

*І.Л. Сазонець, д-р екон. наук, проф., О.В. Криворучко,
Дніпропетровський національний університет*

ХАРАКТЕРНІ ОСОБЛИВОСТІ ЄВРООБЛІГАЦІЙ ТА ЇХ ІСТОРИЧНИЙ ШЛЯХ РОЗВИТКУ

У статті розглянуто питання визначення характерних особливостей єврооблігацій у контексті розвитку процесів глобалізації. У ході дослідження проаналізовано сучасні тенденції міжнародного ринку позичкових капіталів (емісійні особливості єврооблігацій та іноземних облігацій, сучасні функції андерайтерів та пов'язані з єврооблігаційними запозиченнями валютні ризики) та основні підходи до визначення істотних ознак цінних паперів щодо віднесення до єврооблігацій, окреслено історичні рамки розвитку ринку.

Ключові слова: єврооблігації, міжнародний ринок, позичкові капітали, емісія, андерайтер, синдикат, міжнародні облігації, валютні ризики.

Постановка проблеми. Структурні перебудови спрямовані на створення ринкового середовища в Україні. Вони розпочалися на початку 1990-х, і 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.

Проведення подальшої структурної перебудови економіки (технічне переоснащення великих промислових підприємств України, розбудова національних інфраструктурних проєктів) підвищує значення пошуку нових джерел фінансування. Ресурси вітчизняних інституційних інвесторів є недостатніми для вирішення наведених проблем, що зумовлює необхідність виходу для залучення фінансових ресурсів за межі національних кордонів.

Великі промислові корпорації – не єдина група суб'єктів, яка зацікавлена у виході на світовий ринок позичкового капіталу. Дефіцит Державного бюджету в абсолютному виразі поступово збільшується і вимагає залучення нових ресурсів для інфраструктурної розбудови і подолання соціально-економічних проблем. Місцеві бюджети також потребують нових джерел залучення коштів для створення передумов ефективного функціонування місцевого самоврядування. Крім того, розвиток кредитування не супроводжується адекватним нарощенням ресурсної бази банків, що викликає необхідність пошуку адекватних за строками та розмірами фінансових ресурсів за умов високого рівня доларизації економіки з відповідними валютними характеристиками.

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

Аналіз останніх досліджень. 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 І.А. Бланк, О.І. Лютий, О.М. Мозговий, Б.М. Данілішин, В.В. Козюк, Р. Балакін, О. Барановський, Т. Бондарук, А. Бортнік, Т.П. Вахненко, Б. Мізюк, В. Степаненко, В. Ліосвенко, М. Єрмошенко, С. Львовчкін. Зауважимо, що питання управління державним зовнішнім боргом цікавило економістів-науковців від 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. Небеніуса.

Управління муніципальними запозиченнями і аналіз їх потенціальних можливостей та небезпек є предметом дослідження В.В. Зайчикова, В.М. Падалка, Р.В. Рак та інших.

Особливу увагу корпоративному зовнішньому боргу в наукових працях приділяють А.А. Гриценко, 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. Гальчинський, А.А. Гриценко, В.Д. Лагутін, І.О. Лютий, Н.І. Версаль, В.І. Міщенко, А.М. Мороз, М.І. Савлук, М.Ф. Пуховкіна, В.М. Шулуйко.

Не вирішені раніше аспекти проблеми. Незважаючи на широке коло видатних вчених, які здійснюють дослідження питань залучення фінансових ресурсів на світових фінансових ринках [1; 3; 5-9], їх залучення на міжнародному ринку позичкових капіталів за допомогою емісії єврооблігацій висвітлено у вітчизняній літературі без достатньої систематизації та узагальнення. Певною мірою увага науковців пострадянського простору прикута до сегментів ринку, визначених за характером діяльності груп емітентів, проте взаємозв’язки між такими групами і характерні ознаки залучення ресурсів у контексті емісії єврооблігацій, які вирізняють окремі групи емітентів, практично не були предметом дослідження.

Метою статті є визначення особливостей єврооблігацій, які вирізняють їх в особливу категорію інструментів залучення фінансових ресурсів, шляхом аналізу сучасних тенденцій міжнародного ринку позичкових капіталів.

Виклад основного матеріалу. 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 насамперед на великих обсягах, які потрібні для реалізації масштабних проектів в економіці країни, а також можливості довготермінового залучення інвестицій (оскільки проекти національного масштабу здебільшого мають значний строк окупності).

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:

- андеррайтером цих цінних паперів має бути синдикат, який складається, як мінімум, з 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 тільки через кредитні чи інші фінансові установи [4].

Вказаною 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 директиві закріплено виділення єврооблігацій та іноземних облігацій як підвидів міжнародних. Аналогічне визначення міститься у працях Є.Ф. Бріггема. Іноземна облігація, на його думку, це облігація, яка продана закордонним позичальникам, але деномінована у валюті тієї держави, де вона реалізована. Єврооблігація являє собою облігацію, продану в іншій державі, але не в державі, у валюті якої вона деномінована [2].

