



Тетяна НІЧОСОВА

ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ КРАЇН, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ

Виявлено основні тенденції, що відбуваються на світовому ринку корпоративних облігацій, досліджено особливості розвитку та становлення ринків корпоративних облігацій, в країнах, що розвиваються. На основі проведеного дослідження запропоновано комплекс заходів, що сприятиме якісному зростанню вітчизняного ринку корпоративних облігацій.

Basic tendencies of the world corporate bond market are determined, the peculiarities of the developing countries corporate bond market development and formation are studied, action plan to promote domestic corporate bond market growth based on the relevant research is proposed.

Незважаючи на кількісне зростання обсягів ринку корпоративних облігацій, якісне зростання цього сегменту фінансового ринку в Україні відбувається дуже повільно, і доки ефективний та висококонкурентний ринок корпоративних облігацій поки що не сформований. Зважаючи на валютно-фінансову інтеграцію, першим кроком в цьому напрямку має стати дослідження та розуміння загальносвітових тенденцій функціонування та розвитку ринків корпоративних облігацій, та розробка на їх основі відповідних заходів щодо побудови ефективно функціонуючого, конкурентного вітчизняного ринку корпоративних облігацій.

Проблемам функціонування ринку корпоративних облігацій упродовж ос-

таних кількох років присвячено багато наукових праць. Серед вітчизняних та російських дослідників, які займалися даною проблематикою, можемо виділити таких як М. Алексєєв, М. Гольцберг, Т. Гордіца, Е. Кравченко, В. Корнєєв, Я. Міркін, О. Мозговий, В. Оскольський, Б. Рубцов. Вивчаючи світовий досвід функціонування ринку корпоративних облігацій, дослідники зосереджують свою увагу виключно на розвинених країнах, таких як США, Німеччина, Японія, Великобританія, Франція, де ринок корпоративних облігацій вже сформовано.

З нашої точки зору, на сьогоднішній день практично не висвітленим залишається питання становлення та розвитку ринку корпоративних облігацій в країнах, що розвиваються, яке, зважа-

ючи на сучасний стан розвитку вітчизняного ринку корпоративних облігацій в Україні, є надзвичайно важливим та актуальним.

У даній статті ми спробуємо розкрити основні тенденції, що відбуваються на світовому ринку корпоративних облігацій, дослідити особливості розвитку та становлення ринків корпоративних облігацій, в країнах, що розвиваються. На основі проведеного дослідження будуть визначені можливі заходи щодо якісного зростання вітчизняного ринку корпоративних облігацій.

Майже до 90-х років ХХ ст. в більшості країн світу основним джерелом залучення коштів підприємствами виступало банківське кредитування. Однак, як відомо, в такому разі економічна система більшою мірою є залежною від банківської системи, а отже, має більший систематичний ризик у порівнянні з економічною системою, де поряд із банківським кредитуванням активно використовуються ринкові інструменти залучення коштів. Більш конкретні аргументи на користь фінансових систем з розвиненим ринком корпоративних облігацій виглядають таким чином [1; 2]:

1) банківська система за своєю природою піддається значному системному ризику, оскільки банки є фінансовими інститутами з високим рівнем фінансового ризику. Неповорнення банківських кредитів може спровокувати крах конкретного банку, а це, у свою чергу, може викликати загальну кризу банківської системи в країні – падіння довіри вкладників, відтік коштів з рахунків, банкрутство інших банків. Чим більшою є частка ринку корпоративних облігацій у фінансовій системі країни, тим меншою є ймовірність такого розвитку подій. Прикладом того, як фінансові системи з надмірною роллю банків піддаються кризам, є події в Південно-Східній Азії в 1997–1998 рр.;

