

УДК 339.727

Павлюк О.О.*кандидат економічних наук,
доцент кафедри міжнародних фінансів
Київського національного економічного
університету імені Вадима Гетьмана***Черкезюк Д.В.***аспірант кафедри міжнародних фінансів
Київського національного економічного
університету імені Вадима Гетьмана*

СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ РИНКУ БОРГОВИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ УКРАЇНИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Стаття присвячена фундаментальному аналізу показників функціонування фондового ринку України під впливом глобалізаційних процесів та світової фінансової нестабільності. На основі отриманих результатів висвітлено сучасну ситуацію на ринку боргових фінансових інструментів в Україні. З'ясовано сутність факторів, які впливають на стан та перспективи розвитку сегменту корпоративних облігацій, а також запропоновано основні напрямки заходів, які необхідно вживати з метою покращення показників здійснення інвестиційного процесу через даний сегмент фондового ринку України.

Ключові слова: боргові фінансові інструменти, корпоративні облігації, інвестиційні ресурси, державні облігації, інвестори, дефолт.

Павлюк Е.А., Черкезюк Д.В. СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА ДОЛГОВЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ УКРАИНЫ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛЬНОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ

Статья посвящена фундаментальному анализу показателей функционирования фондового рынка Украины под влиянием глобализационных процессов и мировой финансовой нестабильности. На базе полученных результатов раскрыта современная ситуация на рынке долговых финансовых инструментов в Украине. Выявлена сущность факторов, которые влияют на состояние и перспективы развития сегмента корпоративных облигаций, а также предложены основные направления мер, которые необходимо воплотить с целью улучшения показателей осуществления инвестиционного процесса через данный сегмент фондового рынка Украины.

Ключевые слова: долговые финансовые инструменты, корпоративные облигации, инвестиционные ресурсы, государственные облигации, инвесторы, дефолт.

Pavliuk O.O., Cherkeziuk D.V. DEBT MARKET CONDITIONS AND DEVELOPMENT OPPORTUNITIES IN UKRAINE AMID GLOBAL FINANCIAL INSTABILITY

The article covers fundamental analysis of indicators related to Ukrainian stock market functioning under the influence of globalization processes and world financial instability. On the basis of the received results current situation in the Ukrainian debt market is revealed. The essence of factors influencing conditions and development opportunities of the corporate bonds segment are identified as well as core directions of measures to be taken for the aim of improving indicators of implementing investment process via this segment are offered.

Keywords: debt financial instruments, corporate bonds, investment resources, government bonds, investors, default.

Постановка проблеми. Пройшовши тривалий період становлення ринку фінансових інструментів на принципах ринкової економіки з часу отримання незалежності, український фондовий ринок, як і вся національна економічна система, досі знаходиться на перехідному етапі розвитку. Кожного року впроваджуються нові реформи, апробуються нові схеми побудови національної фінансової архітектури, однак, попри всі заходи, фінансовий ринок в Україні все ще повністю не сформований. І це є значною перешкодою як для притоку інвестицій з-за кордону, так і для ефективного обігу фінансових ресурсів всередині країни.

Традиційно ще до отримання державної незалежності у 1991 році найбільш вагомим інструментом для інвестування серед населення були облігації, причому вони ще не були повноцінним інструментом ринку капіталу, оскільки не мали вільного обігу. Так і до сьогодні, вже в незалежній Україні, облігації (в першу чергу державні) залишаються найбільш звичним інструментом для населення та універсальним інструментом великомасштабних запозичень для держави.

Безумовно, Україна як повноцінний учасник інвестиційних процесів на світових фінансових ринках повністю зазнає усіх негативних проявів глобаліза-

ційних процесів у вигляді локальних проявів світових фінансових криз, посиленої нестабільності як в умовах системної невизначеності глобального розвитку, так і внаслідок національної політичної та геополітичної дестабілізації. Саме тому аналіз стану та перспектив розвитку ринку боргових фінансових інструментів набуває особливої ваги в сучасних умовах задля розробки пропозицій щодо подальшого покращення та підвищення ефективності його функціонування в умовах невизначеності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання функціонування ринку фінансових інструментів, в тому числі боргових цінних паперів, привертають значну увагу провідних науковців та практиків економічної діяльності, особливо у період загострення кризових явищ у фінансовій системі, в умовах нестачі інвестиційних ресурсів. Теоретико-методологічні основи розвитку національних фінансових ринків, в тому числі боргових фінансових інструментів, з урахуванням особливостей глобалізаційних процесів базуються на концепціях, запропонованих у працях як зарубіжних, так і вітчизняних дослідників. Так, питання розвитку ринку фінансових інструментів в контексті глобальної нестабільності та фінансових дисбалансів розглядалися К. Рогоффом, М. Обстфельдом [1], Г. Мінські, Ф. Фабоцці [2], Дж. Стігліцом, А.

