

УДК 336.763.31

ББК 65.262.2

Олійник І.В.

ПРОБЛЕМИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНИ В УМОВАХ ЗАГОСТРЕННЯ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

Чернівецький національний університет
імені Юрія Федьковича,
Міністерство освіти і науки, молоді та спорту України,
кафедра фінансів і кредиту,
58012, м. Чернівці, вул. Коцюбинського, 2,
тел.: (0372) 52-71-94,
e-mail: clg-econ@chnu.edu.ua

Анотація. У статті розглянуто проблеми функціонування ринку корпоративних облігацій України в умовах загострення фінансової кризи, показано вплив негативних чинників на ринковий оборот корпоративних облігацій, проаналізовано причини їх виникнення та можливі шляхи усунення.

Ключові слова: ринок корпоративних облігацій, дефолт, оферта, фінансова криза.

Annotation. The problems of operation ukrainian corporate bond market in financial crisis sharpening conditions showed in the article. Influence of negative factors on corporate bond market turnover was investigated, causes of appearance and roads removal were examined.

Key words: corporate bond market, default, offer, financial crisis.

Вступ. Структурні зрушення, що виникли в економіці України в умовах загострення фінансової кризи – падіння реального ВВП, зростання темпів інфляції та безробіття, зниження кількості оборотних коштів і залучених інвестиційних проектів, невизначеність стосовно повернення депозитних вкладів, нестабільність валютного регулювання, зумовлюють сучасне функціонування вітчизняного ринку цінних паперів і, зокрема, ринку корпоративних облігацій, здатного подолати багато організаційних труднощів і забезпечити вирішення складних господарських і фінансових проблем. За останнє десятиліття до корпоративних облігацій в Україні почали звертатися дедалі частіше як до фінансового інструмента й альтернативного джерела залучення інвестиційно-кредитних ресурсів.

Проте використання зазначеного фінансового інструмента на сучасному етапі соціально-економічного розвитку ще не набуло достатнього поширення, про що свідчать такі дані: питома вага корпоративних облігацій у загальному обсязі емісії цінних паперів підприємств у період з 2003 до 2009 років становила 29%, а обсяг договорів, виконаних торговцями цінних паперів з корпоративних облігацій, у загальному обсязі виконаних договорів, становив 13% [4]. Ці факти свідчать про недостатню активність ринку корпоративних облігацій у рамках фондового ринку України та необхідність подальшого дослідження проблем функціонування цього сегмента ринку.

Постановка завдання. Проблеми становлення та розвитку ринку корпоративних облігацій уже протягом тривалого часу знаходяться в полі зору як зарубіжних, так і вітчизняних науковців. Серед зарубіжних учених, які зробили вагомий внесок у дослідження цього сегмента ринку слід відзначити Ф. Фабоззі, К. Рей, С. Ляліна. Серед українських учених питанням функціонування ринку корпоративних облігацій присвячені праці О. Охріменка, С. Мошенського, І. Лютого, Т. Нічосової, І. Шкодіної, Н. Білоус, В. Шапрана та інших, у яких чітко описано економічну сутність корпоративних облігацій, концептуальні засади становлення та розвитку українського ринку корпоративних облігацій на різних стадіях його функціонування.

Незважаючи на вагомий науковий доробок вітчизняних і зарубіжних економістів, залишається багато питань, які є дискусійними та вимагають глибоких подальших досліджень у цьому сегменті ринку, формування нових підходів до аналізу корпоративних облігацій і напрямів їх удосконалення.

Метою дослідження є розгляд проблем функціонування ринку корпоративних облігацій України в умовах загострення фінансової кризи, виявлення основних негативних факторів впливу на цей ринок шляхом порівняльного ретроспективного аналізу основних показників і визначення шляхів усунення дії цих факторів.

Результати. В умовах загострення фінансової кризи важливим фактором в економічному розвитку держави є становище у сфері кредитних ресурсів та інвестицій у підприємницький сектор. На вирішення питань саме цієї сфери й спрямовані випуски корпоративних облігацій як фінансового інструмента. Адже цей цінний папір поєднує в собі й задоволення потреби підприємств у додатковому фінансуванні, і кредитування підприємств. Розширення обігу корпоративних облігацій створює реальну альтернативу банківському кредитуванню підприємств і відповідно утворює систему саморегулювання на ринку кредитних послуг узагалі, створюючи умови жорсткішої конкуренції як серед споживачів кредитних ресурсів, так і серед кредиторів.

