

СВІТОВЕ ГОСПОДАРСТВО

УДК 339.72

І.Л. САЗОНЕЦЬ, доктор економічних наук, професор, декан факультету міжнародної економіки, академік Академії економічних наук України;

О.В. КРИВОРУЧКО, аспірант Дніпропетровського національного університету імені Олеся Гончара

ГЕНЕЗА РОЗВИТКУ ХАРАКТЕРНИХ ОСОБЛИВОСТЕЙ ЄВРООБЛІГАЦІЙ ЯК ІНСТРУМЕНТУ ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙ

Стаття розглядає механізм залучення інвестицій за рахунок використання єврооблігацій. У статті проаналізовано структуру емісії єврооблігацій резидентами України та визначено сучасні напрямки використання фінансових інструментів для підвищення інвестиційної привабливості вітчизняних суб'єктів господарювання.

В статье рассматривается механизм привлечения инвестиций за счет использования еврооблигаций. Проанализирована структура эмиссии еврооблигаций резидентами Украины и определены современные направления использования финансовых инструментов для повышения инвестиционной привлекательности отечественных субъектов хозяйствования.

The article studies the mechanism of attracting investments using Eurobonds. It analyses the structure of issuing Eurobonds by residents of Ukraine and defines the ways of using financial instruments to increase investment attractiveness of Ukrainian economic agents.

єврооблігація, інвестиції, валютні відносини, емісійна політика, резиденти

Перебування внутрішніх фінансових ринків України на стадії активного формування інфраструктурних елементів та інституційного наповнення не дозволяє адекватно задовольнити потреби економіки у довгострокових фінансових ресурсах, які необхідні для масштабного переоснащення виробництва великих промислових підприємств, реалізації інфраструктурних проєктів чи розвитку відносно нових форм господарської діяльності. Тобто сучасний стан внутрішніх ринків капіталу створює передумови для збільшення уваги, особливо великих корпорацій національного масштабу до зовнішніх, міжнародних ринків.

Іншим фактором, вплив якого найчастіше має вирішальне значення для обрання варіантів організації запозичення, виступає вартість залучення капіталу. Відносно висока вартість капіталу в Україні виступає стримуючим фактором для зростання темпів розвитку соціально-економічних показників в державі.

Необхідно зазначити, що відповідні, наведені вище, обставини, які зумовлю-

ють зростання уваги вітчизняних компаній до варіантів залучення інвестицій із зовнішніх ринків, виступали у 1950-х роках передумовою розвитку ринку єврооблігацій в світі. Значна різниця у вартості запозичення фінансових ресурсів на національних ринках, які спостерігалися у 1940-х роках, створювала засади для формування інструменту, який би дозволив скористатися вигідною кон'юктурою національних ринків іноземних держав. Європейські корпорації значну увагу приділяли можливості фінансування за рахунок облігаційних позик на ринку США, де відсоткові ставки, внаслідок істотно менших втрат, завданих другою світовою війною, були нижчі за європейські. Інструментом залучення коштів з-за кордону стали іноземні облігації, розміщення яких здійснювалось на зовнішніх для емітента ринку, у відповідній валюті такого ринку. Проте низькі відсоткові ставки у доларах робили привабливими і випуски облігацій в доларах для обігу поза межами США (що і призвело до появи в майбутньому нового

інструменту на міжнародному ринку позичкових капіталів – єврооблігацій). Іншим стимулом для розвитку ринку єврооблігацій стала наявність обмежень на діяльність суб'єктів ринку позичкового капіталу в межах національних кордонів [8].

Гене́за розвитку ринку єврооблігацій є предметом дослідження Р. Левіча, М.С. Мендельсона, Дж. Фредерика, Р. Фишера, Ф.Дж. Фабоцци, серед українських науковців еволюцію ринку єврооблігацій досліджували Т.П. Вахненко, З.Г. Ватаманюк, Н.В. Стукало, А. Мельник, В.М. Падалка, І.П. Шульга.