Тейлором, серед українських вчених особливі здобутки належать О. Мозговому, С. Хоружому, А. Пересяді [3], Д. Леонову, А. Федоренко, А. Мертенс та іншим. Проте, інвестиційний ринок, зокрема через механізм ринку боргових фінансових інструментів, потребує подальшого аналізу крізь призму сучасних умов здійснення інвестиційного процесу. Постає необхідність дослідити наявний інструментарій ринку боргових цінних паперів та підвести підсумок щодо його привабливості та основних факторів, які на це впливають.

Мета та завдання. Таким чином, метою даного дослідження є побудова реальної картини інвестиційного процесу через ринок боргових інструментів України в умовах фінансової нестабільності та глобальних дисбалансів, використовуючи метод всебічного аналізу показників розвитку фондового ринку України у період докризового етапу розвитку (2001-2007 роки), посткризовий період після світової фінансової кризи у 2008 році та сучасний стан.

Виклад основного матеріалу. Традиційно здійснення інвестиційного процесу через ринок боргових інструментів відноситься до категорії консервативного інвестування через його помірний рівень ризику та відносну стабільність. Незважаючи на цей факт, в Україні даний сегмент не набув потенційно можливих масштабів розвитку, особливо щодо корпоративних облігацій, які можуть стати суттєвим джерелом інвестиційних коштів для ряду українських підприємств, тим самим сприяючи зміцненню національної економічної системи.

З часу отримання незалежності України, державні цінні папери залишаються найбільш привабливим для інвесторів фінансовим інструментом, який передбачає широке коло напрямів застосування, окрім отримання доходу від купівлі-продажу та отримання процентного доходу, зокрема його використання для отримання рефінансування від центрального банку, укладення угод репо тощо. Виходячи із загальносвітової практики, за якою суверенні запозичення зазвичай сприймаються як найменш ризиковані, очевидно, що держава на ринку капіталів має набагато вищі можливості порівняно із корпоративними позичальниками. Тому розвинений ринок державних облігацій, до якого майже постійно існує зацікавленість з боку нерезидентів, із самого початку був найбільш значущим конкурентом ринку облігацій підприємств [5].

Виходячи із здійснених досліджень, саме розширення інструментів для залучення позикових коштів для суб'єктів господарювання, держави та місцевих рад стало одним із основних чинників інтенсивного розвитку національної економіки у 2001-2007 рр. До даного періоду практично єдиним джерелом фінансування для суб'єктів економічної діяльності було банківське кредитування з незначною часткою прямих інвестицій, в тому числі іноземних, додаткової емісії акцій, векселів тощо.

Наприклад, протягом 1997-2000 рр. загальний обсяг випущених в Україні корпоративних облігацій не перевищував 0,13 млрд. грн., тобто на облігації підприємств приходилося менше 2% від загального обсягу випущених в Україні цінних паперів [6].

Сучасна структура ринку фінансових інструментів суттєво розширилася. Як бачимо з рис. 1, значною мірою зросла частка корпоративних облігацій.

За сім передкризових років (2001-2007) ліквідність цього сегменту фінансового ринку зросла на порядок:

- кількість випусків – у 16 разів (з 61 до 991),

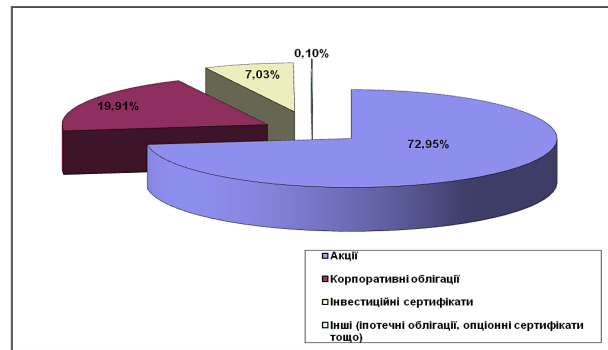


Рис. 1. Структура фінансових інструментів на фондовому ринку України станом на 31.12.2013.

Джерело: розроблено автором на основі даних Національного депозитарію України [4]

- обсяг випущених емітентами облігацій – у 64 рази (з 0,69 до 44,48 млрд. грн.),

- обсяг біржових торгів облігаціями підприємств – у 140 разів (з 0,12 до 17,36 млрд. грн.),

- обсяг укладених торговцями цінними паперами договорів з облігаціями підприємств на біржовому та позабіржовому ринках – у 152 рази (з 0,89 до 134,73 млрд. грн.) [5].

