

ВПЛИВ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ НА РИНОК КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНИ

Анотація. У статті досліджено тенденції та стан ринку корпоративних облігацій в Україні. Запропоновано заходи щодо подолання проблем, які перешкоджають ефективному розвитку ринку корпоративних облігацій на сучасному етапі.

Ключові слова: корпоративні облігації, фінансова криза, платіжний баланс, інвестиції, фондовий ринок, емітент, дефолт.

Постановка проблеми. Світова фінансова криза негативно вплинула на економіку багатьох країн світу, в тому числі й України. На жаль, наша держава виявилася найменш підготовленою до таких випробувань. Це, насамперед, проявляється в падінні валютного курсу, зниженні валового внутрішнього продукту, рецесії на фондовому ринку. Слід також відмітити критичний стан, який склався на ринку корпоративних облігацій, який є одним з важливих факторів ринкової системи господарювання.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання розвитку ринку цінних паперів України досліджували чимало вітчизняних науковців: Н. С. Кузнецова [10], О. М. Мозговий [11], О. О. Охріменко [13, 14], Н. М. Шелудько [19], І. О. Школьник [20] та ін. Про підвищення інтересу до питань, пов'язаних з впливом світової фінансової кризи на економіку та фондовий ринок України, свідчать численні публікації вітчизняних економістів та фінансистів, таких як О. І. Барановський [1], А. С. Гальчинський [17], В. М. Геєць [3], Б. М. Данилишин [4, 5] та ін.

Водночас досить стрімкий та динамічний розвиток проблематики, пов'язаної з функціонуванням вітчизняного фондового ринку, особливо в умовах впливу світової фінансової кризи на економіку України, спонукає до подальшого вивчення цих проблем. Особливої уваги заслуговує дослідження стану ринку корпоративних облігацій, оскільки при обмежених обсягах довгострокового банківського кредитування саме випуск корпоративних облігацій міг би стати важливим шляхом залучення інвестиційних коштів.

Дослідження причинно-наслідкових зв'язків кризових процесів у світі та в Україні досить актуальні у зв'язку з циклічністю світових фінансових криз. Вивчення цих питань дозволить отримати інструменти для своєчасного та адекватного реагування на виникнення проблем у майбутньому.

Мета статті – аналіз та оцінка процесів, які відбуваються в економіці України, їх вплив на фондовий ринок, зокрема, на ринок корпоративних облігацій, виявлення основних проблем та можливих заходів щодо їх усунення.

Основні результати дослідження. У 2001 році в Україні Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) вперше було зареєстровано випуск облігацій підприємств на суму, еквівалентну понад 100 млн доларів США. Саме цей рік можна вважати роком народження українського ринку корпоративних облігацій. У наступні роки, аж до 2007 р. включно, цей ринок мав відчутну динаміку зростання, про що свідчать дані, наведені на рис. 1. Особливо інтенсивно обсяги емісій почали зростати, починаючи з 2005 р.