Значний внесок у систематизацію, виявлення закономірностей і сучасних тенденцій розвитку ринку облігацій в цілому зробив видатний американський вчений Френк Дж. Фабоцці. Проводячи класифікацію світових ринків облігацій, Ф.Дж. Фабоцці наголошує на доцільності використання терміна “глобальна облігація” як боргового зобов'язання, яке одночасно розміщується на ринках декількох країн [8]. Крім того, він зазначає, що сучасні тенденції ринку певною мірою призводять до одноособового здійснення функцій андеррайтера окремим інвестиційним банком – лід-менеджером емісії. Залежно від обсягів емісії, традиційного перерозподілу у синдикаті андеррайтерів ризиків, пов'язаних з розміщенням, емісії може і не відбуватись, оскільки інститут інвестиційних банків досяг рівня розвитку, за якого фінансові потоки

дозволяють адекватно виконувати зобов'язання без вказаного перерозподілу імовірності настання негативних наслідків.

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 І.А. Ніконова, С.Е. Нохрін, А.В. Шаталов та українські вчені 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, в межах якої здійснення реалізації емісії (її частини) не є обов'язковою.

Враховуючи зазначені визначення та особливості 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.

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

Ринку єврооблігацій передував розвиток запозичень через іноземні облігації. З 1940 року європейські корпорації значну увагу приділяли можливості фінансування за рахунок облігаційних позик на ринку США, де відсоткові ставки були нижчі, ніж європейські. Завдяки суттєвій різниці у відсоткових ставках з 1940 до 1963 року на ринку США іноземними емітентами було залучено 14 млрд. дол. США [10]. 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 інструмента 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.

Питання визнання емісії, яку слід вважати першим випуском єврооблігацій, до сьогодні залишається відкритим. Більшість науковців вважає першим випуском єврооблігацій емісію 1963 року італійською компанією Concessione e Construzioni Autostrade (обсяг емісії становив 15 млн. дол. США), ставка купона – 5,5 %. Лід-менеджером випуску став S.G. Warburg & Co, соменеджерами Banque de Bruxelles S.A., Deutsche Bank A.G. та Rotterdamsche Bank N.V. Емісія пройшла лістинг на лондонській фондовій біржі (London Stock Exchange – LSE).

Проте існують й інші точки зору: Річардом Левічем у книзі "Міжнародні фінансові ринки" визначається обсяг емітованих єврооблігацій за період з

1957 по 1962 р. на рівні 500 млн. доларів США. На його думку, за вказаний період було здійснено 22 випуски єврооблігацій [13]. М.С. Мендельсон 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 “Sagor” 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.

Висновки. З плином часу, з 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, якими і стали єврооблігації.

Отже, з урахуванням впливу процесів глобалізації, для залучення фінансових ресурсів здійснення емісії цінних паперів для обігу на іноземному, обмеженому національними кордонами країни розміщення, ринку не є раціональним, оскільки формуванням єдиного міжнародного фінансового простору дозволило орієнтуватися на більш широке коло інвесторів, що збільшило попит на нові надійні фінансові інструменти і дозволило знизити їх вартісні ознаки.

Список літератури

1. Бланк, І. А. Інвестиційний менеджмент: навчальний курс [Текст] / І. А. Бланк. – К. : Ельга, Ніка-Центр, 2001. – 448 с.
2. Брігхем, Є. Ф. Основи фінансового менеджменту [Текст] / Є. Ф. Брігхем. – К. : Молодь, 1997. – 998 с.
3. Версаль, Н. І. Корпоративні облігації у формуванні ресурсної бази комерційних банків України [Текст] / Н. І. Версаль, В. П. Нестеренко // Фінанси України. – 2006. – № 10(131). – Жовтень. – С. 96–104.
4. Директива Європейського Союзу про проспекти цінних паперів від 17.03.89 (Prospectus Directive 89/298).
5. Економічний енциклопедичний словник [Текст] : у 2 т. [Мочерний С. В., Ларіна Я. С., Устенко О. А., Юрій С. І.] ; за ред. С. В. Мочерного. – Львів : Світ, 2005. – Т. 1. – 616 с.
6. Зайчикова, В. В. Теоретичні та практичні проблеми управління муніципальними запозиченнями [Текст] / В.В. Зайчикова // Фінанси України. – 2007. – № 1 (134). – січень. – С. 36–42.
7. Лютий, І. О. Проблеми розвитку сучасного фінансового ринку та інтеграційний курс України [Текст] / І. О. Лютий, В. І. Міщенко // Фінанси України. – 2006. – № 5 (126). – травень. – С. 21–31.
8. Фабоцці, Ф. Д. Ринок облігацій [Текст] : Аналіз та стратегії / Ф. Д. Фабоцці. – М. : Альпіна Бізнес Букс, 2005. – 876 с.
9. Цінні папери: історія та сучасність [Текст] Історико-економічний нарис / О. М. Мозговий, А. Головка, О. Науменко, Ю. Ровинський. – О. : КП ОМД, 2003.

10. Donnerstag, B.C. The Eurobond Market // The Financial Times. – London, 1975. – P. 41.
11. Fisher A., 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.

Summary

This work is devoted to the problem of Eurobonds definition and understanding of its' main characteristics in connection with the globalization process. The research contains brief outlook of the works devoted to the problem of Eurobonds emission and underwriting by the Ukrainian and foreign authors. It also contains the key points of historical evolution of the international capital market and the place of Eurobonds on it.

Отримано 19.02.2009