2) розвинений фінансовий ринок, включаючи ринок корпоративних облігацій, здатний краще й точніше оцінювати кредитний ризик, ніж банківська система. Кредитна політика банків буває занадто суб'єктивною, оскільки найчастіше значна частина фінансування здійснюється дуже невеликим колом банків, а ухвалення рішення про видачу кредиту може здійснюватися не на основі докладної інформації про позичальника, а на основі особистих зв'язків. Навпроти, ринок корпоративних облігацій припускає широке коло учасників, які прямо зацікавлені в тому, щоб точно оцінити ризик даних зобов'язань і врахувати його в процентній ставці. Однак така тенденція спостерігається лише на добре розвинутих ринках корпоративних облігацій, які представлені значною кількістю суб'єктів і де ступінь контролю над ринком з боку окремих суб'єктів є незначним;

3) у багатьох країнах існує практика державної підтримки проблемних банків, що може підсилювати недосконалості банківської системи. Державна підтримка породжує проблему несумлінного поведіння (*moral hazard*): банки можуть вкладати кошти в надто ризиковані проекти, знаючи, що держава в будь-якому разі допоможе їм вийти із кризи при несприятливому розвитку подій. При фінансуванні за допомогою корпоративних облігацій дана ситуація неможлива;

4) у країнах, що відносяться до банко-орієнтованих систем, зазвичай спостерігається висока концентрація в банківському секторі, (коли 3–5 найбільших банків контролюють більше 80% галузі). Фактично це означає, що кредитний ринок стає монополізованим. Така монополія, як можна припустити із загальних міркувань щодо монополістичних ринків, призводить до неоптимального розподілу кредитних ресурсів, і в кінцевому підсум-

ку гальмує економічне зростання у країні. Розвиток ринку корпоративних облігацій є значним чинником для розвитку небанківських фінансових інститутів: страхових компаній, пенсійних і особливо пайових інвестиційних фондів;

5) банки перебувають під надто жорстким державним контролем.

Саме тому, не дивно, що після Азійської кризи та рецесії в Японії протягом 1990-х років [3, 5] ринок корпоративних облігацій став важливим джерелом фінансування корпоративного сектора економіки, як в розвинутих країнах, так і в країнах, що розвиваються [4]. Використання ринкового механізму при розміщенні та оцінці кредитних ресурсів в межах ринку корпоративних облігацій забезпечить більшу ефективність у розміщенні вільних фінансових ресурсів та сприятиме більшій прозорості ринку. Розвинений та ліквідний ринок корпоративних облігацій дозволить підприємствам залучати довгострокові внутрішні ресурси, таким чином уникаючи валютного ризику та ризику невідповідності строків активів та пасивів, від якого постраждало багато підприємств під час азійської кризи [5]. Уряди цих країн визнали важливість встановлення розвинутого, ліквідного ринку корпоративних облігацій та зробили перші кроки, спрямовані на досягнення цієї мети. Так, наприклад, в Азії були засновані облігаційні фонди (Asian Bond Funds, ABF), метою діяльності яких став розвиток внутрішніх ринків облігацій [6, 5].

Відомо, що на практиці не існує універсальних практик чи реформ, що забезпечили б розвиток ринку корпоративних облігацій. Однак, досвід багатьох країн свідчить про те, що існує сукупність певних вихідних умов, без яких розвиток ринку корпоративних облігацій був би неможливим. В розвинутих країнах, де ринок корпоративних облігацій більш

розвинутий, інституціональні та методологічні основи відіграють значну роль у його ефективному функціонуванні. В країнах, що розвиваються, передумови, необхідні для ефективного функціонування ринку корпоративних облігацій не завершили свого становлення чи взагалі відсутні. Тому, для формування конкурентного ринку корпоративних облігацій необхідними є планування та реалізація реформ, що є ключовими для розвитку цього ринку.

У країнах, що розвиваються, місцеві ринки корпоративних облігацій поступово стають альтернативним джерелом залучення коштів як для приватного, так і державного секторів економіки. Зусилля урядів цих країн, спрямовані на розвиток ринку корпоративних облігацій, у поєднанні з зусиллями корпоративного сектору сприяли швидкому розвитку місцевих ринків облігацій. В Азії та Латинській Америці зниження обсягів банківського кредитування упродовж кризових років супроводжувалося зростанням випусків корпоративних облігацій. Додатковим поштовхом до випуску корпоративних облігацій у країнах Азії були недостатність банківського фінансування та необхідність в реструктуризації фінансових звітів. В країнах Латинської Америки ключовим елементом у розвитку ринку облігацій стали швидкий розвиток місцевих інституціональних інвесторів у поєднанні зі значними потребами у рефінансуванні корпоративного сектора [7].

