

вання, моніторинг, захист прав власності. В трансформаційній економіці трансакційні витрати вищі, ніж у розвиненій, що впливає на вартість фінансових послуг.

Фінансові інститути та інструменти необхідні і для залучення та обслуговування іноземних інвестицій, котрі слід направляти на нагромадження капіталу. Інституційна система стає більш організованою, хаотичний рух капіталу, характерний трансформаційній економіці заміщується його планомірним нагромадженням і розміщенням. "Можна стверджувати, що розвиток фінансового сектора в конкретній країні дійсно формує такий зовнішній ефект, який можна формалізувати й оцінити як допоміжний чинник економічного зростання" [4, с. 18].

Фінансовий сектор обслуговує процеси нагромадження капіталу, що проявляється у його здатності забезпечувати трансформацію заощаджень в інвестиції; зростанні ролі довгострокових банківських кредитів в економіці; розвитку вторинного фондового ринку; розширенні іноземних інвестицій, що потребують фінансових посередників для розміщення коштів в модерніза-

цію основного капіталу, впровадженні інноваційних технологій; будівництві.

Значну роль в нагромадженні капіталу, простому і розширеному його відтворенні на підприємствах відіграють фінансові інструменти держави, вплив котрих на нагромадження капіталу слід в подальшому досліджувати і продумано використовувати.

1. Государство и экономика: факторы роста / А.Г.Зельднер, И.Ю.Ваславская В.К.Южелевская и др. – М.: Наука, 2003.
2. Базилевич В.Д. Посилення ролі фінансів у трансформаційній економіці // Фінанси України. – 2004. – №5.
3. Джерела інвестицій та їх економічне регулювання / За ред. Чл. – кор. НАН України М.С.Герасимчука. – К.: ІЕ НАНУ, 1999.
4. Зимовець В. Місце фінансового сектора в сучасних концепціях інституційної організації економіки // Економіка України. – 2004. – №11.
5. Корнеев В.В. Інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках. – К.: НДФІ, 2003.
6. Литвиненко Є.О. Податкове стимулювання розвитку промислового виробництва // Фінанси України. – 2004. – №4.
7. Лютий І.О. Новітні тенденції розвитку фінансової системи держави // Фінанси України. – 2004. – №5.
8. Пересада А.А., Зубленко В.В. Реалізація інвестиційних проектів в Україні // Фінанси України. – 2004. – №3.

Надійшла до редколегії 09.09.05

С.З. Мошенський, канд. екон. наук, доц.

АНАЛІЗ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ В УКРАЇНІ: ЕТАПИ СТАНОВЛЕННЯ, ОБСЯГИ, ДИНАМІКА ТА ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ

У статті, на основі статистичного матеріалу, проведено докладний комплексний аналіз розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні, його обсягів та динаміки; визначені етапи становлення та тенденції розвитку національного ринку корпоративних облігацій.

In enactment, on the basis of a statistical material, the careful, complex analysis of the market development corporate bonds in Ukraine, its volumes and dynamics is performed; stages of becoming and the tendency developments of the national market corporate bonds are designated.

Одним з важливих сегментів фінансового ринку є ринок корпоративних облігацій, який з причини свого динамічного розвитку останніми роками став суттєво впливати на розвиток національної економіки. Сьогодні залучення фінансових ресурсів за допомогою корпоративних облігацій є другим за популярністю засобом залучення підприємствами грошових коштів на фондовому ринку (на першому залишаються акції). Тому розвиток ринку корпоративних облігацій має важливе макроекономічне значення, створюючи фінансові передумови для оновлення виробничого потенціалу підприємств та їх економічного зростання.

Стрімкий розвиток ринку корпоративних облігацій зумовив потребу дослідження закономірностей функціонування цього ринку з точки зору обсягів, динаміки та тенденцій розвитку. Ці питання є актуальними як в теорії фінансів, так і в практичному використанні.

