

**Циганов С.А.,**

доктор економічних наук,  
професор кафедри міжнародних валютно-кредитних і  
фінансових відносин Інституту міжнародних відносин  
Київського національного університету  
імені Тараса Шевченка,

**Яншина А.М.,**

здобувач Українського державного  
університету фінансів та міжнародної торгівлі

### ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ РИНКУ СИНДИКОВАНОГО КРЕДИТУВАННЯ У КРАЇНАХ ІЗ ТРАНСФОРМАЦІЙНОЮ ЕКОНОМІКОЮ

*Проаналізовано досвід країн із трансформаційною економікою у сфері синдикуваного кредитування. Шляхом порівняння основних характерних рис ринку синдикуваного фінансування в перехідних суспільствах і країнах, що розвиваються, визначено головні етапи становлення таких ринків, виділено їх особливості, проблемні аспекти й перспективи розвитку.*

*The article examines the experience of syndicated lending in emerging markets. Comparing the main tendencies and indicators of states in transition and some developing countries the author concentrates on the evolution, obstacles and prospects of syndicated loan markets in these countries.*

За останні десятиріччя головною рушійною силою інтернаціоналізації світової економіки, зокрема для країн, що розвиваються, та перехідних суспільств, стали міжнародні фінанси, розвиток яких випереджає зростання міжнародного виробництва й експорту. Саме завдяки потокам кредитних ресурсів, розширенню й інтеграції національних фінансових ринків та розмаїттю кредитних інструментів трансформаційні економіки мають можливість стати частиною світового фінансового ринку. Важливу роль серед таких фінансових інструментів відіграє синдикуваний кредит, який є ефективним джерелом капіталу не тільки для розвинутих країн, а й трансформаційних суспільств і країн, що розвиваються. Тому можна стверджувати, що структура, характерні риси й кількісні показники функціонування ринку синдикуваних позик залежать від ступеня розвитку держави. Тож вивчення та здійснення порівняльного аналізу досвіду становлення й функціонування ринку синдикуваних позик у перехідних суспільствах є доцільним і важливим для виявлення основних закономірностей і особливостей, систематизації спільних рис і відмінностей, що притаманні синдикуваному кредитуванню саме в цій групі країн.

Об'єктивна потреба в залученні великого обсягу фінансових ресурсів у перехідних суспільствах зумовлює активізацію використання синдикуваних позик із метою розвитку всіх елементів економічної системи. Якщо виходити з цієї позиції, то надзвичайно актуальним, на наш погляд, є теоретичний аналіз такої економічної категорії, як синдикуване фінансування, його сутності, еволюції й особливостей.

© Циганов С.А., Яншина А.М., 2008

Інтенсифікація процесу залучення синдікованих кредитів у трансформаційних економіках спричинила появу наукових досліджень із даної проблематики. Зокрема, ґрунтовну роботу в цьому напрямку провели такі російські й вітчизняні економісти, як Л. Павлова, В. Громковський, О. Прудніков, Ю. Даниліна, М. Матовніков, С. Карнаух, О. Григор'єва. Їхні дослідження зосереджені на вивченні ролі фінансового ринку й, зокрема, синдікованого кредитування у підвищенні ефективності платіжної системи, процесу розвитку ринку синдікованих позик у Російській Федерації, взаємозв'язку кореспондентських відносин і організації синдікованого фінансування тощо.

Варто зауважити: сьогодні класичні атрибути поняття “синдікований кредит” зазнали певних змін з огляду на специфіку становлення ринків синдікованого фінансування у трансформаційних економіках. Тобто логічне обґрунтування процесу використання синдікованих позик у перехідних державах вітчизняними й російськими науковцями базується, головним чином, на розподілі між учасниками синдикату кредитних ризиків, рівень яких у цій групі країн дещо підвищений, та збільшенні обсягів наданих фінансових ресурсів шляхом мобілізації кредитних фондів усіх банків синдикату. Так, наприклад, В. Громковський і О. Прудніков визначають синдіковану позику як кредит, що формується завдяки об'єднанню ресурсів декількох банків із метою диверсифікації кредитних ризиків та збільшення загальної суми позики<sup>1</sup>.

Дещо по-іншому підходить до визначення цього терміна М. Матовніков, який під поняттям синдікованого кредиту й аналогічних йому позик має на увазі кредити, надані банком позичальнику за умови укладання цією банківською установою угоди із третьою особою<sup>2</sup>. Водночас К. Годлевський та Л. Вейл вважають, що сутність синдікованого фінансування зводиться до надання позики двома або більшою кількістю банківських установ одному позичальнику<sup>3</sup>.