Найбільшим єдиноособовим емітентом єврооблігацій є уряд України. Аналіз діяльності вітчизняного державного сектора як міжнародного боржника, дослідження питань збільшення державного боргу і особливостей управління ним, були проведені такими вітчизняними науковцями, як Ю.В. Пасічник, В.В. Козюк, Р. Балакін, О. Барановський, Т. Бондарук, А. Бортнік, Т.П. Вахненко, Б. Мізюк, В. Степаненко, В. Ліосвенко, М. Єрмошенко, С. Львовчикін. Зауважимо, що питання управління державним зовнішнім боргом цікавило економістів-науковців з часів Адама Сміта, питання державного боргу висвітлено у працях Дж.М. Кейнса, К. Дитцеля, М. Кралберга, А. Кавако-Сільви, А. Лернера, Р. Масгрейва та Ф. Нейбууса.

Управління муніципальними запозиченнями і аналіз їх потенціальних можливостей та небезпек виступають предметом дослідження В.В. Зайчикова, В.М. Падалки, Р.В. Рака та ін.

Особливу увагу корпоративному зовнішньому боргу у наукових працях приділяють А.А. Грищенко, Т.Є. Унковська, С.А. Буковинський. З іншого боку, питання зміни пропорції власних і запозичених ресурсів – невід'ємна частина фінансової стратегії підприємства. Питання раціональності залучення фінансових ресурсів з міжнародного ринку капіталу висвітлювали І.А. Бланк, В.В. Ковальов, Н.Н. Тренев, О.М. Ястремська, А.В. Гриньов та інші вітчизняні автори.

Значний внесок у вивчення діяльності комерційних банків з приводу формування ресурсної бази здійснили такі українські науковці: О.В. Васюренко, А. Гальчинсь-

кий, А.А. Грищенко, В.Д. Лагутін, І.О. Лютий, Н.І. Версаль, В.І. Міщенко, А.М. Мороз, М.І. Савлук, М.Ф. Пуховкіна, В.М. Шульсько.

Стрімкий перехід до засад ринкового середовища в економіці України призвів на початку 1990-х до активного накопичення кризових явищ в народному господарстві країни – негативні наслідки від різкого розірвання виробничих зв'язків вимагали від підприємств значних поточних витрат, скорочуючи таким чином їх можливості з інвестицій в основний капітал, знос якого накопичився і в деяких галузях досяг критичного рівня.

Важливість зовнішніх джерел фінансування підвищується відсутністю достатнього кола внутрішніх інвесторів (недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, інститутів спільного інвестування тощо), які поки що перебувають в стадії активного розвитку та на сучасному етапі не володіють достатніми активами для здійснення вищезазначених завдань.

Таким чином, проблема визначення терміну та характерних особливостей єврооблігацій дозволить підвищити ефективність їх використання як інструменту залучення інвестицій.

Серед складових елементів міжнародного ринку позичкових капіталів найбільш прийнятним за строками, вартістю та обсягами для вітчизняних великих компаній є ринок єврооблігацій. Визнання його як оптимального для залучення фінансових ресурсів базується, перш за все, на великих обсягах, які потрібні на реалізацію масштабних проектів в економіці країни, а також можливості довготермінового залучення інвестицій.

На сучасному етапі розвитку вітчизняної нормативно-правової бази, законодавством не встановлено визначення єврооблігацій і, відповідно, не вказано їх види та характеристики.

Законодавство Європейського союзу визначає єврооблігації у більш широкому сенсі – як цінні папери, які обертаються на ринку і задовольняють низку вимог:

– андерайтером цих цінних паперів має виступати синдикат, який складається з як мінімум двох членів, що мають зареєстровані офіси в різних країнах;

– цінні папери пропонуються у значних обсягах в одній або декількох країнах, відмінних від країни емітента;

– первинна підписка на єврооблігації може бути здійснена виключно через кредитні чи інші фінансові установи [4].

Директивою також визначено типи європаперів:

1. Євроноти (medium-term euronotes – EMTN) – середньострокові облігації, випуск яких здебільшого здійснюється під конкретного інвестора (кредитора).

2. Євровекселі (euro-commercial paper – ECP) – незабезпечені зобов'язання, які не обертаються на вторинному ринку.

3. Міжнародні облігації (international bonds) – поділяються на єврооблігації (eurobonds), іноземні облігації (foreign bonds), глобальні облігації (global bonds) та паралельні облігації (parallel bonds).