Наявність у країні розвинутого ринку корпоративних облігацій має кілька переваг [1, с.191]. Це пояснюється, по-перше, тим, що банківська система за своєю суттю піддається значному системному ризику. Неповорнення банківських кредитів може спровокувати крах конкретного банку, а це, у свою чергу, викличе загальну кризу банківської системи в країні – падіння довіри вкладників, відтік коштів із рахунків, банкрутство інших банків. Чим більша частка ринку корпоративних облігацій у країні, тим менша ймовірність такого розвитку подій. По-друге, розвинутий фінансовий ринок, включаючи ринок корпоративних облігацій, здатний краще, ніж банківська система, оцінювати кредитний ризик. Кредитна політика банків буває надто суб'єктивною, оскільки ухвалення рішення про видачу кредиту може здійснюватися не на основі докладної інформації про позичальника, а на основі особистих зв'язків, а ринок корпоративних облігацій припускає широке коло учасників, що прямо зацікавлені в тому, щоб точно оцінити ризик даних обставин і врахувати його в процентній ставці.

Як показують дані, наведені в табл. 1, протягом періоду дослідження в Україні обсяги емісії корпоративних облігацій зростали разом із розвитком економіки держави.

Олійник І.В. Проблеми функціонування ринку корпоративних облігацій України в умовах загострення ...
 Стосовно ВВП України за цей період відсоток випуску облігацій зростав від 0,015% у 2003 році до 0,062% у 2007 і почав спадати у 2008 році разом з появою перших ознак кризових ситуацій в економіці. Однією з імовірних причин цього процесу може виступати саме галузева структура корпоративних облігацій. Також тут видно, що найшвидше зреагували на погіршення економічних умов підприємства фінансового сектора (банки та страхові компанії), оскільки вони перші відчували на собі відтік капіталу і, як наслідок, зниження платоспроможності. А оскільки всі процеси в економіці взаємопов'язані, то спад активності на ринку корпоративних облігацій підприємств фінансового сектора деякою мірою спровокував зниження і серед підприємств виробничого сектора економіки.

Таблиця 1

Обсяги зареєстрованих ДКЦПФР випусків корпоративних облігацій

Вид емітента	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
усього емісій, млн грн	4 241,87	4 106,63	12 748,28	22 070,80	44 480,51	31 346,28	10 107,35
у тому числі:							

банки	329,16	217,93	2 564,73	4 994,00	18 869,37	7 115,94	0,00
страхові компанії	7,00	112,00	41,90	85,00	50,64	97,50	0,00
інші підприємства	3 905,71	3 776,70	10 141,65	16 991,80	25 560,50	24 132,84	10 107,35

За даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Огляд динаміки активності торговців цінними паперами в секторі корпоративних облігацій і порівняння їх із сукупним обсягом виконаних договорів з усіх фінансових інструментів, за даними табл. 2, виявляють дещо іншу закономірність.

Таблиця 2

Обсяг виконаних договорів торговцями цінних паперів (за видом фінансового інструмента) у 2003–2009 роках, млрд грн

Вид цінних паперів	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Акції	76,99	138,77	179,79	225,65	283,54	352,82	470,73
Векселі	88,07	125,34	133,12	142,23	212,64	191,84	268,76
Депозитні сертифікати НБУ	0,11	3,03	18,57	1,08	14,85	15,94	0
Державні облігації	5,86	16,11	27,32	40,85	59,86	62,49	98,99
Облігації підприємств	9,01	21,28	32,62	62,38	134,73	205,21	81,13
Ощадні сертифікати	21,71	11,74	2,37	3,1	3,2	7,68	70,35
Інвестиційні сертифікати	0,46	1,75	5,72	14,24	40,43	43,94	76,31
Деривативи	0,31	2,39	2,02	0,26	0,15	0,27	0,1
Облігації місцевих позик	0,16	0,98	2,23	2,85	4,31	2,2	0,66
Казначейські зобов'язання	0,27	0	0	0	0	0	0
Іпотечні цінні папери	0	0	0	0,11	0,56	0,67	0,1
Заставні цінні папери	0	0	0	0,03	0,04	0,36	0,14
Усього	202,95	321,39	403,76	492,78	754,31	883,42	1 067,27

За даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Частка операцій з облігаціями підприємств у загальній кількості виконаних договорів зростала від 4% до 23% протягом 2003–2008 років, відповідно 2009 рік показав спад активності в цьому сегменті. Разом з тим активність торговців на ринку корпоративних облігацій дотримувалася тенденції збільшення на рік довше, ніж емісійна активність підприємств. Це можна пояснити своєрідною інерційністю ринку, у рамках якої торговці прагнуть вилучити якомога більшу вигоду від цінних паперів навіть у рамках негативної економічної кон'юнктури.