Незважаючи на те, що держава та фінансові компанії залишаються основними емітентами облігацій в національній валюті, однак облігації корпорацій займають на фінансових ринках не менш важливе місце (рис. 1). Так, на кінець 2004 р. в розвинутих країнах (країни Євросоюзу, Японія, США) облігації, випущені державою, фінансовими

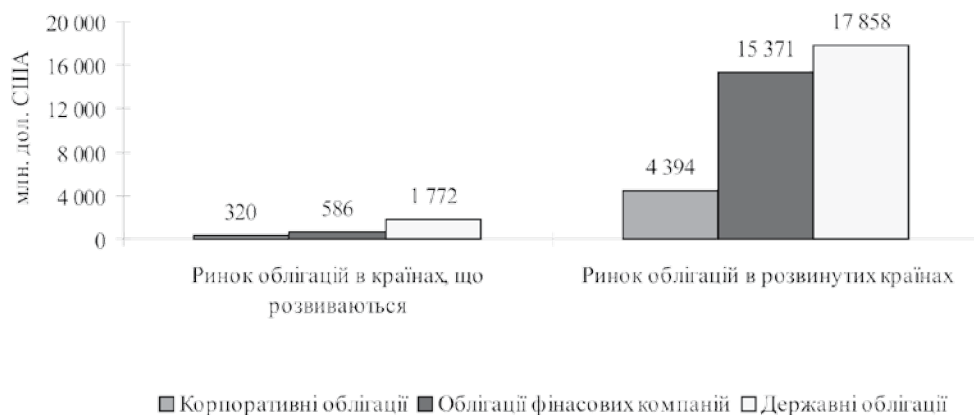


Рис. 1. Ринок облігацій в розвинутих країнах та країнах, що розвиваються, 2004 р. [8]

компаніями та підприємствами складала відповідно 67%, 57% та 16% від ВВП. В країнах, що розвиваються (Африка, ПАР, Азія, Китай, Гонконг, Індія, Корея, Малайзія, Таїланд, Європа, Чехія, Угорщина, Польща, Росія, Туреччина, Латинська Америка, Аргентина, Бразилія, Чілі, Колумбія, Мексика, Перу), частка таких випусків складає відповідно 25%, 8% і 5%.

Розмір внутрішніх ринків корпоративних облігацій значно відрізняється між країнами. Серед розвинутих країн, найбільшу частку ринку корпоративних облігацій у ВВП мають США (22%), трохи меншу – Японія (16%) та країни Євросоюзу (10%). Для більшості країн, що розвиваються, обсяги ринку корпоративних облігацій залишаються незначними. Однак, в Малайзії та Кореї обсяги ринків корпоративних облігацій як частка від ВВП є найбільшими в світі: 38% та 21% відповідно. Ринок корпоративних облігацій в Таїланді досяг 12% від ВВП у 2004 році. В Латинській Америці за розмірами ринку корпоративних облігацій виділяється Чілі, де частка ринку становить 11% від ВВП (рис. 2).

Зростання обсягів ринків облігацій почалося з 1990 року. Упродовж 1999–2003 рр. середньорічний випуск корпоративних облігацій у США складав

близько 900 млрд. дол. США порівняно з 280 млрд. дол. США у 1994 році. В країнах Євросоюзу обсяг ринку складав близько 550 млрд. дол., що в чотири рази більше за обсяги 1994 року. В Японії зростання ринку облігацій відбулося завдяки майже двократному збільшенню обсягів державних облігацій з 250 млрд. дол. до 450 млрд. дол. США. В деяких країнах, що розвиваються, також відмічалось зростання ринку обсягів випусків корпоративних облігацій з середини 1990-х років. Циклічність економіки та необхідність в диверсифікації джерел залучення фінансування стали рушійною силою в розбудові внутрішнього ринку корпоративних облігацій. Тоді як в Азії відбувалося зростання внутрішніх ринків корпоративних облігацій, компанії Латинської Америки в основному виходили на іноземні ринки позичкового капіталу. Однак після кризи у 1998 році, компанії почали виходити на внутрішній ринок корпоративних облігацій.

