

## Література

1. Бреннан Дж., Бьюкенен Дж. Причина правил. Конституционная политическая экономия. Выпуск 9 серии «Этическая экономия: исследования по этике, культуре и философии хозяйства» / Пер. с англ. под ред. А.П. Заостровцева. — СПб.: Экономическая школа, 2005. — 272 с.
2. Єфименко Т.І. Формування фінансового простору економічних реформ / Т.І. Єфименко // Фінанси України. — 2011. — № 4. — С. 3—23.
3. Крисоватий А.І., Коцук Т.В. Інституційне середовище фінансового регулювання соціально-економічних процесів // А.І. Крисоватий, Т.В. Коцук // Фінанси України. — 2011. — № 9. — С. 18—32.
4. Конституція України / Бюджетне законодавство України // Бюлетень законодавства і юридичної практики України. — 2011. — № 1. — 372 с.
5. Рішення Конституційного Суду України від 27.11.2008 № 26-рп / 2008 «У справі за конституційним поданням Кабінету Міністрів України про офіційне тлумачення положення частини другої статті 95 Конституції України та словосполучення «збалансованість бюджету», використаного в частині третій цієї статті (справа про збалансованість бюджету)» // Режим доступу: [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/KS08098.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/KS08098.html).
6. Бюджетний кодекс України / Бюджетне законодавство України // Бюлетень законодавства і юридичної практики України. — 2011. — № 1. — 372 с.
7. Зайчикова В.В. Удосконалення бюджетного законодавства в контексті Європейського досвіду скорочення дефіциту бюджету // В.В. Зайчикова // Фінанси України. — 2011. — № 5. — С. 56—67.
8. Богдан Т.П. Квазіфінансові операції та їх роль у формуванні бюджетного дефіциту / Т.П. Богдан // Фінанси України. — 2011. — № 9. — С. 3—17.

Стаття надійшла до редакції 16.01.2012 р.

УДК 336.763.3

**Н.В. Дегтярьова**, канд. екон. наук, доц.,  
доцент кафедри фінансових ринків,  
**С.В. Афоніна**, аспірант кафедри фінансових ринків,  
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

## ІННОВАЦІЙНІ ІНСТРУМЕНТИ СВІТОВОГО РИНКУ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

АННОТАЦІЯ. В статті охарактеризовані основні новітні фінансові продукти світового ринку боргових цінних паперів. Досліджені причини їх появи, еволюцію, дані пропозиції по їх впровадженню на фондовому ринку України.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** финансовые инновации, долговые ценные бумаги, мировой рынок долговых ценных бумаг, структурированные облигации, конвертируемые облигации.

**ABSTRACT.** *The article described the main newest financial products of the world's market debt securities. The reasons of their emergence, evolution are explored; ways of their implementation on the Ukrainian stock market are given.*

**Key words:** financial innovation, debt securities, the world's market of debt securities, structured bonds, convertible bonds.

**АНОТАЦІЯ.** *У статті охарактеризовано основні новітні фінансові продукти світового ринку боргових цінних паперів. Досліджено причини їх появи, еволюцію та надано пропозиції щодо запровадження фондів на фондовому ринку України.*

**КЛЮЧОВІ СЛОВА:** фінансові інновації, боргові цінні папери, світовий ринок боргових цінних паперів, структуровані облигації, конвертовані облигації.

Невід'ємною складовою економічного розвитку є фінансові інновації. За останні десятиріччя на фінансових ринках розвинених країн спостерігається бурхлива інноваційна діяльність, результатом якої стала поява нових продуктів. Учасники інноваційної діяльності намагаються створити такі продукти, які б відрізнялися від існуючих і відповідали б поступовим або стрімким змінам в економіці. Це пояснює пильну увагу зарубіжних економістів, науковців до питань фінансових інновацій, зокрема на ринку боргових цінних паперів.