Наступним з основних чинників, що вплинули на стан ринку корпоративних облігацій, стало зростання кількості дефолтів щодо цих фінансових інструментів. Головні обставини виникнення дефолтів щодо облігацій подано в табл. 3. Як видно з даних таблиці, переважна кількість дефолтів відбувалася саме через нездатність погасити зобов'язання. Такими причинами є недосконала організація фінансової та виробничої діяльності емітентів, вплив загальноекономічних факторів, недостатній рівень державної підтримки підприємств-позичальників. Друге місце серед причин дефолтів займає оферта, що свідчить про панічний настрій серед інвесторів корпоративних облігацій і дозволяє прогнозувати ще тривалий застій у цьому сегменті ринку.

Таблиця 3

Розподіл зафіксованих дефолтів емітентів корпоративних облігацій по причинах дефолту

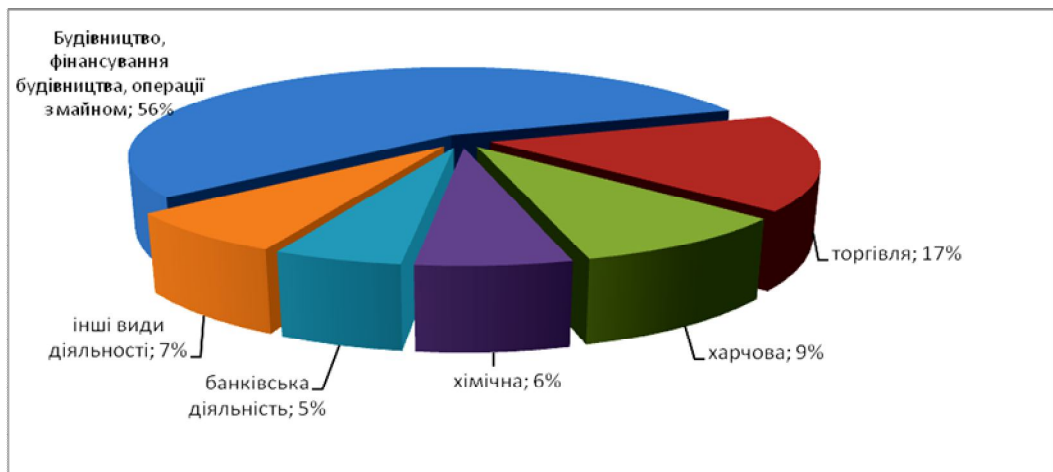
Тип дефолту	2005	2006	2007	2008	2009
при погашенні зобов'язань	0	2	3	16	35
при достроковому викупі (оферта)	1	0	0	5	11

при виплаті купона	0	0	1	3	5
санация із введенням мораторію на виконання зобов'язань	0	0	0	0	2
ліквідація	0	0	0	0	1
Усього:	1	2	4	24	54

За даними кредитного агентства "Кредит-рейтинг" [3].

Якщо розглянути галузеву структуру невиконання зобов'язань стосовно корпоративних облігацій (рис. 1), то одразу помітний вплив загальноекономічної тенденції спаду у сфері нерухомості. Як слушно зауважив В. Шапран [2, с.14], головною причиною дефолтів і оголошень про неплатоспроможність є зниження вартості активів, які знаходяться в розпорядженні фінансових інститутів. Саме така ситуація і склалася у сфері нерухомості, а ризики банкрутств ударили, передусім, по тих структурах, які скуповували переоцінені активи або похідні від них цінні папери.

Наступним фактором, що впливає на ринок корпоративних облігацій, є те, які дії проводять емітенти облігацій після допущення дефолту (рис. 2).



Олійник І.В. Проблеми функціонування ринку корпоративних облігацій України в умовах загострення ...
 Рис. 1. Розподіл щодо видів економічної діяльності емітентів корпоративних облігацій, які допустили дефолт (наростаючим підсумком на кінець 2009 року) [3]