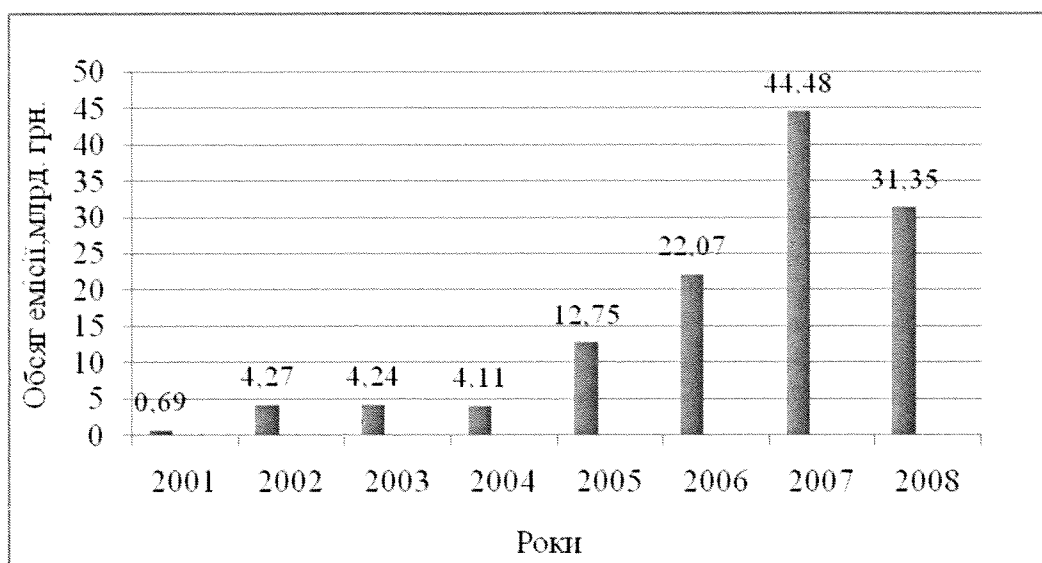


Рис. 1. Обсяги зареєстрованих ДКЦПФР випусків облігацій підприємств у 2003-2008 рр., млрд грн [17]

Але вже у 2008 р. відбулося значне падіння ринку. Є підстави очікувати, що у 2009 р. темпи зниження будуть значно вищими, ніж у 2008-му, оскільки тільки за період з січня по травень 2009 р. падіння обсягів емісії облігацій підприємств становило понад 82 % [18]. Переважна більшість економістів та фінансистів як основну причину такої ситуації вбачають вплив світової фінансової кризи, проте ситуація в значній мірі ускладнилась і тим, що дія кризи в українських умовах наклалась на недосконалу та однобічну структуру нашої економіки. Після розпаду СРСР індустрія України за останні роки не тільки не додала у своєму розвитку, але й зазнала значних утрат. Як приклад наведемо місто Черкаси, яке в минулому вважалося одним із найпотужніших індустріальних центрів. Раніше тут функціонувало вісім великих підприємств машинобудування та чотири хімічних підприємства, але зараз вони практично не працюють.

Сьогодні основу українського експортного потенціалу становить лише продукція гірничодобувної, металургійної промисловості, агропромислового комплексу і частково хімічної та машинобудування, яке більше орієнтоване на країни СНД. Україна практично повністю втратила машинобудування для сільського господарства та переробних галузей, легку промисловість, виробництво складних побутових приладів, будівельних матеріалів та інших товарів широкого вжитку. Все це спричинило значний товарний дефіцит на внутрішньому ринку, який стихійно задовольнявся і продовжує задовольнятися за рахунок імпорту на десятки мільярдів доларів США. Наприклад, тільки продукції машинобудування у 2008 р. було імпортовано на суму понад 26 млрд доларів США. Водночас українські експортні галузі не можуть розглядатися як надійне джерело надходження валюти через їхню технологічну відсталість та енергоємність. Значна собівартість цієї продукції, особливо в умовах зростання цін на енергоресурси, робить її неконкурентоспроможною. Як результат при найменшому скороченні попиту значна частина підприємств названих галузей першими і в найбільшій мірі втрачають ринки збуту, що й сталося з українським експортом, починаючи з IV кварталу 2008 р. Так, наприклад, лише поставки металопродукції в цей період зменшилися на 50,7 % порівняно з трьома попередніми кварталами [15]. І все це відбувалося на тлі того, що, починаючи з 2006 р., в Україні спостерігається значний щорічний приріст обсягів внутрішнього споживання таких товарів, як автомобілі, побутова техніка, будівельні

матеріали, товари легкої промисловості тощо. Цьому сприяло зростання накопичених прямих іноземних інвестицій переважно у фінансовій діяльності, що призвело до збільшення споживчого кредитування фізичних та юридичних осіб. Крім того, значна нерівномірність доходів населення викликала необхідність підвищення урядом соціальних виплат, що, у свою чергу теж спровокувало зростання попиту на товари і послуги. Оскільки вітчизняна промисловість не в змозі задовольняти цей попит, то протягом останніх років спостерігалось значне перевищення імпорту над експортом (рис. 2). У результаті на кінець 2008 р. від'ємне сальдо поточного рахунку платіжного балансу збільшилося до 12,9 млрд доларів США.