Теоретичні основи вивчення ринку боргових цінних паперів заклали такі всесвітньо відомі вчені, як Р. Брейлі, Л.Дж. Гітман, М.В. Енг, Дж. М. Кейнс, Р.Дж. Т'юлз, Дж. Р. Хікс, Ф. Фабозці й ін. Також слід виокремити великий внесок у дослідження ринку боргових цінних паперів російських учених Е. Барінова, Ю. Данилова, С. Ляліна, Я. Міркіна, Б. Рубцова, Л. Федякіної та ін. Їх попередниками були радянські дослідники А.В. Анікін, Л.Н. Красавіна, В.Т. Мусатов, Г.П.Солос й ін.

В Україні питання боргових цінних паперів і розвитку їх ринку в тих чи тих аспектах знайшли відображення в дослідженнях Т.В. Грищенко, І.О. Лютого, О.В. Любіної, С.З. Мошенського, В.М. Опаріна, А.А. Пересади, М.І. Савлука, В.М. Суторміної, В. М. Федосова. Разом з тим, нові боргові фінансові інструменти, що почали запроваджуватися на світовому ринку боргових цінних паперів, потребують осмислення та оцінки.

Мета статті — визначити причини та фактори, що сприяють інноваційній діяльності на світовому ринку боргових цінних папе-

рів, охарактеризувати основні нововведення, розкрити проблеми їх запровадження в Україні та запропонувати шляхи вирішення.

Як відомо, фінансові інновації — це створення та популяризація нових фінансових інструментів, технологій, інститутів і ринків, що також передбачає інституційні інновації, інноваційні продукти та процеси [1]. Інновації існують для того, щоб зробити ринки більш досконалими. Якби фінансовий ринок не був «недосконалим», тобто не мав би податків, регулювання, інформаційної асиметрії, трансакційних витрат, то існуючі продукти і процеси повністю б задовольняли потреби суспільства. Саме тому різні «недосконалості», що заважають учасникам економічних відносин отримувати ті результати, на які вони сподіваються, стимулюють фінансові інновації. В той же час, деякі нові фінансові інструменти стають помітними тільки після того, як макроекономічні умови змушують інвесторів бути більш поінформованими про можливості хеджування ризиків за допомогою відповідних інструментів. Так, широке застосування відсоткових свопів на початку 1980-х років призвело до стрімкого зростання відсоткових ставок. Використання кредитних дефолтних свопів на початку 2000-х років вже в 2002 році призвело до найбільших з часів «великої депресії» дефолтів по облігаціях [2].

Відомий радянський учений В. Мусатов ще у 1983 р. у своїй праці «Міжнародна міграція фіктивного капіталу» зазначав, що швидке зростання ринку єврооблігацій та його специфічні риси, що надали йому «наднаціональний характер», призвели до того, що у ряді випадків цей ринок став розглядатися як єдиний дійсно міжнародний ринок [3]. Ринок єврооблігацій є важливим утворенням на ринку міжнародних капіталів, який, виконуючи власне роль ринку, виступає ще й як інноваційний центр, оскільки саме тут концентруються зусилля найкращих міжнародних банків-андерайтерів. Саме цей ринок сприяв появі нових — структурованих боргових цінних паперів, зокрема, облігацій. Деякі з них були розроблені, щоб задовольнити потреби конкретних емітентів чи інвесторів у рамках однієї чи кількох угод, але виявилися настільки вдалими, що стали широко використовуватися ринком. До структурованих відносять усі облігації, у яких платежі поставлені у залежність від найрізноманітніших фінансових показників. Тобто, ними вважаються облігації з плаваючим купоном, індексовані на інфляцію, конвертовані облігації, облігації, що мають «вбудо-

ваний» опціон пут чи колл, облігації з варантом. Однак найчастіше термін «структуровані облігації» застосовують у більш вузькому розумінні, по відношенню до різноманітних видів гібридного фінансування, яке виникло у 1980—1990-ті роки. Структура випуску таких облігацій включає в себе власне облігацію та дериватив — опціон чи ф'ючерс. Якраз за рахунок цього «вбудованого» деривативу платежі за облігацією ставляться у залежність від якогось індексу (макроекономічного чи фондового), ціни акцій компанії, цін на певні товари (наприклад, золото).

