

О. В. Криворучко,
Дніпропетровський національний університет ім. О. Гончара

ОЦІНКА ПЕРЕВАГ ВИКОРИСТАННЯ ЄВРООБЛІГАЦІЙ ДЛЯ ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙ

This article is devoted to the appearance and evolution of the Eurobonds. In work it is also analyzed the advantages and disadvantages of the Eurobonds emission in comparison with using the other instruments of borrowing in the international capital market.

Розглянуто питання появи та еволюції характерних особливостей відносно нового інструменту запозичення на міжнародному ринку позичкових капіталів — єврооблігацій. У контексті оцінки переваг єврооблігацій над іншими борговими інструментами залучення фінансування деномінованих у іноземній для позичальника валюті, окреслено коло визначальних для емісії єврооблігацій факторів.

ВСТУП

Сучасний світовий фінансовий ринок є сукупністю інвестиційних ресурсів, які під впливом попиту і пропозиції на них з боку великої кількості суб'єктів господарювання перебувають у постійному процесі розподілу та перерозподілу. Перерозподіл фінансових ресурсів здійснюється за допомогою інструментів ринку, наділених специфічними характеристиками, які відповідним чином впливають на можливість та ефективність їх використання за певної кон'юнктури ринку, одним з таких інструментів виступають єврооблігації.

Стрімкий розвиток ринку єврооблігацій зумовлює необхідність оцінки конкурентних переваг даного інструменту залучення фінансування для аналізу його закономірностей розвитку та перспектив подальшого використання в Україні.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

У контексті визначення передумов розвитку ринку єврооблігацій необхідно дослідити переваги та недоліки використання вказаного інструменту міжнародного ринку позичкових капіталів для мобілізації фінансових ресурсів в сучасних українських економічних умовах. Тому в статті досліджуються переваги використання єврооблігацій для залучення інвестицій.

РЕЗУЛЬТАТИ

Зростання різниці у вартості залучення фінансування у різних країнах після завершення Другої світової війни призвело до необхідності появи нових інструментів, які дозволяли б корпораціям та фінансовим установам залучати ресурси за межами національних кор-

донів. Реакцією міжнародного ринку позичкових капіталів, який до цього головним чином обслуговував потреби державних органів, було створення іноземних облігацій — інструменту залучення боргового фінансування на окремому національному ринку іншої держави (у деяких випадках — декількох держав) у відповідній іноземній для позичальника валюті. Проте розвиток глобалізаційних процесів створював передумови для розширення сфери обігу боргових цінних паперів. На початку 60-х років активно починає формуватися ринок єврооблігацій — інструментів, головними рисами яких виступає відмінність валюти номіналу від національної грошової одиниці емітента та відносно широка географія розміщення (на фінансових ринках більше 2-х країн).

Поглиблення глобалізації призводить до зменшення ефективності використання іноземних облігацій на користь єврооблігацій і появи ринку відповідних інструментів. Динамічний розвиток ринку єврооблігацій був обумовлений, перш за все, двома фундаментальними факторами: з одного 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 [5].

Оцінюючи причини постійно зростаючого попиту на єврооблігації з боку інвесторів, Френк Дж. Фабоцци ак-

центує увагу на можливості диверсифікації портфеля цінних паперів через інвестиції в облігації, деноміновані в різних валютах [7]. У 80-х та 90-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 [6]. 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.

Сучасна 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.

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. Обсяги фінансування, які залучаються за допомогою єврооблігацій, обмежені тільки характеристиками емітента і якістю роботи лід-менеджерів випуску. Крім того, єврооблігації пропонують нижчу за банківську маржу вартість здійснення емісії, що обумовлено великими обсягами ринку єврооблігацій, а також не зобов'язують, за класичних умов випуску єврооблігацій, емітента надавати забезпечення. Безумовно, при використанні опосередкованих схем емісії надання гарантії реципієнтом капіталу за зобов'язаннями дочірньої компанії є важливою складовою успішного розміщення, проте такий варіант забезпечення значно вигідніший за заставу при банківському кредитуванні.

Вартість залучення фінансових ресурсів, організованого через емісію єврооблігацій, нижча за ту, яка склалася на внутрішньому фінансовому ринку. 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.

Єврооблігації забезпечують можливість залучення інвестиційних ресурсів на довгостроковій основі: строки обігу цінних паперів здебільшого обумовлені характеристиками емітента і напрямками їх використання (як приклад можливо навести випуск 30-річних єврооблі-

гацій Світовим Банком, Газпромом та Внєшторгбанком), що виступає наступною перевагою єврооблігацій над іншими інструментами міжнародного ринку капіталу.

Необхідно відзначити гнучкість ринку єврооблігацій, який пропонує велику кількість інструментів здійснення запозичення, які суттєво відрізняються за способом нарахування доходу та оформлення запозичення, строкам та іншим істотним для емітентів параметрами (навіть наближені за характеристиками цінні папери на національному рівні країн, що розвиваються, здебільшого відсутні, що виступає додатковим стимулом для виходу на ринок). Варто відзначити, що, перебуваючи на стадії становлення, ринок вітчизняних єврооблігацій поки що не використовує значну частину арсеналу його засобів.