Таким чином, у законодавстві Європейського союзу закріплено виділення єврооблігацій та іноземних облігацій як підвидів міжнародних. Аналогічне визначення міститься у працях Є.Ф. Бріггема: під іноземною облігацією він розуміє облігацію, яка продана закордонним позичальникам, але деномінована в валюті тієї держави, де вона реалізована. Єврооблігація являє собою облігацію, продану в іншій державі, але не в державі, у валюті якої вона деномінована [1].

Проводячи класифікацію світових ринків облігацій, Ф.Дж. Фабозци наголошує на доцільності використання терміну глобальна облігація – як боргового зобов'язання, яке одночасно розміщується на ринках декількох країн [10].

З урахуванням розвитку та впливу на міжнародний ринок позичкових капіталів з боку процесів глобалізації, поділ на ринок єврооблігацій та ринок іноземних облігацій поступово втрачає сенс. Так, російські вчені І.А. Никонова, С.Е. Нохрін, А.В. Шаталов та українські автори С.В. Мочерний, Я.С. Ларіна, О.А. Устенко, С.І. Юрій визначають єврооблігації як боргові цінні папери, що випускаються державними органами і корпораціями та мають номінал виражений в іноземній валюті – тобто відмінність валюти номіналу єврооблігації від валюти ринку країни, у межах якої здійснюється реалізація емісії (її частини), не є обов'язковою [6].

Виходячи із зазначених визначень і особливостей функціонування сучасного ринку єврооблігацій, найбільш раціональним буде таке визначення: єврооблігація – емісійний борговий цінний папір на пред'явника, який обертається на зовнішніх для емітента ринках, як правило, у значних (понад 100 млн дол. США) обсягах і на довгостроковій основі, деномінований у валюті відмінній від національної валюти емітента, розміщення якого здійснює міжнародна фінансова установа (інвестиційний банк) або група (синдикат) таких установ [8].

Наявність зазначеного поділу єврооблігацій на підвиди та співіснування значного кола відповідних визначень обумовлено історичними аспектами розвитку міжнародного ринку позичкових капіталів.

Питання визнання емісії, яку слід вважати першим випуском єврооблігацій, до сьогодні залишається відкритим. Більшість науковців вважає першим випуском єврооблігацій емісію 1963 р. італійською компанією Concessione e Construzioni Autostrade: обсяг емісії склав 15 млн дол. США, ставка купона – 5,5%. Лід-менеджером випуску став S.G. Warburg & Co.

Проте існують інші точки зору: Ричардом Левічем у роботі «Міжнародні фінансові ринки», визначається обсяг емітований єврооблігацій за період з 1957 по 1962 рр. на рівні 500 млн доларів США, на його думку за вказаний період було здійснено 22 випуски єврооблігацій [13]. Мендельсон М.С. у своїй публікації «Гроші в русі», зауважує на необхідність вважати першим випуск єврооблігацій на суму 5 млн доларів США Бельгійською нафтовою компанією Petrofina S.A. у 1957 р. [12] У свою чергу, Дж. Фредерик і Р. Фішер відзначають португальську нафтову компанію «Sacor» після здійснення розміщення у 1961 р. – як першого емітента єврооблігацій [11].

Головним чином, усі визначення першої емісії єврооблігацій відрізняються одна від одної оцінкою характеристик, емітованих наведеними компаніями, цінних паперів та, відповідно, їх співвідношенням з класичними ознаками єврооблігацій.

Динамічний розвиток ринку єврооблігацій був обумовлений перш за все двома фундаментальними факторами: з одно-

го боку, з розвитком глобалізації почали з'являтися багатонаціональні й транснаціональні компанії – що суттєво збільшило попит з їх сторони на позичковий капітал, з іншого – зі зростанням доходів з відносно нових джерел (наприклад доходи від нафтової промисловості) та накопиченням резервів країн, що розвиваються, виникла необхідність у низькоризиковому ліквідному інструменті, який би задовольнив нових, перш за все інституційних, інвесторів за своїми обсягами [9].

Наведені обставини середини 60-х років двадцятого століття створили передумови до стрімкого розвитку ринку єврооблігацій, зростання кількісних та якісних характеристик його інструментів і перетворення їх на гнучкий механізм залучення фінансових ресурсів наділений високим рівнем свободи (відносно багатьох національних ринків) та відсутністю прямого оподаткування.