До аналізу українського ринку корпоративних облігацій зверталися в першу чергу аналітики ведучих банків: Ерік Найман, О. Горбань (Укрсоцбанк) [3], О. Суляев (АКІБ УкрСиббанк) [9], О. Печерицин (ЗАО "Альфа-Банк" Украина) [5]. До аналізу також звертались: незалежний експерт Віталій Шапран [12]; фінансовий аналітик ООО "АРТ-Капітал" Ю. Прозоров та головний консультант експертно-аналітичного центра Ради Національного банку України з питань грошово-кредитної політики О. Вальчишен [6,7,8]. Становлення історії ринку корпоративних облігацій в Україні та роль на ньому інвестиційних банків розглянув С. Марахов [2]; галузеву структуру корпоративних облігацій українських компаній дослідив к. е. н., радник голови правління ЗАТ "СК Українська страхова група" О. Охріменко [4]. Стан ринку єврооблігацій українських емітентів розглянув А. Дмитренко [1]. Ринок корпоративних облігацій України у першому півріччі 2004 року досліджували Д. Ткаченко [10] та В. Харченко [11].

Але внаслідок нетривалої історії українського ринку корпоративних облігацій, аналіз динаміки та тенденцій розвитку цього ринку не отримав повного теоретичного обґрунтування у вітчизняній науковій літературі. Більшість публікацій носить прикладний характер. Роботам не вистачає комплексного аналізу основних тенденцій розвитку ринку корпоративних облігацій, що можливий за умов ретельного наукового дослідження та узагальнення статистики основних параметрів функціонування цього ринку. Такий аналіз дозволить обґрунтувати основні напрямки розвитку сучасного українського сектору корпоративних облігацій які б враховували його національну специфіку та вплив світового ринку корпоративних облігацій.

Зародження українського ринку цінних паперів відбувалося у специфічних умовах переходу від планової соціалістичної економіки до ринкової. Хоча новітній український ринок корпоративних облігацій існує недовго порівняно із західними ринками, що мають неперервну вікову історію, навіть за цей короткий період вітчизняний ринок став структурою, здатною задовольняти потреби підприємств у капіталі. Загальні обсяги ринку протягом 1996–2005 рр. показано на рисунку 1.

Незважаючи на очевидні успіхи, масштаби українського ринку корпоративних облігацій у порівнянні з ринками економічно розвинутих країн є досить незначними (див. табл. 1).

Історія ринку корпоративних облігацій в Україні тісно пов'язана з динамікою макроекономічного розвитку в цілому. ДКЦПФР (www.ssmc.gov.ua) визначила три етапи розвитку фондового ринку. На наш погляд, якщо розглядати історію розвитку фондового ринку в короткостроговій перспективі, то можна погодитися з періодизацією, запропонованою ДКЦПФР. Щодо ринку облігацій, до того ж в довгостроковій перспективі, доцільно виокремлювати два етапи.

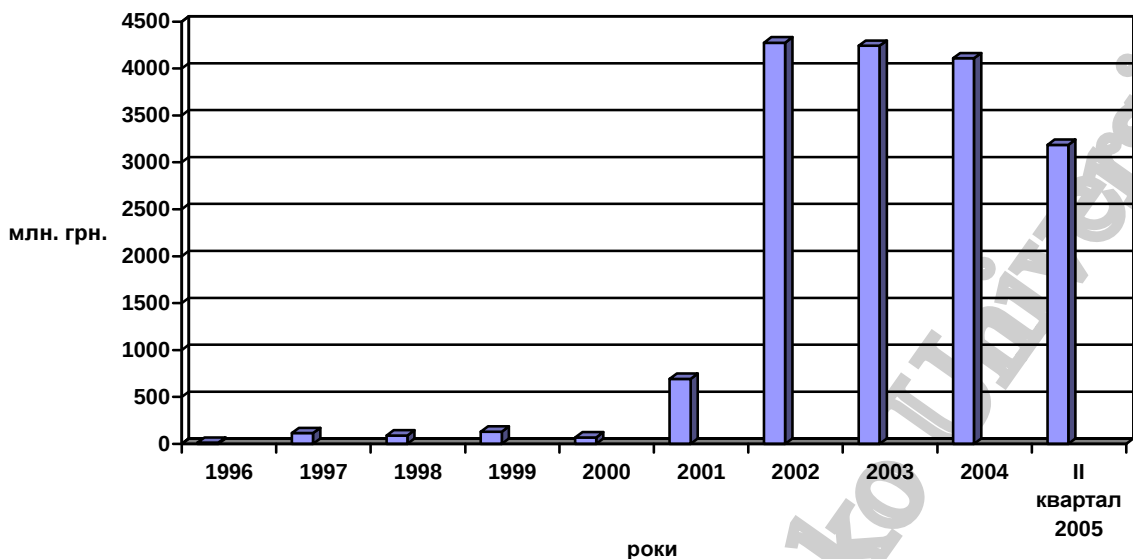


Рис. 1. Обсяги емісій корпоративних облігацій, 1996–2005 рр. (за даними ДКЦПФР)

Таблиця 1. Обсяг ринку корпоративних облігацій в Україні та в деяких інших країнах світу в 2002–2004 рр (млрд дол.)¹.