Ринок корпоративних облігацій був майже відсутній в розвинутих країнах до початку 90-х років ХХ ст., окрім США, де історично склалося так, що внутрішній ринок корпоративних облігацій був важливим джерелом фінансування кор-

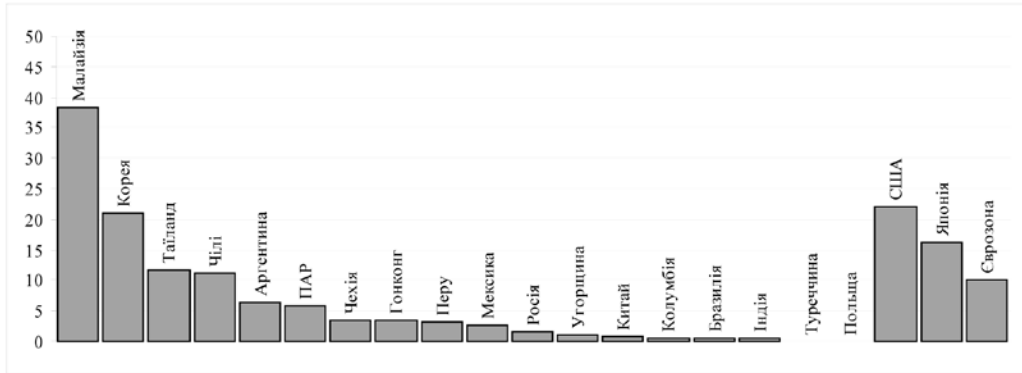


Рис. 2. Частка ринку корпоративних облігацій у ВВП по країнах, 2004 р. [8]

поративного сектору. У другій половині 90-х років ХХ ст. як в країнах Євросоюзу, так і в Японії, частка традиційного банківського кредитування у фінансуванні середніх та великих компаній почала зменшуватися. В Японії ринок корпоративних облігацій був занадто регульованим до 1985 року. Зменшення регулювання, створення рейтингових агентств та початок торгівлі ф'ючерсами на облігації, що активізувалася після лібералізації фінансових трансакцій в середині 1990-х років, проведення "Big-Bang" реформ, відповідно до яких скасовувався податок на трансакції, відбулося дерегулювання брокерських компаній, була вдосконалена законодавча база, яка дозволяла банкам випускати незабезпечені облігації, сприяли розвитку ринку цінних паперів в Японії [5].

Обсяги випусків корпоративних облігацій в країнах, що розвиваються, також почали збільшуватися, починаючи з середини 1990-х років (табл. 1). В Азії, ринок корпоративних облігацій в середньому збільшився з 4,3% від ВВП до 8,4% від ВВП. Ринки корпоративних облігацій Малайзії та Кореї досягли найбільшого розміру в 2001 році (48% від ВВП) та у 2002 році (30% від ВВП) відповідно. В Таїланді обсяг випущених облігацій збільшився майже вдвічі

та становив 11% від ВВП у 2003 році. В країнах Латинської Америки обсяги ринків корпоративних облігацій збільшилися більше, ніж в два рази упродовж 1997–2003 років, зокрема, обсяг ринку корпоративних облігацій в Чілі становив 11% від ВВП. Зростання обсягів ринків корпоративних облігацій в Центральній та Східній Європі було менш помітним через домінування банківського сектору на фінансовому ринку. Виключенням є Чеська Республіка, де зростання ставок за банківськими кредитами упродовж 1993–1997 рр. стали причиною виходу компаній на ринок корпоративних облігацій. Зростання внутрішнього ринку призупинилося в 2004 році, оскільки ставки на банківські кредити почали знижуватися, а потреби компаній у фінансуванні скорочуватися.