Відповідно, обсяг випуску облігацій підприємств у 2007 році (44,5 млрд. грн.) лише несуттєво поступався випуску акцій (50 млрд. грн.), а в структурі біржових торгів корпоративні облігації мали беззаперечне лідерство (на них приходилося 49,7% загального обсягу торгів на фондових біржах України).

В результаті облігації підприємств стали одним з найбільш привабливих інструментів для вкладень інституційних інвесторів. На кінець 2007 року 34,4% загального інвестиційного портфелю інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів та страховиків складали саме облігації підприємств.

Звуження ринку облігацій під час активної фази світової фінансової кризи проходило не менш швидкими темпами. За 2008-2009 роки обсяги та кількість випусків облігацій скоротилися вчетверо, обсяги біржових торгів – у 2,5 рази [5].

Для цього існували об'єктивні макроекономічні причини, зокрема:

1) значна конкуренція з боку держави, яка значно збільшила обсяги запозичень та вартість залучення до державного бюджету, що мало наслідком переорієнтацію інвесторів з корпоративних на більш надійні державні облігації. Так, протягом 2008-2010 років загальна вартість облігацій внутрішньої державної позики за сумою основного боргу зросла у 14,9 рази (з 9,1 млрд. грн. на початку 2008 р. до 136,2 млрд. грн. наприкінці 2010 р.) [7], а річні ставки зросли із 7% у січні 2008 року до 22-25% у січні 2010 року [8].

2) девальвація національної валюти та скорочення фінансових ресурсів у банківському секторі (через зменшення депозитів та проблеми з поверненням кредитів) призвели до скорочення обсягів та зростання вартості банківського кредитування, а, відповідно, й вартості облігаційних запозичень. Так, ставки кредитування у 2009 році зросли до 27% порівняно із 14% річних у 2008 році [9].

3) стрімке нарощування боргу корпоративного сектору, оскільки значна його частка (єврооблігації) була номінована в іноземних валютах, стосовно яких гривня значно девальвувала (восени 2008 році грив-

ня, девальвували на 62,3% відносно долара і на 54,8% відносно євро, увійшла в трійку країн – світових «лідерів» падіння національних валют) [10];

4) зниження внутрішнього та зовнішнього попиту на продукцію українських підприємств, а також прибутковості бізнесу, що ускладнило оплату поточних та довгострокових зобов'язань, зокрема облігаційних. Так, ВВП за 2008 рік скоротився на 15%, а загальний фінансовий результат підприємств України за 2 роки зменшився на 178,3 млрд. грн. (з прибутку в 135,9 млрд. грн. у 2007 р. до збитків в розмірі 42,4 млрд. грн. у 2009 році) [11].

В таких умовах більшість потенційних емітентів облігацій відмовилися від виходу на ринок публічно-го боргу (через недостатність ресурсів у інвесторів та неможливість сплачувати високі ставки доходності, існуючі на ринку), а емітенти, які випустили облігації напередодні кризи, почали скорочувати купонні платежі, відмовлятися від дострокового погашення, пропонувати інвесторам умови щодо реструктуризації облігаційних позик, або взагалі відмовилися від виконання своїх зобов'язань, використовуючи прогалини у чинному законодавстві.

Всього за 2004-2011 рр. було зафіксовано 139 дефолтів. Проте, до 2008 року дефолти в Україні були досить епізодичним явищем. За 2005-2007 рр. їх було лише 7, натомість протягом наступних трьох років (2008-2010) було зафіксовано 106 дефолтів (див. рис. 2) [12].

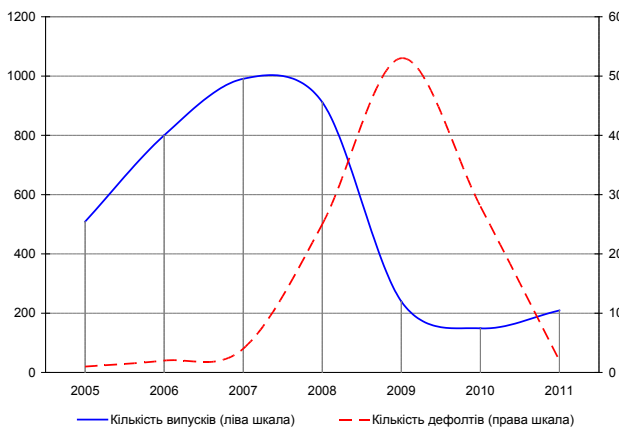


Рис. 2. Порівняння динаміки кількості випусків облігацій підприємств та дефолтів за ними протягом 2005-2011 рр.