У ході аналізу автори виявили, що більшість науковців, беручи до уваги специфіку ринків синдікованого фінансування саме у трансформаційних економіках, визначають різницю між двосторонніми й синдікованими позиками через можливість диверсифікації ризиків та збільшення обсягів позики шляхом створення синдикату. З одного боку, з огляду на ступінь розвитку й особливості становлення ринків синдікованого фінансування в перехідних суспільствах можна стверджувати, що лише ці два елементи трактування зазначеної економічної категорії є основними.

Але з другого боку, окреслюючи сутність синдікованого кредитування, не можна не виділити окремих “класичних атрибутів” цього фінансового інструмента, що

---

<sup>1</sup> Громковский В., Прудников А. Синдицированное кредитование // Вестник Ассоциации российских банков. — 2000. — № 17. — С. 15—18.

<sup>2</sup> Матовников М. Синдицированные кредиты: пока еще экзотика // Банковское дело в Москве. — 2001. — № 26. — С. 19—21.

<sup>3</sup> Godlevski C., Weill L. 2007. Syndicated loans in emerging markets / Institut d'Etudes Politiques // Working Paper. — 2007. — № 87. — P. 3.

притаманні синдикуваним позикам у розвинутих економіках та формувалися протягом значного проміжку часу, наприклад, таких як довгостроковий характер залучення кредиту. Тому, здійснивши ґрунтовне дослідження та систематизувавши основні теоретичні підходи до окресленої проблеми, ми сформулювали, на нашу думку, повне й точне визначення поняття “синдикуваний кредит”. Отже, це кредит, що надається позичальникові двома або більшою кількістю банків, об’єднаних у тимчасовий банківський синдикат для фінансування капіталомістких проєктів у довгостроковій перспективі, шляхом акумулювання банківських фінансових ресурсів і диверсифікації кредитних ризиків. У цьому контексті, проаналізувавши теоретичні підходи до трактування категорії синдикуваного фінансування та його особливостей, треба перейти до розгляду його специфіки у трансформаційних економіках.

Метою статті є вивчення основних закономірностей становлення й функціонування ринків синдикуваних позик країн із трансформаційною економікою, зокрема визначення етапів їх формування, виявлення та систематизація проблемних аспектів і перспектив розвитку.

На сучасному етапі поняття ринкової економіки тісно пов’язане з успішним функціонуванням фінансового й, насамперед, кредитного ринків. Ступінь розвитку синдикуваного кредитування як одного з важливих елементів останнього є запорукою розширення обсягів фінансування місцевих компаній та підвищення темпів економічного розвитку в цілому у країнах, що перебувають на стадії переходу до ринку.

Вивчаючи динаміку та якісні показники розвитку синдикуваного кредитування у трансформаційних суспільствах, ми з’ясували, що найбільш ємний ринок синдикуваних позик — у Російській Федерації<sup>4</sup>. У зазначеному дослідженні російський ринок синдикуваного фінансування визначається як орієнтир для здійснення порівняльного аналізу з іншими країнами, де такі ринки тільки починають формуватися. З метою розробки детальнішого й оптимального підходу до окресленої проблеми ми розглядаємо питання розвитку функціонування ринку синдикуваних позик крізь призму етапів становлення ринків синдикуваного фінансування у трансформаційних економіках, які наведено нижче.

1. Зміна структури ринку синдикуваних позик (перехід від радянського ринку синдикуваних кредитів, де домінували державні позики, що були спрямовані на фінансування великих інвестиційних проєктів і купівлю обладнання та мали довгостроковий характер, до нового ринку). Тобто на цьому етапі відбувається зародження нового ринку синдикуваних кредитів у даній групі країн, на якому роль державних позик знижується, а валютна, інституційна й цільова структура залучених ресурсів наближається до глобального фінансового середовища.

2. Бурхливий розвиток із початку 1997 року нових банківського й корпоративного секторів. Із середини 1990-х років у більшості перехідних суспільств фактично

---

<sup>4</sup> <http://www.bis.org>.

відбувається формування ринку синдикуваного кредитування. Цей період характеризується зростанням кількості угод, незначним розширенням кола позичальників, що мали змогу залучати фінансові ресурси на міжнародному ринку, збільшенням термінів надання кредитів до одного року й більше.