КРАЇНА	Роки		
	2002	2003	2004
США	2422,6	2484,0	2581,3
Японія	683	769,7	789,4
Франція	175,7	236,2	263,5
Італія	124,5	182,3	241,7
Південна Корея	164	167,6	159,2
Іспанія	64,5	114,5	183,5
Німеччина	58,7	108,9	132,2
Австралія	57,1	87,4	101,4
Канада	69,5	88,1	98,1
Нідерланди	58,2	65,2	61,4
Малайзія	38,7	44,9	45
Швейцарія	27,3	28,2	27,1
Швеція	22,4	24,1	26,5
Таїланд	15,3	19,3	19,9
Мексика	9,3	12,9	18,5
Аргентина	8,7	8,6	9,6
Росія	4,7	5,9	7,9
Гонконг	7,1	6,4	5,8
Сингапур	4,4	5,3	5,5
Чехія	3,2	3,4	4,3
Бразилія	1,7	2,7	4,0
Україна	0,2	0,9	0,8

Перший етап: з 1991 р. по 2000 р. (підготовчий).

В червні 1991 р. Верховною радою України було прийнято Закон "Про цінні папери та фондову біржу" від 18 червня 1991 р. № 1201-XII, який визначає, що в Україні серед інших цінних паперів можуть випускатися і облігації підприємств. Закон визначив ключові положення щодо емісії та обігу облігацій підприємств (ст. 10–14), завдяки чому відбувалося становлення правових рамок українського ринку облігацій.

Для початку першого етапу були характерні низькі темпи розвитку фондового ринку, що було пов'язано з повільними темпами приватизації, виникненням нових підприємств різної форми власності, повною відсутністю необхідної інфраструктури ринку та недостатнім правовим регулюванням питань, пов'язаних з його функціонуванням. До того ж, був відсутній вторинний ринок цінних паперів, а розпорошеність функцій між різними державними органами щодо регулювання фондового

ринку не дозволяла повноцінно забезпечувати процес його гармонійного розвитку та поступової інтеграції в світові фондові ринки.

За таких умов важливе значення мало створення державної системи регулювання фондового ринку (за допомогою ДКЦПФР). Принципи та шляхи розвитку ринку цінних паперів було визначено законодавчо². Зокрема, Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" від 30 жовтня 1996 року № 448/96-ВР визначав (ст. 7), що ДКЦПФР встановлює вимоги щодо емісії й обігу цінних паперів, а також інформації про випуск та розміщення цінних паперів. У вересні 1996 р. ДКЦПФР ухвалила положення про порядок випуску облігацій та інформації про їх випуск.

До фінансової кризи 1998 р. уряд здійснював активні запозичення з внутрішнього ринку за допомогою облігацій з високою прибутковістю, але це мало неоднозначний вплив на розвиток ринку корпоративних облігацій. З одного боку, комерційні банки (основні покупці державних облігацій) отримали досвід роботи з облігаціями, з іншого боку, такий рівень державних запозичень не залишав місця для пропозицій облігацій від емітентів з корпоративного сектору. Необхідно згадати про поширену в період до 2000 р. недовіру до корпоративних облігацій внаслідок краху фінансових пірамід.

В цілях стимулювання інвестиційної діяльності 15 липня 1999 р. були внесені зміни до закону України "Про оподаткування прибутку підприємств" від 28 грудня 1994 року № 334/94-ВР, який визначив оподаткування випуску облігацій ідентичним оподаткуванню, при залученні банківського кредиту. Положення цього закону надали поштовх до появи випусків облігацій з метою залучення підприємствами грошових коштів з відкритого фінансового ринку.

Результатами першого етапу розвитку фондового ринку України стало створення дієвої системи контролю за дотриманням законодавства на ринку цінних паперів, а також визначення порядку реєстрації прав власності на цінні папери та системи розкриття інформації про емітентів та професійних учасників ринку цінних паперів, набуття певного досвіду роботи з облігаціями.