Джерела: Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (річні звіти за 2005-2010 роки, попередня інформація за 2011 рік), Рейтингове агентство «Кредит-Рейтинг»

З огляду на незначний час існування ринку корпоративних облігацій, їх роль як ефективного заходу залучення капіталу в національній економіці вкрай низька, незважаючи на існування періодів інтенсивного розвитку цього сегменту ринку капіталу та великий потенціал розвитку даного напрямку.

Україна має один з найменших в світі співвідношень обсягів банківського кредитування та вартості боргових цінних паперів в обігу – 20,5%, що втричі менше за середньосвітове значення (63,5%) та майже вдвічі менше, ніж в середньому по країнах, що розвиваються (37%). Якщо в світі обсяги запозичень у формі облігаційної позики майже еквівалентні ВВП (99,7%), то для України цей показник складає лише 15,5%.

Більше того, якщо в середньому в світі корпоративні облігації не принципово відрізняються від

обсягів державних запозичень (в структурі запозичень на державу приходить 60%, а на корпоративний сектор – 40%), то в Україні пропорція складає 80%/20% [5].

На тлі сучасних подій у сфері геополітики та загальної соціально-економічної кризи в Україні, очевидно, ринок фінансових інструментів так само потерпає від теперішніх обставин. Розроблені концепції щодо розвитку фондового ринку вже не враховують усіх складнощів та особливостей поточної ситуації. Однак, безумовно, їх фундаментальні рекомендації та принципи залишаються діяти. Так, зокрема, щодо удосконалення правового регулювання захисту прав власників корпоративних боргових цінних паперів шляхом:

- розширення видів корпоративних облігацій (біржових, інфраструктурних (концесійних)) та створення механізмів їх емісії;

- впровадження інституту зборів власників облігацій з наданням їм, зокрема, прав погоджувати рішення емітента щодо операцій з його активами у випадку проблем з виконанням зобов'язань за такими облігаціями у відносинах з емітентом;

- законодавчого врегулювання дій емітента і власників корпоративних облігацій у разі дефолту, реструктуризації боргу, конвертації облігацій тощо [13].

Розуміючи відсталість та неповноцінну ефективність функціонування ринку фінансових інструментів в Україні, варто відзначити й певні позитивні тенденції його розвитку. Так, у 2013 році обсяг залучених інвестицій в економіку України через інструменти фондового ринку становив 144,38 млрд. грн., що на 37,43 млрд. грн. більше, ніж у минулому році, що свідчить про зростання зацікавленості учасників ринку в такому інструментарії. З них акцій було випущено на 64,54 млрд. грн. (на 48,70 млрд. грн. більше, ніж у минулому році). Корпоративних облігацій було випущено на суму 44,76 млрд. грн. (на 6,63 млрд. грн. більше, ніж за 2012 рік). Проте, у 2013 році не було здійснено емісії жодного випуску облігацій місцевих позик [14].

Висновки та перспективи подальших досліджень. Отже, здійснивши фундаментальний аналіз показників розвитку ринку фінансових інструментів України, передусім його боргової складової, у докризовий, посткризовий та сучасний (в мовах нестабільності та невизначеності) періоди, можемо підвести наступні підсумки:

1. Стан функціонування та привабливість ринку корпоративних боргових інструментів залежить від впливу багатьох факторів не лише національних масштабів, але й глобальних. Так, світова фінансова криза потужно зачепила функціонування ще не сформованої трансформаційної економічної системи України, що призвело до стрімкого згорання ринку корпоративних облігацій, які не лише не витримували конкуренцію з боку суверенних облігацій, а й зазнавали впливу ряду інших макроекономічних показників, таких як:

- девальвація національної валюти;
- скорочення фінансових ресурсів у банківському секторі;
- зниження внутрішнього та зовнішнього попиту на продукцію українських підприємств.

