Україні розпочався процес формування відповідного понятійного й термінологічного апарату. Поняття “корпоративні облигації”, що виникло в США і є поширеним в інших країнах з розвиненими фінансовими ринками, застосовується і в Україні. Це поняття останнім часом дедалі частіше зустрічається в публікаціях українських науковців і практиків, фінансових аналітиків. Однак, слід зауважити, що в чинному законодавстві України такий термін відсутній, натомість використовується поняття “облігації підприємств”. Застосування в наукових дослідженнях і в практичній діяльності різ-

них назв одного й того самого фінансового інструмента – облигацій, емітованих підприємствами – перешкоджає розумінню його економіко-правової суті.

На жаль, але в працях українських дослідників сутність поняття “облігація підприємства”, практично не розглядалась. В Росії цьому питанню частково приділили увагу С. В. Лялін та Я. М. Міркін. У країнах з розвиненими фінансовими ринками такої проблеми взагалі не існує, оскільки тут термінологія щодо облигацій є усталеною.

Відтак, метою даного дослідження є уточнення понятійної сутності термінів

“облігації підприємств” і “корпоративні облігації”.

Згідно зі ст. 3 Закону України “Про цінні папери і фондову біржу” [1] *облігації підприємств* є окремим видом облігацій. В частині 3 ст. 10 цього закону зазначено: “Випускаються облігації таких видів: а) облігації внутрішніх і місцевих позик; б) облігації підприємств”. Водночас в частині 4 ст. 10 уточнено, що: “Облігації підприємств випускаються підприємствами всіх, передбачених законом форм власності, об’єднаннями підприємств, акціонерними та іншими товариствами”. Варто звернути увагу і на те, що облігації підприємств не дають їх власникам права на участь в управлінні.

В деяких країнах з розвиненими ринками цінних паперів, зокрема в США, де облігації підприємств є одним з основних джерел одержання кредиту, цей вид цінних паперів має загально-визнану назву *корпоративні облігації* (corporate bond). Науковці цих країн розглядають їх як різновид корпоративних цінних паперів – інструментів, що випускаються національними організаціями в національній валюті, іноді за участю національних банків [2, 55]. Ф. Фабоцці визначає корпоративні облігації як цінні папери, випущені корпораціями – компаніями корпоративного сектора ринку облігацій, який він чітко відділяє від державного і муніципального секторів [3, 14]. У країнах Заходу більшість випусків корпоративних облігацій на внутрішніх ринках здійснюється через синдикати національних банків та установи довірчої власності.

Натомість вітчизняні науковці використовують три різних поняття:

1) “облігації підприємств” (В. В. Воловик [4, 270], О. І. Онуфрієнко [5, 50], Н. С. Кузнецова та І. Р. Назарук [6, 21]);

2) “корпоративні облігації” (О. М. Мозговий [7], О. С. Яворська [8]);

3) “інституційні облігації” (І. І. Пилипенко та О. П. Жук [9]; В. І. Павлов та І. В. Кривов’язюк [10].).

Прихильники останнього підходу визначають інституційні облігації як облігації, що випускають юридичні особи, які займаються підприємницькою діяльністю. Термін “інститут” вони використовують для узагальненої назви компаній, корпорацій і господарських товариств, що випускають інституційні облігації з метою запозичення додаткових коштів, а в окремих випадках і для інших цілей (наприклад, для збільшення акціонерного капіталу шляхом обміну облігацій на акції або з метою придбання контрольного пакета акцій іншого емітента) [9, 90]. Однак поняття “інституційні облігації” не набуло поширення.

Поняття “корпоративні облігації” використовується в Україні не тільки в економічній теорії та практиці, а й в юридичній. Зокрема О. С. Яворська, автор коментарів до гл. 14 ЦК України, виділяє серед облігацій “недержавні – корпоративні, які випускаються підприємствами, організаціями” [8, 270]. Натомість В. Воловик, називає облігації, емітентами яких є юридичні особи, облігаціями підприємств [4, 270]. О. І. Онуфрієнко зазначає, що на законодавчому рівні облігації поділяються на види залежно від типу емітента: 1) облігації внутрішніх і місцевих позик; 2) облігації зовнішніх державних позик; 3) облігації підприємств [5, 50].

Сучасні російські дослідники використовують переважно поняття “корпоративні облігації”. Зокрема, наприклад, Я. М. Міркін підкреслює, що термін “корпоративна облігація” є економічним поняттям. Цей термін використовується в сучасних російських нормативних документах, але його юридичного визначення не існує. Тому для уточнення сутності поняття “корпоративна облігація” М. Міркін пропонує застосувати метод виклю-

чення, і, відповідно, відносити до корпоративних облігацій будь-які облігації крім тих, що випускаються від імені держави, її суб'єктів та муніципальних інституцій. Таким чином, на думку Я. М. Міркіна, всі ті облігації, що не належать до державних і муніципальних, можна вважати корпоративними [11, 26–27].