Рис. 2. Сальдо поточного рахунку платіжного балансу України у 2005-2008 рр., млн доларів США [15]

З наведеного аналізу видно, що в економіці України досить тривалий час наростали негативні явища, які в значній мірі проявилися під впливом світової фінансової кризи. Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу НБУ покривався за рахунок довго- та короткотермінових іноземних інвестицій, що дозволило мати позитивний зведений баланс до середини 2008 р. В IV кварталі 2008 р. відбувся масштабний відплив коштів у розмірі понад 6,1 млрд доларів США. Це, в першу чергу, короткострокові інвестиції, відсотки за довгостроковими інвестиціями та відплив іноземної готівки з банківської системи. Значно зменшився приплив прямих іноземних інвестицій, обсяг яких у IV кварталі 2008 р. становив лише 934 млн доларів США, що в 3,5 раза менше, ніж у середньому за I-III квартали того ж року. В цей же час імпорт товарів у 2008 р. зріс по відношенню до 2007 р. на 40,1 %, а експорт – лише на 35,9 %, що призвело до зростання дефіциту платіжного балансу в розмірі, еквівалентному понад 8 % ВВП, послаблення національної валюти (рис. 3) та падіння фондового ринку, в тому числі ринку корпоративних облігацій (рис. 4). Звичайно, світова фінансова криза в тій чи іншій мірі докотилась до кожної країни, але, на жаль, Україна опинилася серед «лідерів» із падіння ВВП в поточному році (рис. 5).

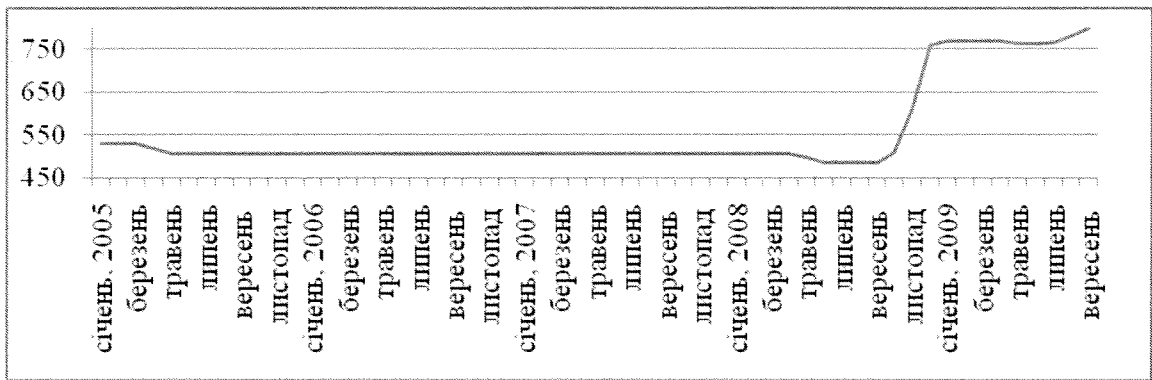


Рис. 3. Динаміка курсу USD HBU, грн за 100 USD [12]