2. Спираючись на досвід провідних країн світу з розвиненим ринком фінансових інструментів, важливо усвідомити неабияке значення розвитку сектору боргових цінних паперів задля збільшення інвестиційних ресурсів та розширення можливостей компаній щодо власного фінансування. Для цього

необхідно надалі вивчати та втілювати комплекс ефективних заходів як на урядовому рівні щодо створення прозорого та діючого правового поля, так і на рівні поширення обізнаності та популярності фінансових інструментів серед потенційних інвесторів.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Obsfeld M., Rogoff K. (October, 2009). Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes. Berkeley: University of California, and Harvard University.
2. Frank J. Fabozzi. Investment management after the global financial crisis / Frank J. Fabozzi, Sergio M. Focardi, Caroline Jonas. – Research Foundation of CFA Institute, 2010. Retrieved from <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rf.v2010.n1.1>.
3. Пересада А. А., Коваленко Ю. М. Фінансові інвестиції: підручник. – К.: КНЕУ, 2006. – 728 с.
4. Матеріали сайту Національного депозитарію України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.csd.ua/>.
5. Проект Концепції розвитку ринку емісійних боргових цінних паперів [Електронний ресурс] / Асоціація «Українські фондові торговці» – 2013. – Режим доступу: <http://www.aust.com.ua/>.
6. Матеріали сайту Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.nssmc.gov.ua.
7. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу, щодня [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580.
8. Дохідність ОВДП на первинному ринку, щомісяця [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580.
9. Вартість кредитів за даними статистичної звітності банків України (без урахування овердрафту) [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580.
10. Матеріали сайту Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.bank.gov.ua.
11. Матеріали сайту Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
12. Матеріали сайту РА «Кредит-Рейтинг» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.credit-rating.ua/>.
13. Проект Програми розвитку фондового ринку України на 2012-2014 роки [Електронний ресурс] / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу <http://www.nssmc.gov.ua/fund/development/plan>.
14. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2013 року [Електронний ресурс] / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytcs>.

УДК 339.172

Полікевич Н.І.

*здобувач кафедри міжнародного менеджменту та маркетингу
Тернопільського національного економічного університету*

РОЛЬ ЕНЕРГЕТИЧНИХ БІРЖ НА ЄВРОПЕЙСЬКОМУ ЕНЕРГЕТИЧНОМУ РИНКУ

В даній статті розглянуто структуру енергетичних ринків Європи. Проаналізовано розподіл європейського енергетичного ринку за регіональними ініціативами ЄС. Виділено роль, яку енергетичні біржі виконують у контексті як ізольованого національного ринку, так і в контексті інтеграції ринку ЄС. Наведено роль енергетичних бірж у вирішенні проблем управління переважанню.

Ключові слова: енергетичний ринок, енергетична біржа, спотовий ринок, ф'ючерсний ринок, аукціон, управління переважанню.

Полікевич Н.И. РОЛЬ ЭНЕРГЕТИЧЕСКИХ БИРЖ НА ЕВРОПЕЙСКОМ ЭНЕРГЕТИЧЕСКОМ РЫНКЕ

В данной статье рассмотрена структура энергетических рынков Европы. Проанализировано распределение европейского энергетического рынка с региональными инициативами ЕС. Выделена роль, которую энергетические биржи выполняют в контексте как изолированного национального рынка, так и в контексте интеграции рынка ЕС. Приведена роль энергетических бирж в решении проблем управления перегрузками.

Ключевые слова: энергетический рынок, энергетическая биржа, спотовый рынок, фьючерсный рынок, аукцион, управление перегрузкой.

Polikevych N.I. THE ROLE OF ENERGY EXCHANGES IN THE EUROPEAN ENERGY MARKET

The structure of energy markets in Europe was described. The distribution of the European energy market of EU regional initiatives was analyzed. The role of energy exchanges in the isolated domestic market and integration of the EU market were showed. The importance of energy exchanges in solving problems of management congestion was highlighted.

Keywords: energy market, energy exchanges, spot market, futures market, auction, management congestion.

Постановка проблеми. З початком процесу лібералізації енергетичних ринків з'явилося безліч способів для торгівлі електроенергією. З одного боку, вони замінили механізми щоденної диспетчеризації, притаманні старій монополістичній структурі фізичної генерації потоків електроенергії. Торговельна активність є необхідною складовою у повсякденному визначенні обсягів генерування, транспортування і доставки енергії. Одним з найбільш використовуваних прикладів є торгівля стандартизованими ф'ючерсними контрактами на умовах фізичної поставки або грошових розрахунків.

Європейський енергетичний ринок є зрілим ринком, де досягнення у торгівлі електроенергією є найбільш оптимальними в умовах постійної інтеграції. Це пов'язано з професійною торговельною та фінансовою структурою багатьох фінансово-орієнтованих ринків, що лежать в основі міжнародної інтеграції. В Європі фізична торгівля електроенергією сприяла розширенню ринків за національні кордони.

Багатовіковий досвід ринкових відносин свідчить, що біржі є ключовими економічними інструментами, що забезпечують прозорість і відкритість товарних ринків та створюють середовище конкуренції та віль-