Дотримання процедурних вимог при здійсненні емісії єврооблігацій, таких як отримання рейтингової оцінки міжнародного рейтингового (Moody's, Fitch, Standard&Poors), проведення міжнародного аудиту, перехід підприємства на міжнародні стандарти бухгалтерського обліку, розкриття структури акціонерів та інші створює передумови для збільшення привабливості компанії на міжнародній арені шляхом її переходу до засад публічності і відкритості при здійсненні господарсько-фінансової діяльності [4]. Міжнародний досвід свідчить, що за інших рівних умов перша емісія єврооблігацій коштує для компанії дорожче за потенційно можливий оптимально ефективний випуск, проте подальше здійснення запозичень, за умов вдалого обслуговування попереднього займу, дозволяє вийти на нижчу вартість залучення капіталу [3].

Однією з функціональних особливостей ринку єврооблігацій є встановлення індикативної вартості запозичення капіталу компанією. Так, через ринкові механізми розвинутого ринку єврооблігацій виявляються орієнтовна вартість залучення компанією ресурсів не тільки на зовнішньому, але й на внутрішньому ринку — кредитори компанії національного рівня, використовуючи вартість єврооблігаційного запозичення, здійсненого боржником, мають можливість орієнтовно оцінити його кредитоспроможність за оцінкою міжнародного ринку капіталу. Реакція міжнародного інвестиційного суспільства (наявних і потенційних власників єврооблігацій) на дії компанії може бути використана нею в якості орієнтира оцінки своєї діяльності і, відповідно, її корекції для отримання більш ефективного результату [2].

Необхідно наголосити на тому факті, що єврооблігації пропонують борговий варіант фінансування, який не передбачає перерозподілу прав власності, на відміну від IPO чи розміщення депозитарних розписок.

За допомогою випуску єврооблігацій ефективно вирішується завдання диверсифікації джерел надходження капіталу. Оскільки залучення кредитів на внутрішньому та зовнішньому ринках (у тому числі синдикувані кредити) здійснюється через банківські установи — випуск облігацій дозволяє залучати інвестиції у більш широкого кола інституційних інвесторів: пенсійних фондів, страхових компаній, інститутів спільного інвестування (інвестиційних фондів) тощо.

Характерною ознакою, яка вирізняє єврооблігаційне запозичення від інших варіантів залучення фінансових ресурсів (наприклад кредиту), виступає відсутність можливості втручання інвесторів у фінансово-гос-

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

подарську діяльність емітента. Якщо при укладанні кредитного договору існує певна можливість встановлення нормативних значень окремих показників фінансово-господарської діяльності боржника, порушення яких призводить до зміни умов кредитування або у деяких випадках до технічного дефолту (technical default) за такими зобов'язаннями, то використання єврооблігацій як інструмента залучення позичково капіталу унеможливорює пряме втручання інвестора у діяльність емітента (хоча необхідно підкреслити, що за умови реалізації запозичення за опосередкованою схемою для відносно невідомих емітентів можливе застосування нормативів показників фінансово-господарської діяльності).

Наведені вище характеристики єврооблігацій призвели до зростання їх емісій в Україні з 440 млн дол. США у 2003 до 12,79 млрд у 2007 році. 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 [1]. 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 з 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 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 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 унеможливорює доступ до їх випуску з боку емітентів навіть середнього розміру.

ВИСНОВКИ

В цілому, будучи сучасним, відносно новим, інструментом

міжнародного ринку позичкового капіталу, єврооблігації мають низку переваг, які призводять до подальшого зростання обсягів їх емісій та поліпшення якісних характеристик. В таких умовах одним з головних завдань керівних органів держави виступає окреслення правил за якими має функціонувати відповідний ринок в межах національних кордонів — оскільки неконтрольоване використання запозичень, деномінованих у іноземній валюті, призводить до зростання валютних ризиків для країни. Не дивлячись на той факт, що використання зовнішніх ринків капіталу — вагома перевага для економіки, значна частина запозичень має бути орієнтована на використання національної грошової одиниці, особливо за відсутності у позичальника доходів у іноземній валюті. У разі якщо емітент має джерело доходу у відповідній іноземній валюті, використання єврооблігацій дозволить істотно підвищити конкурентні переваги, збільшивши можливість із залучення капіталу на вигідних умовах. Таким чином, переваги від використання єврооблігацій необхідно оцінювати у кожному випадку окремо, з урахуванням кон'юнктури ринку, характеристик емітента та обставин здійснення емісії.

Література:

1. Аблов А.С., Беззуб'як М.Й., Гальперіна Л.П. та ін. Фінансові інструменти забезпечення міжнародної конкурентоспроможності в інституційній моделі: Монографія / За ред. В.Є. Новицького. — К.: Арістей, 2006. — 220 с.
2. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин / Т. П. Вахненко. — К.: Фенікс, 2006. — 536 с.
3. Нохрин С. Е. Интеграция экономики России в международный рынок ссудного капитала посредством эмиссии корпоративных еврооблигаций: дис. ... кандидата экон. наук: 08.00.14 / Станислав Евгеньевич Нохрин. — Екатеринбург, 2006. — 187 с.
4. Сазонець І. Л., Джусов О. А., Сазонець О. М. Міжнародні фінансові інвестиції: Навч. посібник для вищих навч. закл. / Дніпропетровський національний ун-т. — Д.: Видавництво Дніпропетровського національного ун-ту, 2006. — 312 с.
5. Стукало Н. В. Глобалізація та розвиток фінансової системи України. — Д.: ДНУ, 2006. — 248 с.
6. Фабоцци Ф. Д. Ринок облігацій: аналіз та стратегії. — М.: Альпіна Бізнес Букс, 2005. — 876 с.
7. Robert Litterman, "Nodollar Bond Markets: Opportunities for U.S. Portfolio Managers".
Стаття надійшла до редакції 22 грудня 2008 р.