Зі зростанням вартості нафти на міжнародному ринку, відбувався ріст капіталів – який призводив до необхідності розвитку надійних, довгострокових та значних за обсягами інструментів фінансового ринку – як наслідок, протягом 1975–1979 рр. ринок єврооблігацій зріс у 2 рази.

Іншим важливим етапом становлення ринку єврооблігацій – як альтернативи синдигованим кредитам стали у середині 1980 років кризи Латиноамериканських держав. Значний внесок у спрощення виходу країн, що розвиваються, на міжнародний ринок цінних паперів зробила схема реструктуризації боргів Бреді, за якою для реалізації реструктуризації боргу необхідно узгодити програму дії уряду країни з Міжнародним валютним фондом (Structural Adjustment Program). Програма дій має пропонувати інвесторам (власникам «проблемних боргів») обмін короткото середньострокових боргових інструментів на довгострокові облігації, деноміновані, як правило, у валюті країни з числа G7 («великої сімки»), котрі частково забезпечені цінними паперами уряду США (US T-Bills), при цьому відбувається часткове списання заборгованості (до 50%). Вперше ініціатива використання такого плану реструктуризації була розглянута у 1989 році у Мексиці. Протягом 1989–

1998 рр. за планом Бреді, було реструктуровані облігації, номінальною вартістю 132,84 млрд дол. США.

Лібералізація валютних відносин дозволила, створюючи інвестиційні портфелі, диверсифікувати їх за валютними ризиками, що вимагало розвитку якісно нових інструментів фінансового ринку – якими стали єврооблігації. Розвиток ринку призводив до урізноманітнення якісних характеристик єврооблігацій: наприклад, за сім років (з 1980 до 1987 рр.) частка єврооблігацій деномінованих у японських єнах зросла з 1,3 до 15,5% [8]. Поступово почали змінюватися у широкому діапазоні строки запозичення, з'явилися облігації з плаваючою ставкою та вбудованими опціонами.

Зі зростанням ринку проходив процес спрощення виходу на нього відносно невеликих компаній. Одночасно з цим відбувалося зростання кількості значних за розмірами (понад 2–3 млрд дол. США) емісій, розвиток яких пов'язаний зі зростанням попиту інвесторів на якісні кредитні ризики з одного боку і спробами використання періоду низьких ставок емітентами (здебільшого ТНК) з іншого [2].

Оцінюючи причини постійно зростаючого попиту на єврооблігації з боку інвесторів, Френк Дж. Фабоцци акцентує увагу на можливості диверсифікації портфеля цінних паперів через інвестиції в облігації деноміновані в різних валютах [10]. У 1980-х та 1990-х роках практика підтверджувала теорію використання єврооблігацій з ключовою метою диверсифікації портфеля цінних паперів за валютними ризиками, проте сучасні дослідження, наприклад, робота Роберта Літтермана «Ринки недоларових облігацій: можливості для портфельних менеджерів США», значною мірою ставить під сумнів величину зниження ризиків. Проте, очевидно, що використовуючи інструменти хеджування валютних ризиків, інвестор за допомогою стратегій побудованих на використанні різниці відсоткових ставок у різних країнах може значною мірою оцінити ефективність інвестування в єврооблігації.

Узагальнюючи особливості ринку єврооблігацій, необхідно окреслити переваги єврооблігацій перед альтернативними джерелами фінансування, які можливо сформулювати наступним чином: перш

за все, відсутність обмежень, щодо обсягів інвестиційних ресурсів та відносно невисока вартість залучення фінансових ресурсів. Процедурні особливості процесу залучення капіталу на ринку єврооблігацій і значні за обсягами ресурси інвесторів створюють передумови для залучення ресурсів на більш вигідних умовах ніж на будь-якому з національних ринків, оскільки високий рівень конкуренції серед інвесторів призводить до зниження доходності інвестицій при купівлі якісного кредитного ризику. Крім того, варто відзначити, що емісія єврооблігацій здебільшого здійснюється у валютах розвинутих держав (долари США, євро, японська йена, швейцарський франк та фунти стерлінгів), базові відсоткові ставки за користування фінансовими ресурсами в яких нижчі за ставки у національних валютах країн, що розвиваються.