Однак, незважаючи на існуючий прогрес на ринку корпоративних облігацій, в багатьох країнах, що розвиваються, швидке зростання обсягів ринку пояснювалося циклічними коливаннями. Потреби у фінансуванні національних компаній після кризи були основними причинами зростання обсягів ринків корпоративних облігацій, особливо в Азії та Мексиці. Стимулюванню розвитку ринку корпоративних облігацій також сприяли зниження інфляції, зростання

Таблиця 1

Обсяги емісії корпоративних облігацій протягом 1998–2004 рр. [8]

у % до ВВП

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ринки, що розвиваються	4,5	3,9	3,9	4,2	5,1	3,9	2,8	4,6	5,3	4,9	5,3	6,0	5,9	5,2
Африка	10,6	9,2	8,7	8,4	7,6	6,5	6,3	6,0	5,6	5,3	4,6	7,0	6,6	6,7
ПАР	10,6	9,2	8,7	8,4	7,6	6,5	6,3	6,0	5,6	5,3	4,6	7,0	6,6	6,7
Азія	6,6	5,1	5,0	5,9	7,5	6,6	4,3	7,7	8,1	7,8	8,3	8,9	8,4	7,1
Китай	1,5	1,2	0,9	0,7	0,6	0,5	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	0,7
Гонконг	0,8	0,9	0,9	1,4	2,1	1,9	2,1	2,0	3,7	3,6	4,2	4,4	4,1	3,5
Індія	0,0	0,1	0,4	0,2	—	0,0	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4
Корея	15,3	15,8	15,7	16,4	16,5	17,4	10,8	31,5	26,1	23,0	26,8	29,9	27,7	23,4
Малайзія	6,1	7,9	8,8	15,3	17,6	23,3	20,8	33,8	43,2	45,2	47,7	40,7	43,3	38,2
Таїланд	6,8	6,6	6,6	7,4	7,7	8,8	6,0	10,4	11,6	11,5	12,9	12,1	13,5	12,2
Європа	0,3	0,7	1,1	0,4	0,7	0,4	0,5	1,2	1,6	1,0	1,2	1,5	1,6	1,9
Чеська Республіка	—	0,0	0,3	0,4	0,7	1,1	1,2	1,3	1,8	3,1	3,1	3,9	3,8	4,0
Угорщина	0,3	0,5	0,3	0,2	0,4	0,4	1,5	1,1	1,3	1,5	1,5	1,4	1,2	1,2
Польща	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Росія	...	...	...	...	...	...	...	...	...	0,5	0,7	1,0	1,2	1,6
Україна [8;9]											0,3	1,8	1,5	1,1
Туреччина	0,3	0,8	1,4	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	...	...	...
Латинська Америка	1,2	1,5	1,8	1,3	1,3	0,7	1,0	1,1	1,3	1,4	1,7	2,0	2,4	2,8
Аргентина	0,1	0,2	0,8	1,1	1,2	1,3	1,9	2,4	2,6	2,6	2,7	8,6	6,8	6,3
Бразилія	...	...	...	...	...	0,1	0,6	0,3	0,4	0,6	0,6	0,4	0,5	0,7
Чілі	4,7	4,3	4,3	4,4	3,3	3,0	2,3	2,9	3,6	4,8	8,9	11,1	13,5	12,3
Колумбія	0,2	0,3	0,6	0,7	0,9	0,8	0,7	0,6	0,3	0,1	0,2	0,2	0,4	0,6
Мексика	1,7	2,1	2,4	1,3	1,0	0,8	1,1	1,3	1,1	1,4	1,6	1,4	2,0	2,7
Перу	...	...	0,3	0,4	0,6	0,9	1,2	1,6	1,8	2,1	2,2	2,3	3,0	3,2
Розвинуті ринки	11,8	11,6	12,2	12,0	11,6	12,1	12,5	14,2	14,9	15,3	16,0	16,2	16,2	15,9
Країни Євросоюзу	3,6	3,0	3,0	3,0	2,7	2,9	2,8	3,2	4,0	5,5	6,7	8,3	10,0	10,9
Японія	9,0	8,9	9,3	10,0	9,4	10,5	10,6	15,4	16,0	13,8	14,7	17,2	17,9	16,9
Великобританія	2,6	2,1	2,6	2,8	2,7	2,8	2,4	2,2	2,1	1,9	2,0	1,7	1,7	1,5
США	22,9	23,4	23,6	22,6	22,9	22,7	22,7	24,0	24,2	24,1	24,1	23,1	22,6	22,0