Другий етап: з 2000 р. Підйом національної економіки (ВВП збільшився на 9,2 % рівень інфляції становив

¹ За даними www.bis.org.² "Концепція функціонування та розвитку ринку цінних паперів" (1995 р.), Закони України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" (1996 р.), "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" (1997 р.).

6,1 %) в 2001 р., а також удосконалення системи захисту прав інвесторів та підвищення ролі державного регулювання ринку цінних паперів (Укази Президента України "Про Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні в 2000 році", та "Про невідкладні заходи щодо прискорення приватизації майна в Україні") зумовили стрімкий розвиток ринку корпоративних облігацій.

Основною ознакою розвитку ринку в цей період стали публічні розміщення облігацій³. Загальний обсяг нових емісій становив 641,5 млн грн, а публічних випусків – 119,95 млн грн (18,7 %).

В 2002 р. кількість публічних розміщень випусків корпоративних облігацій зросла вдвоє і досягла 30 % від загального обсягу зареєстрованих емісій облігацій (у 2001 році публічні розміщення становили 15 % від загального обсягу емісій), що свідчить про більшу відкритість ринку. Основними інвесторами на ринку корпоративних облігацій залишалися комерційні банки.

28 серпня 2003 р. набула чинності остання редакція "Положення про порядок випуску облігацій підприємств"⁴, що сприяло подальшому розвитку ринку корпоративних облігацій. За підсумками 2003 року Україна зберегла кращий серед європейських країн темп приросту ВВП (9,3 %). Шляхом продажу облігацій підприємств було залучено 4,242 млрд грн.

У 2003 році значно зросли обсяги випусків корпоративних облігацій. Спостерігалось також зростання зацікавленості до запозичення фінансових коштів шляхом випуску облігацій з боку державних підприємств – обсяг зареєстрованих випусків збільшився з 150 млн грн у 2002 році до 1154 млн грн у 2003 році⁵.

У 2004 р. обсяги розміщень скоротилися в порівнянні з 2003 р. (за рахунок відсутності великих випусків держкомпаній). Проте відсоток розміщення зареєстрованих випусків у 2004 р. набагато вище – близько 95 % (теж з причини відсутності великих випусків держкомпаній, в яких відсоток розміщення був невеликим).

Загальна динаміка ринку облігацій за 1996–2004 рр. відображена в таблиці 2

Основними емітентами корпоративних облігацій крім фінансових компаній і банків є компанії комунального сектора (зв'язок, енергетика), а також транспортні та індустріальні підприємства⁶.

Ринок облігацій підприємств характеризується галузевою структурою, яка відображає інвестиційну привабливість окремих галузей. Провідні місця тут займа-

ють будівництво, фінанси та торгівля. Галузеву структуру ринку корпоративних облігацій станом на 09.02.2005 р. показано на рисунку 2.

У 2005 р. за даними ДКЦПФР сумарна вартість зареєстрованих за січень-травень випусків акцій склала 6526,372 млн грн. У період із січня по червень 2005 року ДКЦПФР зареєструвала 132 емісії облігацій на загальну суму 3184,355 млн грн.

Найбільші розміщення зробили Укрсоцбанк, банк "Хрещатик" (по 100 млн грн) і "Прокредит Банк" (на 50 млн грн).

В Україні сформувалася практика використання цільових, відсоткових і дисконтних облігацій. Співвідношення цих видів облігацій показано на рисунку 3.

Дисконтні облігації випускалися компаніями з різними видами діяльності (торгівля, фінанси, будівництво й ін.). Усі випущені в 2005 році цільові облігації – це облігації будівельних компаній, що випускаються під нерухомість⁷. Випуски облігацій "під будівництво" набули особливого поширення в 2004 р. Ці безпроцентні позики передбачали право одержання певної площі в новобудовах на 1 облігацію. В 2004 р. розміщено 44 таких випуски на загальну суму 1214 млн грн. і можна передбачати подальше зростання їхньої популярності [10].

Окрему групу серед корпоративних облігацій складають **єврооблігації**. Ініціаторами пошуку зовнішніх кредитів стали в 2003 р. банки – потенційні посередники між західними інвесторами та українськими компаніями.