Однією з найпопулярніших інновацій став випуск єврооблігацій з плаваючою ставкою (Floating Rate Notes, FRN). Вперше вони були випущені у 1970-ті рр., але популярності набули тільки у 1980-ті рр. Як впливає з назви, по них виплачується не фіксований купон, а ставка, що є прив'язаною до певної ставки міжнародного грошового ринку, найчастіше для цього використовується 6-місячний LIBOR. Це ставка, за якою банки на євrorинку готові надати один одному фінансування. Спочатку FRN набули популярності у Великобританії, а найбільший розквіт ринок пережив у середині 1980-х рр. З другої половини 1990-х рр. їх частка у загальному обсязі міжнародних боргових цінних паперів у обігу, яка досить довго зберігалася на рівні 14—15 %, стала збільшуватись та наприкінці 2008 р. досягла 35 %. Під впливом останньої світової фінансової кризи частка єврооблігацій з плаваючою ставкою зменшилася до 30 % (табл. 1).

Постійна конкуренція зумовлює підтримку та розвиток інноваційного середовища, яке постійно створює нові фінансові продукти. Тим не менш, незважаючи на розмаїття інновацій на фінансовому ринку, більша частина міжнародних боргових цінних паперів випускається з фіксованою ставкою, але частка таких цінних паперів поступово знижується, з 77 % у кінці 1980-х рр. до 68 % у 2010 р. (табл. 1). Причини цього ми бачимо такі: по-перше, переважну більшість міжнародних боргових цінних паперів випускають уряди розвинених країн або великі банки, і у них немає потреби структурувати свої зобов'язання, оскільки вони і так користуються попитом; по-друге, чим простіша структура боргового цінного паперу, тим вона зрозуміліша інвесторам, особливо таким, які не являються професійними учасниками фінансового ринку.

Таблиця 1

## ДИНАМІКА ТА СТРУКТУРА МІЖНАРОДНОГО РИНКУ БОРГОВИХ ЦІННИХ\*

	1993	1995	1998	2000	2005	2007	2008	2009	2010
Всього, млрд дол., у т. ч.:	1 993,4	2 698,4	4 179,6	5 997,6	13948,8	21 558,9	22 709,7	26 059,2	26 612,7
Проста фіксована ставка млрд дол.	1 526,5	2 115,8	3 072,4	4 285,2	9 675,8	14 003,9	14 424,3	17 267,3	18 133,1
Частка, %	76,6	78,4	73,5	71,4	69,4	65,0	63,5	66,3	68,1
Плаваюча ставка, млрд дол.	278,2	415,7	897,3	1470,7	3950,9	7164,7	7890,1	8348,2	8004,9
Частка, %	14,0	15,4	21,5	24,5	28,3	33,2	34,7	32,0	30,1
З прив'язкою до акцій, млрд дол.	188,7	166,8	209,8	241,7	322,0	390,4	395,3	443,7	474,7
Частка, %	9,5	6,2	5,0	4,0	2,3	1,8	1,7	1,7	1,8
Конвертовані, млрд дол.	74,7	89,4	186,8	230,3	314,8	383,7	390,1	439,4	471,5
Частка, %	3,7	3,3	4,5	3,8	2,3	1,8	1,7	1,7	1,8
З варантом, млрд дол.	114,0	77,4	23,0	11,4	7,3	6,7	5,2	4,2	3,2
Частка, %	5,7	2,9	0,6	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0

\* Примітка: розраховано за даними [4].

Використання свопу дозволяє трансформувати валюту та/або структуру відсотка, у яких було здійснено запозичення за допомогою випуску облігацій, тому вони досить широко використовуються емітентами міжнародних боргових цінних паперів. Завдяки свопу емітенти можуть обирати ту валюту, запозичення у якій коштуватиме менше (тобто відсоткова ставка за якою нижча).

Облігації з варантом вперше були випущені на Євроринку у 1982 р., але спочатку не дуже широко використовувалися. У кінці 1980-х рр. вони стали дуже популярними у Японії та займали помітне місце на ринку єврооблігацій. Найактивніше облігації з варантом на акції використовувалися корпоративними позичальниками. Варант надає своєму власникові право вступити з емітентом в іншу фінансову транзакцію, якщо така транзакція вигідна власникові варанту. Більшість варантів може бути «відкріплено» від самої облігації: інвестор може продати варант окремо від боргового зобов'язання. Однак на початку 1990-х рр. курси японських акцій сильно впали, що призвело до різкого зменшення випуску єврооблігацій з варантом.