ліквідності на світових ринках, значне зниження внутрішніх ставок доходності. Водночас відбувалася реструктуризація підприємств (особливо в Азії та Латинській Америці), що дозволило підприємствам рефінансувати більш дорогий зовнішній борг шляхом випуску боргових цінних паперів на внутрішньому ринку. Таке зміщення акцентів із зовнішнього на внутрішній ринок капіталу супроводжувалося зростанням активів внутрішніх інституціональних інвесторів, таких як пенсійні фонди, страхові компанії,

компанії з управління активами. З боку регуляторів ринку було прийнято ряд реформ щодо сприяння розвитку ринку корпоративних цінних паперів. Реформи були переважно спрямовані на створення рейтингових агентств та базових кривих доходності, дозвіл на випуск незабезпечених облігацій та лібералізація стандартів ринку.

В Україні динамічний розвиток ринку корпоративних облігацій спостерігається, починаючи з 2002 року (рис. 3). Збільшенню обсягів випусків корпора-

тивних облігацій у цей період сприяло чимало факторів. По-перше, сприятливі макроекономічні показники. Головне – це, безумовно, зниження темпів інфляції та, у результаті, здешевлення вартості позикових коштів. Залучення підприємствами капіталу під 15–18% річних, нечуване ще 2 роки тому, в 2001–2002 рр. стало реальністю. Зростання офіційного ВВП на 20% у порівнянні до кризового 1998 року, свідчило про позитивний наслідок зростання інвестицій, а також про ще більшу їх потребу.

По-друге, сприятливі законодавчі зміни в оподаткуванні, адже з 1999 року залучені через випуск облігацій кошти не підлягають оподаткуванню податком на прибуток. Після внесення відповідних змін до Закону України “Щодо внесення змін до деяких Законів України з метою стимулювання інвестиційної діяльності”, яким зокрема було скасовано законодавчу норму щодо оподаткування коштів отриманих від первинного розміщення та віднесення до валових витрат підприємства коштів, що сплачуються як відсотки та дисконт за облігаціями, у липні 1999 року підприємства почали активно використовувати такий спосіб залучення коштів як випуск власних облігацій. Як наслідок, на фондовому ринку

України почав формуватись специфічний сегмент, а саме ринок корпоративних облігацій.

По-третє, значний приріст грошової маси на фоні стабільного курсу долара та зростання довіри до вітчизняних банків. База поточних та депозитних рахунків комерційних банків упродовж 1999–2002 років зростала на рівні 30% щорічно. Випереджаючи приріст ВВП, темпи зростання коштів на банківських рахунках свідчили про деяке перетікання капіталу з “тіні” та накопичення чималого інвестиційного ресурсу. Банківська система, стурбована переліквідністю, почала шукати нові інструменти вкладень, у якості яких виступили саме корпоративні облігації.

По-четверте, навіть законодавчі обмеження, такі як дуже ускладнений доступ до більш дешевих іноземних кредитів, не кажучи вже про публічне залучення коштів на західних фондових ринках, також сприяли розвитку вітчизняного ринку капітальних запозичень через корпоративні облігації.

Упродовж 2003–2004 років обсяги випуску корпоративних облігацій не збільшились, проте залишились на рівні близько 4,2 млрд. грн., що в цілому свідчить про поживлення ринку корпоративних облігацій в Україні [12, 49].