В 2003 р. перші випуски єврооблігацій здійснили лише 2 емітенти на суму 250 млн дол., в 2004 р. – вже 5 емітентів на суму 1322 млн дол. Зокрема, УкрСиббанк розмістив на початку 2004 р. трирічні облігації на загальну суму 100 млн дол. під ставку 10,5 % річних. У вересні 2004 р. "Нафтогаз України" одержав від банку ABN Amro (Нідерланди) 500 млн дол. для розміщення п'ятирічних корпоративних єврооблігацій.

В 2005 р. УкрСиббанк розмістив новий випуск трирічних єврооблігацій на 125 млн дол. з найвищою серед українських недержавних банків ставкою купона – 8,95 % річних. В цілому ж у 2005 р. випуски єврооблігацій планують здійснити 10 емітентів на загальну суму 1925 млн дол.⁸

Згідно з даними ДКЦПФР 98 % корпоративних облігацій в обігу становлять бездокументарні цінні папери, тому система розрахунків та переходу прав власності за угодами щодо купівлі-продажу облігацій пов'язана з такими професійними учасниками ринку цінних паперів як депозитарії.

Можна виділити декілька **основних тенденцій** українського ринку корпоративних облігацій, на які мають вплив умови функціонування фінансово-економічної системи (промисловості, банківської системи).

1. Останнім часом на ринку облігацій в Україні намітилися позитивні зміни, оскільки подальше економічне зростання суб'єктів господарської діяльності неможливе без залучення додаткових грошових коштів. Подальше поживлення на ринку корпоративних облігацій пов'язане насамперед з підприємствами середнього бізнесу, що виявляють інтерес до купівлі боргових зобов'язань для збільшення своїх активів.

³ Раніше більш розповсюдженими були закриті розміщення, які проводилися суб'єктами господарювання для фінансування своїх дочірніх структур, планування фінансових потоків і оптимізації оподаткування (або ж були "тіньовими" формами кредитування)

⁴ Згідно з положенням, облігації можуть випускатися як для відкритого продажу – для розміщення серед юридичних та фізичних осіб, коло яких заздалегідь визначити неможливо, так і для закритого продажу, тобто для розміщення і обігу облігацій серед юридичних осіб (професійних учасників ринку цінних паперів, банків, страхових компаній, інститутів спільного інвестування, тощо), перелік яких заздалегідь визначено емітентом (Рішення ДКЦПФР №322 від 17 липня 2003 р. "Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій підприємств" Зареєстровано в Міністерстві юстиції України 13 серпня 2003 р. за № 706/8027).

⁵ Були зареєстровані значні за обсягом випуски облігацій відкритого акціонерного товариства "Укртелеком" – 16,50 %, державного територіально-галузевого об'єднання "Південно-Західна залізниця" – 11,79 %, державного підприємства "Енергоатом" – 11,79 %, Дочірньої компанії "Укртрансгаз" НАК "Нафтогаз України" – 7,07 %, товариства з обмеженою відповідальністю "Автосоюз" – 5,05 % від загального обсягу зареєстрованих випусків облігацій (за даними ДКЦПФР – www.ssmc.gov.ua).

⁶ Серед них найбільш значимими були випуски облігацій наступних емітентів: ТОВ "Аркада-Фонд" (2002р. – 20 000 000грн); ДАК "Титан" (2003р. – 30 000 000грн); ДМА "Бориспіль" (2003р. – 11 000 000грн); Укртелеком (2003р. – 200 000 000грн); ЗАТ "АВК" (2003р. – 25 000 000грн); ЗАТ "Сармат" (2003р. – 50 000 000грн), Велика Кишеня (2004р. – 20 000 000грн), АКБ "Райффайзенбанк Україна" (2003р. – 36 000 000грн), Укрсоцбанк (2003р. – 17 500 000грн) – за даними cbonds.

⁷ Найбільші випуски в будівельній галузі в 2004 р. здійснили: Ліко-Холдинг – 213 млн грн, СКВО (Одеса) – 156 млн грн, Каштанове місто – 136 млн грн, Аркада-Фонд – 102 млн грн; Містобудінвест – 84 млн грн. У 2005 р. – Житло XXI століття – 145,5 млн грн, Житло киянам – 133 млн грн, Столиця – 104 млн грн, Виробничий вектор – 67 млн грн, Гарант-Інвест – 50 млн грн, Каштанове місто – 55 млн грн.