Вперше вихід на міжнародний ринок позичкових капіталів Україна здійснила у 1995 р., коли було розміщено єврооблігації у паперовій формі на пред'явника обсягом 1,4 млрд дол. США з метою залучення коштів для здійснення розрахунків з російським ВАТ «Газпром». Зазначимо, що на вторинному ринку єврооблігацій угоди з даними цінними паперами уклалися рідко, що говорить про певне несприйняття ринком [9].

Згодом, у серпні 1997 р., було одержано першу фідучіарну позику обсягом 396,86 млн. дол. США від Nomura International. Строк запозичення складав 1 рік (до 12 серпня 1998 р.). Позика була профінансована за рахунок випуску облігацій з нульовим купоном – загальна номінальна вартість облігацій склала 450 млн дол. США, доходність розміщення склала 12,5%. Відзначимо, що вперше кредитний рейтинг Україні, як суверенному

позичальнику, було присвоєно рейтинговим агентством Moody's лише 6 лютого 1998 року. Тобто розміщення облігацій здійснювалися на досить вдалих умовах за відсутності у емітента будь-якої офіційної міжнародної експертної оцінки кредитоспроможності [5]. Безумовно, виходячи з класичних ознак єврооблігацій як стратегічного інструменту залучення інвестицій на тривалий строк, обидва наведені вище випуски складно віднести до єврооблігаційних запозичень (перш за все через незначний строк обігу цінних паперів), проте, виходячи з того, що це були дебютні випуски, їх якісні характеристики поступаються головним ознакам – валюті номіналу облігацій та ринку розміщення, відмінним від національних для емітента.

Висока ефективність роботи на ринку єврооблігацій призвела до зростання їх емісій в Україні з 440 млн дол. США у 2003 до 12,79 млрд у 2007 р. Розподіл емісій та зміни їх характеристик за секторами економіки наведено у табл. 1.

Ринкова система, в силу своєї природи, постійно генерує процеси, спрямовані на порушення її рівноваги. Використання єврооблігацій також створює наслідки, які за певних умов мають негативний характер, основними з них є наступні:

– оскільки запозичення здійснюється у іноземній для емітента валюті, відбувається зростання залежності конкретного емітента та країни в цілому від зовнішніх факторів, які, в першу чергу, пов'язані із валютними ризиками;

– орієнтація на зовнішні джерела залучення капіталу може призвести до уповільнення розвитку ринків внутрішніх боргових інструментів, що ускладнить розвиток фондового ринку країни: зменшить кількість якісних кредитних ризиків та

Таблиця 1

Структура емісій єврооблігацій резидентами України за секторами економіки станом на 01.10.2008 року

Обсяг емісії	Корпоративні єврооблігації	Муниципальні єврооблігації	Державні єврооблігації
Кількість емісій в обігу	31	3	5
Обсяг емісій, млн дол. США	7 293,92	700,00	3 800,00
Частка в загальному обсязі емісій в обігу	61,84%	5,94%	32,22%
Середньозважені купонні ставки	8,8%	8,3%	6,9%
Середньозважені обсяги запозичення, млн дол. США	235,3	233,3	760,0

мотивацію національних органів влади до активних дій з формування відповідного внутрішнього ринку, останнє особливо актуально для ринків країн, що розвиваються – як наслідок, відбувається поглиблення залежності від зовнішніх ринків;

– необхідність утримання резервів у відповідних іноземних валютах, що за певних умов призводить до зростання вартості обслуговування боргу, і призводить до менш ефективного використання фінансових ресурсів;

– єврооблігації – інструмент стратегічного фінансування, для отримання істотних переваг від використання якого необхідно виконати низку процедурних вимог – що суттєво збільшує підготовчий період до здійснення запозичення (в окремих випадках до 6 місяців – без врахування очікувань оптимальних кон'юнктурних умов емісії), тому єврооблігації здебільшого не дають змоги отримати фінансування поточних витрат;

– великі витрати на розміщення та обслуговування єврооблігацій призводять до зростання обсягів їх емісії – для підвищення ефективності наведених витрат, що унеможливує доступ до їх випуску з боку емітентів навіть середнього розміру.