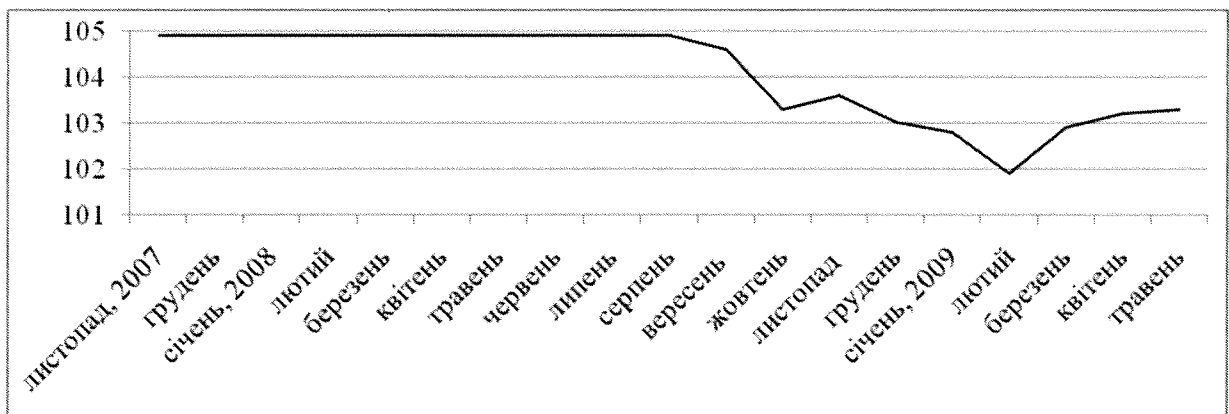


Рис. 4. Динаміка індексу ПФТС-bonds (листопад 2007-травень 2009) [8]

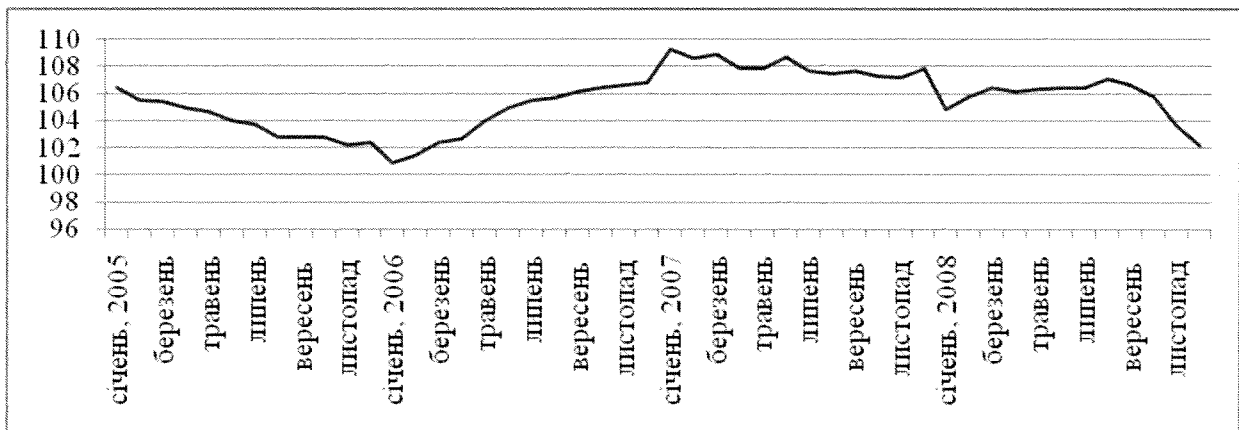


Рис. 5. Динаміка ВВП (до відповідного періоду попереднього року, %) [6]

Це додаткове підтвердження того, що через вище названі причини, щодо впливу ззовні економіка України вже знаходилась у глибокій системній кризі.

На тлі подій в економіці в цілому проаналізуємо особливості, тенденції та стан ринку корпоративних облігацій як однієї з важливих складових фондового ринку України.