⁸ Все за даними інформативного агентства CBonds: www.cbonds.info.

Таблиця 2. Випуск облігацій суб'єктами підприємницької діяльності, млн. грн. (1996–2004 рр.) (за даними ДКЦПФР)

Вид підприємницької діяльності	1996	1997	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Усього зареєстровано випусків, у тому числі:	12,81	116,44	132,19	69,89	694,32	4274,62	4241,86	4106,59
Банки	0,66	0,50	-	5,00	73,44	87,38	329,16	217,93
Страхові компанії	-	-	-	-	-	25,15	7,00	112,00
Державні підприємства	1,95	102,00	120,00	-	56,50	150,00	1154,00	520,04
Дочірні підприємства	-	-	-	-	-	3510,00	438,00	117,96
Акціонерні товариства	-	0,04	-	45,81	168,52	84,92	1093,94	385,93
Товариства з обмеженою відповідальністю	10,20	3,90	8,00	19,08	352,86	417,17	1102,07	2515,20
Об'єднання (концерни, корпорації), приватні підприємства, командитні товариства й ін.	-	10,00	4,19	-	43,00	-	117,70	237,53

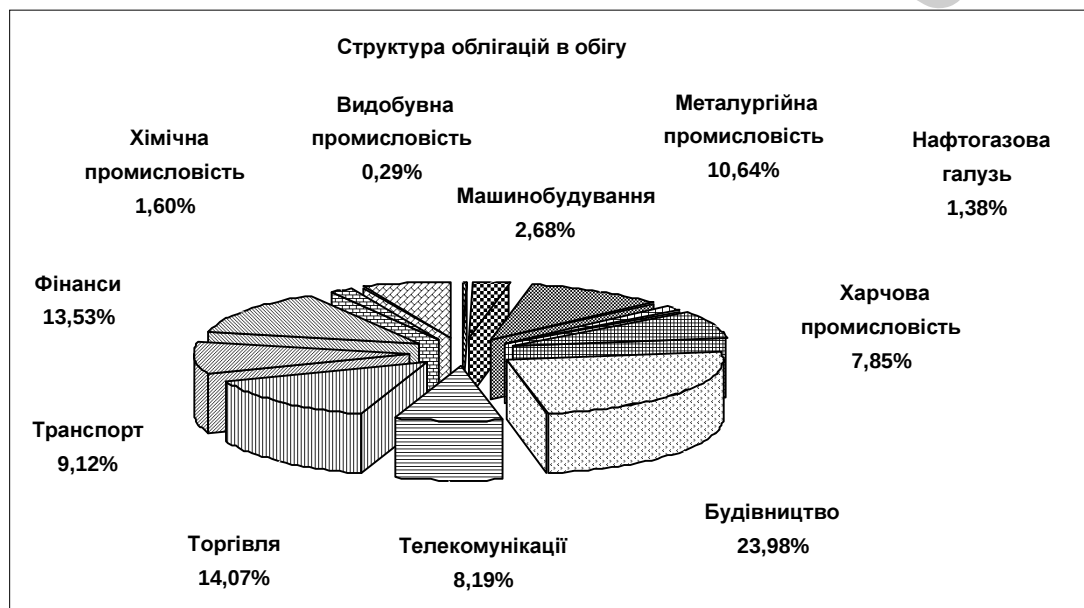


Рис. 2. Структура облігацій в обігу, за станом на 09.02.2005 р.

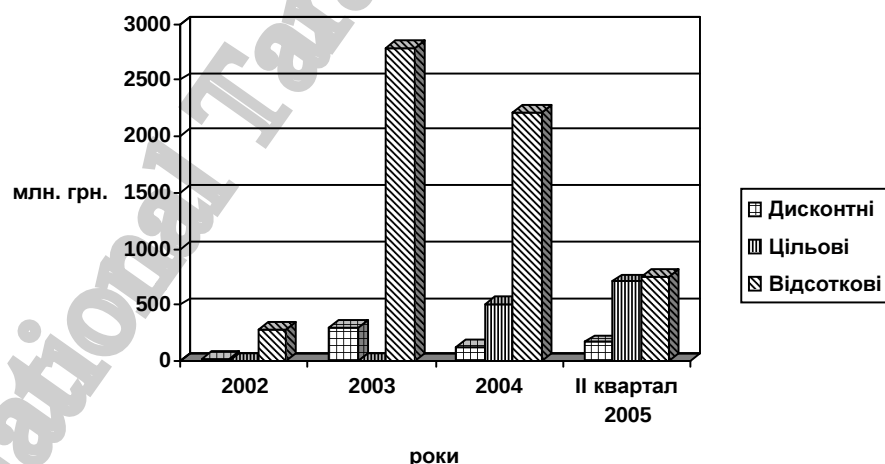


Рис. 3. Співвідношення між видами облігацій (2002–2005 рр.)