З моменту появи на початку 1960-х років, ринок іноземних облігацій істотно еволюціонував: зростали обсяги випусків, урізноманітнювалися якісні характеристики емісій, розширювалось коло емітентів, відбулося поступове нівелювання кордонів фінансових ринків. Результатом такої еволюції стала поява та активний розвиток єдиного міжнародного ринку позичкових капіталів, який потребував якісно нових інструментів залучення фінансових ресурсів. Відповіддю на потреби ринку стала поява єврооблігацій, як специфічного інструменту міжнародного перерозподілу капіталу, використання якого можливе лише для найбільш високонадійних емітентів.

Недостатність внутрішніх джерел фінансування призводить до необхідності врегулювання дисбалансу попиту та пропозиції на капітал в Україні за рахунок міжнародних ринків, робота на яких має значну низку переваг не тільки для резидентів країн, що розвиваються, проте і транснаціональних та багатонаціональних

компаній – представників розвинутих країн. Зосередження уряду, великих національних компаній та установ на зовнішніх фінансових ринках (зокрема на ринку єврооблігацій) призводить до скорочення пропозиції якісних кредитних ризиків на ринках капіталу в межах національних кордонів, що має значні негативні наслідки для економіки.

Наведені вище факти обумовлюють необхідність використання зовнішніх ринків, перш за все, для покриття витрат спрямованих на формування адекватного середовища на вітчизняних ринках позичкових капіталів, що дозволить забезпечити зменшення залежності економіки від коливань кон'юнктури світових ринків. Історичний шлях розвитку єврооблігацій як самостійного інструмента фінансового ринку засвідчує, що ефективність його використання найбільше пов'язана з оптимізацією ризикової складової залучення інвестицій в іноземній для емітента валюті. Отже, формування адекватної нормативно-правової бази, яка б забезпечувала ефективний розподіл валютних ризиків через, перш за все, експортно-орієнтовані галузі – важливе стратегічне завдання, від вирішення якого залежить майбутнє економіки в стратегічній перспективі.

Список використаної літератури

1. Брігхем Є.Ф. Основи фінансового менеджменту / Є.Ф. Брігхем. – К.: Видавництво «Молодь», 1997. – 998 с.
2. Ватаманюк З.Г. Ринок цінних паперів в умовах фінансової глобалізації / З.Г. Ватаманюк, Н.В. Звонар // Фінанси України. – червень. – №6 (139) – 2007. – С. 82–89.
3. Вахненко Т.П. Міжнародний кредит у світовій валютно-фінансовій системі / Т.П. Вахненко // Фінанси України. – Листопад. – №11 (132) – 2006. – С. 143–155.
4. Директива Європейського Союзу про проспекти цінних паперів від 17.03.1989 р. (Prospectus Directive 89/298).
5. Сазонець І.Л. Характерні особливості єврооблігацій та їх історичний шлях розвитку / І.Л. Сазонець, О.В. Криворучко // Проблеми і перспективи розвитку

банківської системи України – 2009. – Т. 25. – С. 120–128.

6. Мозговий О. Цінні папери: історія та сучасність. Історико-економічний нарис / О. Мозговий, А. Головка, О. Науменко, Ю. Ровинський. – О.: КП ОМД, 2003.

7. Мочерний С.В. Економічний енциклопедичний словник / С.В. Мочерний, Я.С. Ларіна, О.А. Устенко, С.І. Юрій: у 2 т. Т. 1 / За ред. С.В. Мочерного. – Львів: Світ, 2005. – 616 с.

8. Пасічник Ю.В. Методологічні підходи західної фінансової науки до проблем державного боргу / Ю.В. Пасічник // Фінанси України. – Квітень. – №4 (125) – 2006. – С. 83–91.

9. Стукало Н.В. Глобалізація та розвиток фінансової системи України: монографія / Н.В. Стукало. – Д.: Вид-во «Інновація», 2006. – 248 с.

10. Фабоцци Ф.Д. Ринок облігацій: Аналіз та стратегії / Ф.Д. Фабоцци. – М.: Альпіна Бізнес Букс, 2005. – 876 с.

11. Fisher, Frederick G. Eurobonds. – London: Euromoney Publications, 1988.

12. Mendelsohn, M.S. Money on the Move. New York: McGraw-Hill, 1980.

13. Richard M. Levich. International Financial Markets: Prices and Policies. – McGraw-Hill, 1998.

Отримано 4.02.2009