Підсумовуючи вищесказане, можна відмітити, що суб’єктивною складовою активізації ринку корпоративних облігацій, є такі передумови цього процесу: розвиток місцевих інституціональних інвесторів (країни Латинської Америки), зниження обсягів банківського кредитування в період кризових років (Азія, Мексика),

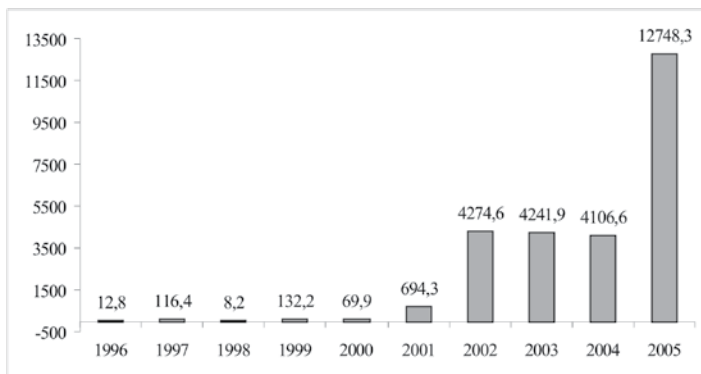


Рис. 3. Динаміка обсягів випусків корпоративних облігацій в Україні, млн. грн. [10, 13]

лібералізації фінансових трансакцій (Японія), сприятливі макроекономічні умови (Україна). Водночас об'єктивною тенденцією розвитку ринку корпоративних облигацій країн, що розвиваються, є те, що становлення ринку корпоративних облигацій ускладнювалося через його нерозвинуту інфраструктуру.

Саме тому, на нашу думку, досвід країн, що розвиваються, у розбудові ефективної інфраструктури ринку корпоративних облигацій є цінним при розробці заходів щодо розвитку вітчизняного ринку. До основних кроків щодо активізації розвитку ринку корпоративних облигацій можемо віднести такі як:

- 1) створення рейтингових агентств;
- 2) розвиток внутрішніх інституціональних інвесторів;
- 3) розвиток державного сектору корпоративних облигацій;
- 4) розвиток корпоративного управління;
- 5) забезпечення прозорості емітентів корпоративних облигацій.

Подальші дослідження щодо розвитку та становлення ринку корпоративних облигацій сприятимуть виробленню дієвих шляхів щодо активізації ринку корпоративних облигацій в Україні, збільшення його ліквідності і привабливості для дрібних портфельних інвесторів та фізичних осіб, що в кінцевому рахунку дозволить перетворити даний сегмент фінансового ринку на високоефективний механізм залучення інвестицій підприємствами реального сектору економіки.

Література

1. Рубцов Б. Б. *Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития.* – М., 2005.
2. Nils H. Hakansson. *The Role of a Corporate Bond Market in an Economy – and in Avoiding Crises,* Haas School of Business, University of California, Berkeley,

Paper RPF-287, 1999.

3. Schinasi, Garry J. and R. Todd Smith, *“Fixed-Income Markets in the United States, Europe, and Japan: Some Lessons for Emerging Markets”, IMF Working Paper No. WP/98/173, (Washington: International Monetary Fund).*

4. *Review of the Asian Bond Fund 2 Initiative, EMEAP, Working Group on Financial Markets, June 2006 // <http://www.emeap.org>*

5. Greenspan, Alan, *“Do efficient financial markets mitigate financial crises?” A Remark Before the 1999 Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta, Sea Island, Georgia, October 1999 // <http://www.federalreserve.gov/boarddocs>*

6. Krishnan Sharma, *The Underlying Constraints on Corporate Bond Market Development in Southeast Asia, September 2000 // DESA Discussion Paper No. 14.*

7. Roldos, Jorge E., 2004, *“Emerging Local Bond Markets”, in Emerging Local Securities and Derivatives Markets, World Economic and Financial Surveys (Washington: International Monetary Fund).*

8. *Statistical Annex to BIS Quarterly Review, September 2006//www.bis.org*

9. Pipat Luengnaruemitchai and Li Lian Ong, 2005 *“An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains”, IMF Working Paper No. WP/05/152, (Washington: International Monetary Fund).*

10. *Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку // www.ssmsc.gov.ua/5/2005*

11. *Основні показники соціально-економічного розвитку України // www.bank.gov.ua*

12. Черніков Г., Кільмухаметов Р. *Корпоративні облигації на ринку України // Ринок цінних паперів України. – 2005. – № 11–12.*