2. Незважаючи на активне зростання, українському ринку корпоративних облігацій властиві риси молодого й нерозвинутого ринку. Про це свідчать невеликі обсяги ринку (близько 1,5 % від ВВП), вузьке коло інвесторів, низьку ліквідність (обсяг торгів на вторинному ринку в три рази менший за обсяги емісій).

3. Існує тенденція до зростання інтересу інвесторів до облігацій при збільшенні обсягу торгів на вторинному ринку.

4. Подовжуються терміни запозичення до трьох років (раніше термін запозичення був від кількох місяців

до року (джерело www.cbonds.info), що свідчить про поступовий розвиток ринку облігацій і перетворенні його в інструмент довгострокового фінансування проектів українських компаній.

5. Ринок первинного розміщення облігацій становиться неоднорідним, на нього почали виходити емітенти різної галузевої спрямованості, що мають специфічні особливості структури позики, прибутковості й обігу облігацій.

6. Провідне значення на цьому ринку мають комерційні банки (як основні покупці й посередники). Основ-

ною метою випуску більшості банківських облігацій є кредитування економіки, хоча комерційні банки розглядають ринок корпоративних облігацій як новий напрямок бізнесу, який здатен давати комісійні доходи (за розміщені серед інвесторів облігації) й процентні доходи (за рахунок купівлі корпоративних облігацій). Деякі банки встановлюють прибутковість випуску облігацій на рівні 14–15 % річних⁹ [12].

7. Ринок корпоративних облігацій в незначній мірі ліквідний, а також недостатньо прозорий для інвесторів, хоча в цьому напрямку вже намітилась позитивна тенденція до зростання прозорості емісій.

8. На ринок корпоративних облігацій негативно впливає нерозвиненість ринку інституціональних інвесторів (страхові, пенсійні фонди, інститути спільного інвестування). Наприклад, у разі успішної реалізації пенсійної реформи можна було б суттєво підвищити попит на корпоративні облігації).

9. Інфраструктура українського ринку корпоративних облігацій подібно до більшості країн Західної Європи, США та Японії переважно зосереджена у позабіржовому секторі.

Позабіржовий сектор в структурі ринку корпоративних облігацій України представлено Першою фондовою торговельною системою (ПТФС), яка забезпечує 75 % сукупного обороту, та Південно-Українською торговельно-інформаційною системою (ПУТІС). Біржовий сектор представлено вісьмома біржами – Українською фондовою біржею, Українською міжбанківською валютною біржею, Київською міжнародною фондовою біржею тощо, які забезпечують 25 % обороту. Зокрема, на Українській фондовій біржі торги корпоративними облігаціями останній раз були в 2003 р. на суму всього 5 млн грн., а сьогодні УФБ практично не торгує корпоративними облігаціями. Сукупний оборот організованого фон-

дового ринку досягає 1,76 млрд. дол., а неорганізованого ринку – в 10–15 разів більше.

В Україні, на сьогоднішній час, склалися достатньо позитивні макроекономічні умови для подальшого розвитку ринку корпоративних облігацій. Хоча комерційні банки є основними інвесторами на цьому ринку, значний інвестиційний потенціал в майбутньому повинні набути інституціональні інвестори і населення.

Одним з найважливіших напрямків розвитку ринку корпоративних облігацій є створення реальної економічної основи для використання її як системи залучення, розподілу і керування інвестиційними ресурсами на світовому ринку корпоративних облігацій.