Не можна обминути той факт, що, попри зростання обсягів емісії у 2005-2007 рр., цей же період характеризується також і частими дефолтами, кількість яких уже у 2007 р. досягла цифри 54 [18]. З одного боку, причини такого становища можна пояснити «молодістю» фінансових ринків України, недостатніми досвідом та кваліфікацією менеджменту, які призводили до низької якості підготовки емісій, невдалого

адміністрування під час розміщення й обігу цінних паперів, а також недооцінки ризиків. Але якщо зауважити, що в цей період курс національної валюти був досить стабільним, а в економіці спостерігалось суттєве зростання (рис. 3, 5), то пояснення такої кількості дефолтів лише наведеними факторами буде неповним. Інколи компанії відкладали строки виконання своїх зобов'язань не стільки через нестачу коштів, як через небажання розраховуватися зі своїми кредиторами. Власники і менеджмент корпорацій не завжди переймалися виконанням зобов'язань перед інвесторами. При цьому багато емітентів використовували реструктуризацію боргів, у тому числі й як спосіб відстрочення платежів. Уже в цей період довіра інвесторів до корпоративних облігацій помітно похитнулася. Певною мірою схожа ситуація в Україні вже спостерігалася в часи роздержавлення української економіки, коли за пайовими цінними паперами практично нікому з міноритарних акціонерів не виплачувалися дивіденди.

Сьогодні вже понад 100 емісій корпоративних облігацій на загальну суму 1,9 млрд грн носять статуси «дефолт», «технічний дефолт» або «невиконання оферти» [9]. Незахищеність інвестора проявляється у відсутності реальних механізмів стягнення боргу та покарання позичальника. Ситуацію поглиблює і той факт, що у випадку банкрутства компанії вимоги власників незабезпечених облігацій (а в Україні практично всі корпоративні облігації - незабезпечені) задовольняються лише в четверту чергу. До того ж, вітчизняні спеціалісти з фондового ринку, на відміну від західних колег, не в захваті від ідеї повернення інвестицій через процедуру банкрутства емітента. На їхню думку, в українських реаліях це дуже сумнівна перспектива [16]. Така поведінка емітентів (власне, як і практика попередніх часів, коли через різні непродумані дії, в тому числі і державні інституції, люди втрачали свої заощадження) ніяк не сприяє підвищенню довіри інвесторів. Тому не дивний і ажіотажний попит на валюту, «втеча» коштів із депозитних рахунків, масові бажання позбутися боргових цінних паперів, що в результаті обвалює і фінансові ринки, і національну валюту. Слід відзначити, що саме дефіцит довіри світових фінансових установ до України зумовив зменшення припливу довгострокових ресурсів.

У цих умовах можна очікувати тільки подальшого зниження кредитних рейтингів випусків облігацій та їхніх емітентів, активного використання оферт по облігаціях, значну кількість дефолтів, мінімальні обсяги нових випусків облігацій та можливість повторних випусків облігацій.

Висновки. На нашу думку, певне поживавлення ринку корпоративних облігацій може відбутися за умови повноцінного поновлення банківського кредитування. Деякі експерти вважають, що це відбудеться вже починаючи з другої половини 2010 р. [2]. Водночас такий прогноз може виявитись занадто оптимістичним у разі, якщо в державі не відбуватимуться корінні структурні зміни, а законодавство не буде скориговане в частині дієвого забезпечення захисту в першу чергу інтересів інвесторів. Першочерговими та невідкладними заходами щодо поліпшення функціонування ринку корпоративних облігацій у нинішніх умовах має стати чітка регламентація таких питань, як:

- забезпечення облігацій надійними активами;
- регламентація можливих технічних дефолтів у частині їх кількості, тривалості та пов'язаної з ними фінансової відповідальності емітента;
- виключення можливості переведення емітентом своїх активів на нову юридичну особу та ініціювання власної санації в період обігу облігацій;
- унеможливлення емісій облігацій збитковими та недобросовісними по відношенню до інвесторів підприємствами;
- сприяння розвитку конкурентного ринку послуг рейтингових агентств;

–необхідність попереднього присвоєння рейтингу корпоративного управління як передумови реєстрації емісії.