Варто зауважити, що існує декілька точок зору щодо періоду зародження ринку синдикуваних позик у перехідних державах. Приміром, С. Карнаух і О. Григор'єва вважають, що цей ринок почав розвиватися в 1995 році<sup>5</sup>. Тоді як М. Матовников розпочинає свій аналіз із 2001 року<sup>6</sup>. Більшість науковців погоджуються, що основною характерною рисою початкового етапу практично в усіх перехідних економіках залишалася обмеженість кола позичальників. Так, у РФ на 15 головних боржників припадає найбільша частина ринку — 86 %<sup>7</sup>. Також починаючи з 1997 року в РФ позичальниками на ринку синдикуваних кредитів стали не тільки банківські установи, а й великі підприємства<sup>8</sup>. І першими такі кредити залучали підприємства паливно-енергетичного комплексу.

3. Період “застою”, що тривав із серпня 1998 року до середини 2000-го. Аналізуючи цей етап, вважаємо за потрібне сказати про важливий вплив серпневого дефолту в Російській Федерації, що практично заблокував більшість каналів надходження фінансових ресурсів, на процес становлення ринків синдикуваного кредитування в інших трансформаційних державах. Водночас, вивчивши деякі особливості цього періоду, ми дійшли висновку, що криза 1998 року стала поштовхом для розвитку вторинного ринку синдикуваних кредитів, який на даний момент досі перебуває на стадії становлення. Інакше кажучи, передача прав за кредитами дістала поширення одразу після кризи 1998 року.

До речі, розглядаючи проблему створення вторинного ринку синдикуваних позик, С. Карнаух і О. Григор'єва наголошують, що функціонування вторинного ринку надає банківським установам можливість брати участь у нових кредитних та інших видах угод та розвивати кореспондентські відносини на якісно новому, вищому рівні<sup>9</sup>. Крім того, ми дотримуємося позиції, що вторинний ринок створюється також із метою підвищення ліквідності кредитів, наближаючи їх до цінних паперів і, тим самим, сприяє збільшенню обсягів наданих синдикуваних позик.

4. Період відновлення після кризи 1998 року, що тривав до 2004-го. На цьому етапі у країнах із трансформаційною економікою чітко виділилися окремі цільові напрями залучення синдикуваних кредитів, зокрема на загальні корпоративні

---

<sup>5</sup> Карнаух С., Григор'єва О. Корреспондентские отношения и организация синдицированного кредитования // Расчеты и операционная работа в коммерческом банке. — 2004. — № 11. — С. 23—26.

<sup>6</sup> Матовников М. Зазнач. праця.

<sup>7</sup> Там само.

<sup>8</sup> Данилина Ю.В. Рынок синдикаций: становление, развитие, современное состояние // Банковское дело. — 2004. — № 1. — С. 28—31.

<sup>9</sup> Карнаух С., Григор'єва О. Зазнач. праця.

потреби, для виплати боргу, фінансування процесів злиття й поглинання, купівлі активів інших компаній. Також набула поширення практика залучення банками синдигованих кредитів для подальшого розміщення ресурсів, тобто з метою фінансування діяльності великих промислових підприємств. Як правило, терміни надання таких кредитів коливалися від 6 місяців до 1—2 років із можливістю подальшої пролонгації<sup>10</sup>.

Слід зазначити, що саме на даному етапі лідером серед трансформаційних суспільств із огляду на динамічні зміни в якісних і кількісних показниках функціонування ринку стає Російська Федерація. Основними реципієнтами кредитних ресурсів у Росії в цей час, на відміну від 1997 року, коли боржниками були переважно організації банківського сектору й паливно-енергетичного комплексу, стають підприємства чорної й кольорової металургії, транспорту та зв'язку тощо<sup>11</sup>. Змінилася й географія учасників: якщо до 2000 року у процедурі синдикування брали участь тільки банківські інститути Москви, в останні роки активну роль у цьому процесі відіграють регіональні кредитні установи<sup>12</sup>. До того ж, на думку Л. Павлової, збільшилися терміни надання кредитів. Так, до 2003 року переважало короткострокове кредитування, а з 2003-го, 2004 року почала зростати частка середньострокових позик<sup>13</sup>.