За С. В. Ляліним, поняття “корпоративні облігації” означає, що їх емітентом є корпорація (акціонерне товариство) [12, 18]. О. М. Решетіна визначає корпоративні емісійні цінні папери як такі, що випускаються комерційною організацією (господарським товариством), заснованою на принципі поєднання участі й капіталів. Ці папери надають власникові права, визначені відповідними положеннями законодавства [13].

Узагальнюючи вищезазначене, ми в цілому поділяємо думку С. В. Ляліна про те, що поняття “облігації підприємств” також має право на існування і використовується для позначення облігацій, що випускають не тільки корпорації (акціонерні товариства), а й компанії (підприємства) усіх форм власності. Разом з тим, варто наголосити, що С. В. Лялін вважає, що в реальній практиці найбільшу кількість облігацій випускають саме корпорації, тому доцільно визнати тотожність понять “корпоративні облігації” та “облігації підприємств” і застосовувати поняття “корпоративні облігації” як найбільш поширене [12, 18].

Поняття “корпоративні облігації” дедалі більше поширюється в багатьох економічно розвинених країнах внаслідок впливу фінансового ринку США (зокрема, впливу на становлення міжнародної термінології щодо облігацій). Однак у Франції, наприклад, використовується власний термін – “облігації, випущені приватними юридичними особами” (*obligations émises par des entités privées*) [14]. Крім того, тут одночасно вживають-

ся терміни “*obligations de sociétés*” (облігації компаній) на відміну від “*obligations d'Etat*” (державні облігації), “*obligation de sociétés non financières*” (облігації нефінансових компаній), “*obligation de l'entreprise*” (облігації підприємств). Останній термін використовується не тільки стосовно приватних, а й державних підприємств. Більше того, Банк Франції в офіційних документах застосовує поняття “*obligations des sociétés privées*” – облігації приватних компаній.

У Німеччині, крім національного терміну “облігації підприємств” (*Unternehmensanleihen*) [15], набув поширення термін “корпоративні облігації”, тому всі інші назви таких облігацій в офіційних документах німецьких банків перекладаються як “*corporate bond*”.

У Польщі поняття “корпоративні облігації” є загальноживаним, зокрема на офіційному рівні. Державний орган – Комісія з цінних паперів та бірж (*Komisja Papierów Wartościowych i Giełd*) – використовує поняття “корпоративні облігації”, а Варшавська біржа цінних паперів (*Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S. A. – GPW*) застосовує класифікацію облігацій, серед яких одним з видів є *obligacje korporacyjne* – корпоративні облігації.

Водночас, в Україні як і в деяких інших пострадянських державах відбулося нічим не обґрунтоване перенесення цього поняття на облігації усіх підприємств, хоча більшість з них не є корпораціями за організаційно-правовою формою. Переважна більшість підприємств – емітентів облігацій, зареєстрована у формі товариств з обмеженою відповідальністю (ТОВ). Це пояснюється тим, що підприємства акціонерної форми власності не мають права емітувати облігації на суму, що перевищує 25% статутного фонду. На підприємства іншої форми власності (зокрема ТОВ) ці обмеження не розпов-

суджуються. Враховуючи вищезазначене поняття “облігації підприємств” більш адекватно відображає сутність облігацій, поширених в Україні.

Постає питання, чи можна вважати облігації банківських та фінансових установ корпоративними облігаціями, чи доцільно виокремити їх в особливий тип. Так, наприклад, Ф. Фабоцці включає банківські облігації до корпоративних, поділяючи останні на чотири види залежно від типу емітента: 1) облігації компаній комунального обслуговування; 2) транспортних компаній; 3) промислових компаній; 4) банківських і фінансових установ. До облігацій промислових компаній Ф. Фабоцці відносить облігації компаній, що виробляють і продають товари, або надають послуги, зауважуючи, що раніше в індексах ринку облігацій США (наприклад, *Lehman Brothers U. S. Aggregate Bond Index*) корпоративні облігації розглядалися як окремий сектор ринку, а нині вони включені до кредитного сектора [3, 201].

Відомий український науковець О. Мозговий теж відносить облігації банківських установ до корпоративних облігацій [16, 126]. Такої ж думки притримується О. І. Онуфрієнко зауважуючи, що частина 3 ст. 10 Закону України “Про підприємства” передбачає можливість випуску облігацій об’єднань підприємств, а частина 2 ст. 3 цього ж Закону відносить до об’єднань підприємств консорціуми, визначаючи їх як “тимчасові статутні об’єднання промислового і банківського капіталу для досягнення спільної мети”. Строки обігу облігацій таких об’єднань промислового і банківського капіталу не обмежені терміном існування самих цих об’єднань [5, 54].