Звичайно, реалізація таких заходів зможе дати певний позитивний результат, але не слід забувати, що фондовий ринок є своєрідним індикатором як економічної, так і політичної ситуації в країні. Тому значну увагу слід приділяти ліквідації причин, а не наслідків. У першу чергу потрібно подолати надмірно високу експортну залежність економіки. Адже глибинна криза в Україні значною мірою пояснюється і цим чинником. Практика «відкладання» системних перетворень і «залатування» диспропорцій, що склалися в попередні періоди, навряд чи матиме позитивний ефект у довгостроковій перспективі. Лише системність і продуманість у прийнятті рішень дозволить зробити крок до виправлення сформованої економічної моделі. Тільки тоді можна говорити про перехід від слабкої, експортноорієнтованої і залежної від світової кон'юнктури економіки до економіки інвестиційнопривабливої, заснованої на досягненнях нових технологій.

Література

1. Барановський О. І. Сутність і різновиди фінансових криз // Фінанси України. – 2009. – № 5. – С. 3-20.
2. Галицкая О. Облигации получают второй шанс в 2010 году // Экономические известия. – 2009. – № 154.
3. Геєць В. М. Жертви кредитної експансії // Дзеркало тижня. – 2009. – № 8. – С. 4.
4. Данилишин Б. М. Світова фінансова криза – тест для України // Дзеркало тижня. – 2008. – № 38. – С. 2.
5. Данилишин Б. М. Економіка України: життя після кризи? // Дзеркало тижня. – 2009. – № 1. – С. 5.
6. Державний комітет статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ukrstat.gov.ua
7. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ssmc.gov.ua
8. Індеси. ПФТС-cbonds. Державний комітет статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://charts.finance.ua/ua/stock/indices/~/1/pfts-cbonds/3>
9. Корпоративные облигации самые рискованные? [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.prostobiz.ua/finansy/investment/stati.
10. Кузнецова Н. С. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування / Н. С. Кузнецова, І. Р. Назарчук. – К. : Знання України, 1998. – 528 с.
11. Мозговий О. М. Фондовий ринок : Навч. посіб. / О. М. Мозговий. – К. : КНЕУ, 1999. – 316 с.
12. Міністерство фінансів. Курси валют [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.minfin.com.ua/currency/nbu/.
13. Охріменко О. А. Критичний погляд на ринок корпоративних облігацій // Актуальні проблеми економіки.-2005. - №2. - С.5-10.
14. Охріменко О. А. Сучасний стан ринку корпоративних облігацій // Цінні папери України. – 2005. – № 4. - С.17-21.
15. Платіжний баланс і зовнішній борг України за 2008 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.nbu.gov.ua.
16. Реструктуризация обязательств эмитентов корпоративных и муниципальных облигаций в условиях финансового кризиса: горький опыт несовершенного

законодавства [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.news.ligazakon.ua/news/.

17. Сколотяний Ю. Анатолій Гальчинський: «Досягнута стабілізація світової економіки не буде тривалою» // Дзеркало тижня. – 2009. - № 34. – С.7.

18. Український облігаційний конгрес – 2009 // Цінні папери України. – 2009. – №18. – С.5.

19. Шелудько Н. М. Фінансовий ринок: Навч. посіб. / Н. М. Шелудько. — 2. вид., випр. і доп. — К. : Знання-Прес, 2003. — 535 с.

20. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія. — Суми : ВВП «Мрія» ТОВ, УАБС НБУ, 2008. —348 с.

Summary. The tendencies and conditions of the corporate bonds market of Ukraine are explored. The measures, have to be taken for solution problems, that interfere effective development of the corporate bonds market, are offered.

Keywords: Corporate bonds, financial crisis, balance of payments, investments, fund market, issuer, defolt.

Стаття надійшла до редакції 16.11.2009