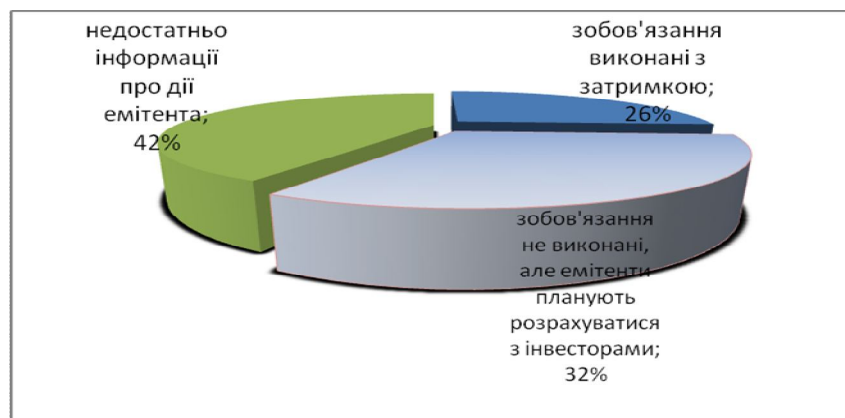


Рис. 2. Дії емітентів після невиконання зобов'язань з облігаційних випусків [3]

Цей фактор, разом із ступенем виконання зобов'язань, створює репутацію ринку корпоративних облігацій – психологічний аспект поведінки інвесторів, який показує їх готовність звертатися до корпоративних облігацій як до фінансового інструмента для інвестицій. Оскільки частка виконання прострочених зобов'язань становить лише 26% у загальній кількості, а показник ненадання інформації про стан погашення заборгованості досить високий (42%), то, відповідно, ступінь довіри інвесторів до цього сегмента ринку залишає бажати кращого. Невизначеність великої частки емітентів провокує острах до вкладання коштів у корпоративні облігації серед інвесторів і гальмує розвиток цього інструмента на ринку.

Висновки. Ринок корпоративних облігацій в Україні виступає невід'ємною частиною системи залучення капіталу в реальний сектор економіки. Протягом останніх десятиліть спостерігалися різні тенденції у функціонуванні цього сегмента ринку – від різких підйомів до повної стагнації. Проаналізувавши вплив основних кризових чинників на цю структуру, можна зробити такі висновки.

Залежність ринку корпоративних облігацій від загальноекономічних чинників є досить високою. Причиною цього виступає нерівномірність розподілу емітентів щодо галузей народного господарства, зокрема, значна частка облігацій, емітована фінансовим сектором і будівельними компаніями під дією позитивної динаміки в економіці, провокувала збільшення обсягів фінансових операцій на ринку, а при настанні системних кризових явищ, навпаки, швидкий відтік капіталу. Виходом із цієї ситуації може стати впровадження розгалуження в рейтингуванні позичальників на корпоративному ринку в розрізі галузей, які найбільше вражаються від коливань економіки.

Щодо причин виникнення дефолтів з облігацій, то слід відзначити велику кількість передчасних виплат по облігаціях за офертою. Ці витрати не можуть бути заплановані підприємством, тому в рамках кризових явищ вони виявляються вагомим фактором, який провокує неспроможність підприємств розрахуватися за зобов'язаннями. Вирішенням цієї проблеми може стати запровадження додаткових умов у проспекті емісії, що будуть чітко визначати можливості представлення облігацій до оферти інвестором і дозволять захистити емітентів облігацій від незапланованих виплат.

Ступінь прозорості дій емітентів корпоративних облігацій як під час входження в ринок, так і в період, скрутний для підприємства, формує рейтинг довіри чи репутацію ринку. Цей фактор особливо гостро впливає під час кризи, оскільки присутній загальний панічний настрій має здатність до посилення від найменших коливань або невизначеностей. Заходами до зменшення обсягу дії цього фактора, на нашу думку, можуть виступити чіткіші норми регулювання погашення та порядку висвітлення прострочених зобов'язань щодо корпоративних облігацій.

1. Шкодін І. В. Роль ринку корпоративних облігацій у трансформуванні економічної системи України / І. В. Шкодін // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць. – 2004. – С.190–196.
2. Шапран В. С. Кризис: причины и последствия для мировой экономики / В. С. Шапран // Банковское дело. – 2009. – № 8. – С. 14–17.
3. Шубина О. Анализ дефолтов по облигационным выпускам за 5-летний период (2005–2009 гг.) / О. Шубина. – Режим доступа : <http://www.credit-rating.ua/ru/analytics/analytical-articles/12555>.
4. Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2009 рік. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/annual-report/2009-2.zip>.
5. Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 рік. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/annual-report/2008/Zvit-2008.zip>.

Рецензенти:

Нікіфоров П.О. – доктор економічних наук, професор, декан економічного факультету Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича;

Ковалевич Д.А. – кандидат економічних наук, доцент, завідувач кафедри фінансів Чернівецького торговельно-економічного інституту Київського національного торговельно-економічного університету.