Існує велике розмаїття варантів: варанти на акції, боргові варанти й варанти на валюту. Варант на акцію дозволяє своєму власнику купувати акції емітента за особливою ціною. Боргові варанти дають своїм власникам право придбавати в емітента додаткові облігації за спеціальною ціною. Власникові облігацій з борговим варантом вигідне падіння ставок, оскільки в цій ситуації в «свого» емітента він зможе купити облігацію з вищим, ніж у середньому на ринку, купоном. Варант на валюту дозволяє своєму власникові обмінювати валюту за встановленою ціною (тобто за фіксованим курсом). Такий варант зменшує ризик втрат власника облігації від падіння курсу іноземної валюти, у якій деноміновані грошові потоки облігації.

В Україні на сьогодні не прийнято закон «Про похідні (деривативи)», тому неможливо й використання подібних інноваційних інструментів.

Конвертовані єврооблігації — це облігації, які можуть бути конвертовані в інший тип активів. Конвертовану облігацію можна розглядати як звичайну облігацію з безкоштовною можливістю її обміну (конвертації) на заздалегідь визначену кількість акцій (майже завжди у випадку з корпоративними облігаціями) або

на еквівалентну кількість інших облігацій (у випадку з державними цінними паперами). Залежно від можливих строків настання конвертації та інших параметрів конвертованих облігацій, виділяють ряд їх різновидів:

- конвертовані облігації з високими купонним доходом і конверсійною премією;
- конвертовані облігації з правом інвестора ініціювати викуп тільки у єдиний визначений момент (premium put convertible);
- конвертовані облігації з правом інвестора ініціювати викуп у певні визначені періоди (rolling put convertible);
- конвертовані облігації з нульовим купоном (zero coupon convertible);
- дисконтні конвертовані облігації (discount convertible);
- обмінні облігації (exchangeable bonds);
- конвертовані облігації з обов'язковою конвертацією.

Слід зазначити, що в російській практиці під терміном «конвертовані облігації» зазвичай розуміють саме облігації, що передбачають обов'язкову конвертацію. В українському законі «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачається для облігацій, що розміщуються акціонерним товариством, можливість їх конвертації в акції акціонерного товариства (конвертовані облігації) [6]. Детальнішої інформації щодо умов конвертації закон не встановлює.

Також на міжнародному ринку популярними є облігації з опціоном пут і кол. Для єврооблігацій, які мають опціон пут, у проспекті емісії визначається дата (або дати), коли інвестор за власним бажанням може пред'явити цей цінний папір до погашення. Або дострокове погашення може бути передбачене за умови настання певних подій, таких як зміна контролю над компанією, невиконання нею певних початково визначених умов тощо. Зазвичай погашення відбувається з розрахунку 100 % від номінальної вартості, тобто, якщо ціна єврооблігації впаде значно нижче, то інвестор все одно зможе отримати назад 100 % вартості цінного паперу. Зазвичай наявність пут-опціону здешевлює вартість залучення коштів для емітента, але у той же час створює для нього ризик. Такі приклади можна було спостерігати під час фінансової кризи, що розпочалася у 2008 р. Тоді доходи багатьох підприємств зазнали різкого скорочення, у той же час ціни на їх єврооблігації також суттєво знизилися, і при настанні пут-опціону інвестори бажали ним скористатися. Не всі компанії у

той період були спроможні виконати свої зобов'язання і змушені були пропонувати інвесторам реструктуризацію, роблячи умови випуску для себе менш привабливими, щоб уникнути дефолту. В результаті їх кредитна історія вже не була такою бездоганною, як раніше, хоча у деяких випадках провини емітента у перебігу таких подій не було.