С. В. Лялін зауважує, що у широкому розумінні поняття “корпоративні облігації” означає всі облігації підприємств незалежно від їх галузевої належності

(іноді такі облігації називають облігаціями приватного сектора на відміну від державних облігацій). Проте у вузькому значенні поняття “корпоративні облігації” доцільно застосовувати лише стосовно облігацій, випущених нефінансовими підприємствами, і саме тому іноді використовується поняття “індустріальні облігації” та “облігації нефінансових корпорацій” [12, 18].

*Підсумовуючи вищезазначене, приходимо до таких висновків і узагальнень.*

По-перше, поняття “облігації підприємств” і “корпоративні облігації” можна розглядати як близькі за змістом, але не тотожні. Для українського фінансового ринку поняття “облігації підприємств” є більш адекватним, хоча недоцільно ігнорувати очевидний факт поширення поняття “корпоративні облігації”. Проте використання останнього терміна щодо облігацій, емітентами яких є підприємства неакціонерних форм власності, є, на нашу думку, наслідком механічного перенесення англо-американської назви облігацій акціонерних товариств. З принципової точки зору, він є доречним лише для облігацій акціонерних товариств.

По-друге, термін “облігації підприємств” є ширшим за змістом оскільки стосується не лише облігацій акціонерних товариств, але й облігацій підприємств інших форм власності. Потрібно також розрізняти облігації підприємств фінансового та нефінансового секторів. Зважаючи на вітчизняну практику, доводиться констатувати, що в Україні поширилася тенденція використовувати термін “корпоративні облігації” як у широкому значенні – облігації підприємств фінансового і нефінансового секторів економіки, так і у вузькому – облігації лише підприємств нефінансового сектора, а саме торговельно-виробничих підприємств.

По-третє, використання поняття “корпоративні облигації” як назви облигацій підприємств різних форм власності має бути обґрунтованим не тільки в економічному, а й в юридичному сенсі. Тому для усунення термінологічних суперечностей потрібно було б чітко визначити на законодавчому рівні зміст цього поняття. При цьому варто звернути увагу на те, що має інше значення, ніж на фінансовому ринку США й використовується не в його початковому, автентичному значенні, а як назва облигацій підприємств різних форм власності.

Подальші дослідження із даної проблематики передбачають аналіз способів узгодження понять “корпоративні облигації” та “облигації підприємств” на законодавчому рівні та вироблення конкретних практичних рекомендацій у цьому аспекті.

### Література

1. Закон України “Про цінні папери і фондову біржу” // *Відомості Верховної ради*. – 1991. – № 38.
2. *Рынок облигаций: Пер. с англ.* — М.: Альпина Паблишер, 2003. — С. 55.
3. Фабоцци Ф. Д. *Рынок облигаций: Анализ и стратегии. Пер. с англ.* — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
4. *Цивільний кодекс України: Науково-практичний коментар: У 2 ч. Ч. 1. / За заг. ред. Я. М. Шевченка.* — К.: Концерн “Видавничий дім “Ін Юре”, 2004.
5. Онуфрієнко О. І. *Правове регулювання випуску та обігу емісійних цінних паперів в Україні (12.00.04. — Господарське право; арбітражний процес). Дис. ... канд. екон. наук.* — К.: КНУ ім. Т. Шевченка, 2000.
6. Кузнецова Н. С., Назарук І. Р. *Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування.* — К.: Юрінком Інтер, 1998. — С. 21.
7. Мозговий О. М. *Формування системи регулювання фондового ринку України (08.04.01. — Фінанси, грошовий обіг і кредит). Дис. ... д-ра екон. наук.* — К.: КНЕУ, 1999.
8. *Науково-практичний коментар Цивільного кодексу України / За ред. В. М. Коссака.* — К.: Істина, 2004.
9. Пилипенко І. І., Жук О. П. *Цінні папери в Україні.* — К.: ІВЦ Держкомстату України, 2001.
10. Павлов В. І., Пилипенко І. І., Кривов’язюк І. В. *Цінні папери в Україні.* — К.: Кондор, 2004.
11. Миркин Я. М. *Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций.* — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
12. Лялин С. В. *Корпоративные облигации: мировой опыт и российские перспективы.* — М.: ООО “ДЭКС-ПРЕСС”, 2002.
13. Решетина Е. Н. *Правовая природа корпоративных эмиссионных ценных бумаг.* — М.: ОАО “Изд. дом Городец”, 2005.
14. *Rapport 2004 de l’AMF sur les agences de notation* ([www.amf-france.org/documents/general/5845\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/5845_1.pdf)). Див. переклад цього ж тексту англійською мовою ([www.amffrance.org/documents/general/6337\\_1.pdf](http://www.amffrance.org/documents/general/6337_1.pdf)).
15. Аналітичний звіт “*Neuere Entwicklungen am Markt für Unternehmensanleihen*” ([www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200404mba\\_anleihen.pdf](http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200404mba_anleihen.pdf)). Переклад цього документа англійською мовою — “*Recent developments in the corporate bond market*” [www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200404mb\\_en\\_bondmarket.pdf](http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200404mb_en_bondmarket.pdf)).