1. Дмитренко А. Рейтинговий анамнез. Україна готується к виводу евробондов на западные рынки // Фондовый рынок. – 2003. – №16. – С. 27–29. 2. Марахов С. Роль инвестиционных банков на первичном рынке корпоративных ценных бумаг // Банковская справа. – 2000. – №4. 3. Найман Е., Горбань О. Рынок негосударственных облигаций Украины // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №5. – С. 48–52. 4. Охріменко О. Сучасна структура ринку корпоративних облігацій // Ринки цінних паперів України. – 2005. – №1–2. – С. 51–53. 5. Печерицын А. Еврооблигации – один из способов привлечения внешнего финансирования украинскими заемщиками // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №7. – С. 51–52. 6. Прозоров Ю. В., Вальчишен О. В. Корпоративні облігації в Україні: вдалий старт // Ринки цінних паперів України. – 2002. – №1–2. – С. 54–56; 7. Прозоров Ю. В., Вальчишен О. В. Финансовый рынок Украины: анализ инструментов с фиксированной доходностью // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №5. – С. 40–46; 8. Прозоров Ю. В., Вальчишен О. В. Бум на рынке корпоративных облигаций Украины? Итоги первого полугодия 2003 г. // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №17. – С. 46–60. 9. Суляев О. Рынок облигаций Украины // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №23. – С. 16–19. 10. Ткаченко Д. Фондовый рынок Украины у першому півріччі 2004 року // Фондовый рынок Украины. – 2004. – №8. – С. 13–15. 11. Харченко В. Ринки облігацій України: підсумки 2004 р. і перспективи розвитку в 2005 р. // Фінансовий ринок України. – 2005. – №6–7. – С. 34–42. 12. Шапран В. Рынок корпоративных облигаций в Украине: системные факторы развития // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №7. – С. 44–45).

Надійшла до редколегії 12.09.05

Ю.В. Петленко, канд. екон. наук, доц.

ФІНАНСУВАННЯ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ: СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ

Розкрито окремі аспекти, що спричинили кризу в реальному секторі та запропоновано заходи щодо стабілізації фінансового забезпечення виробничих підприємств.

Separate aspects affecting a crisis in the real sector of economy are exposed, and measures are offered on stabilization of the financial providing of production enterprises.

Трансформаційні процеси, які відбуваються в економіці України, зумовлюють необхідність переоцінки економічної політики, здійснюваної в державі. Відсутність послідовної антикризової політики призводить до посилення економічних дисбалансів і, як наслідок, до фінансової і валютної криз, які є насправді виявами загальноекономічної трансформаційної кризи. Значною залишається залежність економічної політики від вимог міжнародних фінансових організацій. Державна політика залишається непрозорою.

Дана проблема широко обговорюється в наукових працях Даниленка А. І., Поддєрьогіна А. М., Чугунова І. Я., Білик М. Д., Грушка В. І. та інших.

Зниження платоспроможного попиту внаслідок гіперінфляції і втрати банківських заощаджень, а після цього – невинуватно жорсткого обмеження грошової пропозиції, стали першопричиною кризи внутрішнього ринку і зниження обсягів вітчизняного виробництва. Ця ж причина призвела до знецінення оборотних коштів

підприємств, і особливо – їхньої грошової складової, що зумовило бартеризацію і платіжну кризу. Національний банк, утримуючи високий рівень облікової ставки, не сприяв зниженню ціни кредитів, витіснив обіг грошових ресурсів у "тіньовий сектор". Здійснюючи жорстку монетарну політику, він також обмежував потенціал інноваційного зростання, перешкодив технологічній реконструкції виробництва з метою зниження його матеріаломісткості, підвищення технічного рівня продукції.

Спостерігалася парадоксальна ситуація, коли реальний сектор економіки функціонував в умовах "грошового голоду", а в банківській системі створилася надлишкова ліквідність. Це – наслідок не лише високих ризиків. Очевидно, що українські комерційні банки отримували прибутки на спекулятивних операціях з валютою і державними цінними паперами, внаслідок чого відпала потреба працювати з виробничими підприємствами [4].

В умовах сьогоднішнього відсутнє взаємовигідне співробітництво між виробництвом і роздрібною торгівлею, оскільки остання здебільшого працює як мережа збуту імпортової продукції. Водночас у розвинутих країнах процес товарообороту ґрунтується на торговельно-закупівельних корпораціях, які забезпечують оператив-

⁹ Переважання банків серед інвесторів можна пояснити нерозвиненістю інших фінансових структур. За таких умов український ринок корпоративних облігацій взагалі важко назвати ринком (порівняно, наприклад, з ринком США) – це скоріше закритий клуб банкірів, які зробили емісії облігацій одним з інструментів для розміщення власних активів