Кол-опціон, навпаки, дає емітенту право погасити єврооблігації достроково у визначену дату чи за умови настання певних подій, тобто, відкликати її. Кол-опціон зручно включати в структуру облігації тоді, коли вона випускається в умовах високих ринкових ставок, і у емітента є очікування щодо їх зниження у майбутньому. Якщо ці прогнози виявляться вірними, то він зможе відкликати цей випуск єврооблігацій та здійснити новий за нижчою ставкою. Якщо ж ні, то емітент продовжить користуватися коштами на старих умовах. На ринку єврооблігацій також обертаються бескупонні облігації та облігації з відкладеними купонними виплатами [7].

Ще одним екзотичним видом боргових цінних паперів на міжнародному ринку є бівалютні облігації, відсоток по яких виплачується в одній валюті, а номінал — в іншій. Розрізняють кілька типів бівалютних облігацій. Перший тип бівалютних облігацій допускає встановлення в момент розміщення певного курсу обміну, за яким виплати купону й номіналу будуть переводитися у валюту конкретної країни. Інвесторам у другий тип облігацій курс обміну заздалегідь невідомий: буде використаний валютний курс на момент надходження грошового потоку за єврооблігацією (тобто спот-курс на момент здійснення платежу). Третій тип пропонує або емітенту, або інвестору вибір валюти — їх прийнято називати облігаціями з опціоном вибору валюти [7].

До інноваційних у літературі також відносять цінні папери, що забезпечені активами, — наприклад, облігації, що забезпечені іпотечними активами. Зазначимо, що в Україні, згідно закону «Про іпотечні облігації» [8] можуть випускатися звичайні та структуровані іпотечні облігації. Емітентом звичайних іпотечних облігацій є іпотечний кредитор, що несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями іпотечним покриттям і всім іншим своїм майном, на яке відповідно до законодавства може бути звернено стягнення. Емітентом структурованих іпотечних облігацій є спеціалізова-



на іпотечна установа, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облигаціями лише іпотечним покриттям. При цьому спеціалізована іпотечна установа — це фінансова установа, виключним видом діяльності якої є придбання іпотечних активів (їх продаж у випадках, передбачених законом і проспектом емісії) та випуск структурованих іпотечних облигацій. При цьому до спеціалізованих іпотечних установ не застосовуються вимоги щодо достатності капіталу, ліквідності, ліцензування діяльності. Незважаючи на те, що закон був прийнятий ще у 2005 році, не було створено таку спеціалізовану установу й не було зареєстровано випуску структурованих облигацій. На наш погляд, відсутність вимог до емітента створює загрози для потенційних інвесторів у структуровані іпотечні облигації.

Запровадження в Україні конвертованих облигацій, облигацій, що забезпечені активами та облигацій з опціонами потребує вдосконалення нормативно-правового забезпечення їх випуску та обігу виходячи з світового досвіду.

### **Література**

1. *Tufano, P.* Financial Innovation, in Handbook of the Economics of Finance (Volume 1a: Corporate Finance), — George Constantinides, Milton Harris and Rene Stulz, eds. — Amsterdam: Elsevier, 2003. — P. 307—336.
2. Wikipedia, the free encyclopedia — [http://en.wikipedia.org/wiki/Financial\\_innovation](http://en.wikipedia.org/wiki/Financial_innovation).
3. *Мусатов В.Т.* Международная миграция фиктивного капитала. — М.: Международные отношения, 1983. — 205 с.
4. BIS Quarterly Review, September, 2011 / Сайт у мережі Інтернет — [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1109.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1109.htm).
5. *Краев А. О., Коньков И. Н., Малеев П. Ю.* Рынок долговых ценных бумаг. — М.: Экзамен, 2002. — С. 60—61, 71—74.
6. Про цінні папери та фондовий ринок// Закон України від 23 лютого 2006 року // Текст взято з сайта Верховної Ради — <http://rada.gov.ua>.
7. *Фабоцци Ф., Манн С.* Справочник по ценным бумагам с фиксированной процентной ставкой: 7-е изд.; Т. 1. Основы: Пер. с англ. — М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2008. — 928 с. — С. 44.
8. Про іпотечні облигації // Закон України від 22 грудня 2005 року // Текст взято з сайта Верховної Ради — <http://zakon3.rada.gov.ua>.

Стаття надійшла до редакції 15.01.2012 р.