Проводячи паралелі з іншими перехідними державами треба підкреслити, що на цьому етапі практично в усіх трансформаційних економіках позичальниками на ринку синдигованого фінансування були в основному банківські установи. Разом із тим у окремих країнах Центральної і Східної Європи (ЦСЄ) в ході розвитку ринку активно залучалися позики в такі сектори економіки, як енергетичний, телекомунікаційний, сільське господарство, транспорт і, безперечно, сектор фінансових послуг<sup>14</sup>.

В Україні тільки на початку становлення ринку синдигованого кредитування єдиними позичальниками ресурсів були банківські інститути, а згодом активними його учасниками стали підприємства реального сектору економіки, тоді як майже в усіх країнах ЦСЄ сектор фінансових послуг і досі залишається домінуючим за обсягами залучених фондів.

5. Досліджуючи даний етап і його особливості в перехідних суспільствах, ми визначили, що саме 2003—2005 роки поклали початок динамічному розвитку ринку синдигованого фінансування, який до цього часу в даній групі країн, окрім Росії, являв собою поодинокі випадки укладання угод синдикування. На наш погляд, для ефективнішого й адекватного аналізу проблеми синдигованого фінансування у

---

<sup>10</sup> Godlevski C., Weill L. Зазнач. праця. — С. 14.

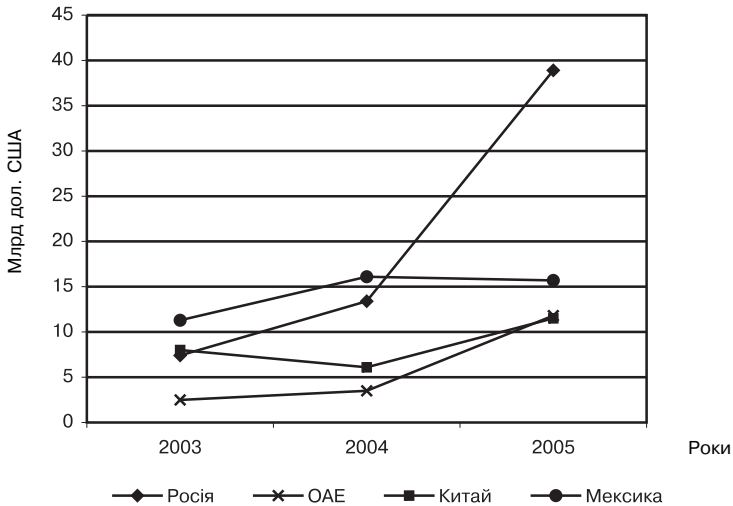
<sup>11</sup> Матовников М. Зазнач. праця.

<sup>12</sup> Данилина Ю.В. Зазнач. праця.

<sup>13</sup> Павлова Л. Роль финансового рынка в повышении эффективности платежной системы // Конкуренция и рынок. — 2003. — № 16. — С. 5—8.

<sup>14</sup> <http://www.ebrd.com>.

трансформаційних економіках варто порівняти показники найдинамічніших ринків. Розглянемо чотири країни — Об'єднані Арабські Емірати (ОАЕ), Китай, Росію й Мексику, які є лідерами за кількісними показниками в кожному з регіонів, де ринок синдикування позик перебуває на завершальній стадії становлення (рис. 1).



Джерело: <http://www.bis.org>.

Рис. 1. Динаміка залучення синдигованих позик у Росії, ОАЕ, Китаї й Мексиці

Як бачимо, Російська Федерація у 2005 році випередила за обсягами наданих у вигляді синдигованих позик фінансових ресурсів Мексику, що була найактивнішою на ринку в попередні роки серед країн, що розвиваються<sup>15</sup>. І хоча китайські компанії залучали в цей період значні суми кредитів, позичальники РФ випереджали їх, що можна пояснити саме відновленням економіки після кризи 1998 року. Однак, незважаючи на те, що Росія є лідером за кількісними показниками серед переважної більшості країн, що розвиваються, та всіх держав із трансформаційною моделлю економіки як на стадії, що вивчається, так і на сучасному етапі розвитку, в РФ є певні проблеми, зокрема недостатній досвід створення синдикатів місцевими банками, нерозвинена інфраструктура й інституційне забезпечення ринку синдигованих позик, які, у свою чергу, характерні практично для всіх перехідних суспільств<sup>16</sup>.

Розглядаючи проблемні аспекти, ми погоджуємось із М. Матовніковим, який стверджує, що на цьому етапі синдиговані позики використовуються банками, як правило, для диверсифікації ризиків, а не через неспроможність одного банку

<sup>15</sup> <http://www.bis.org>.

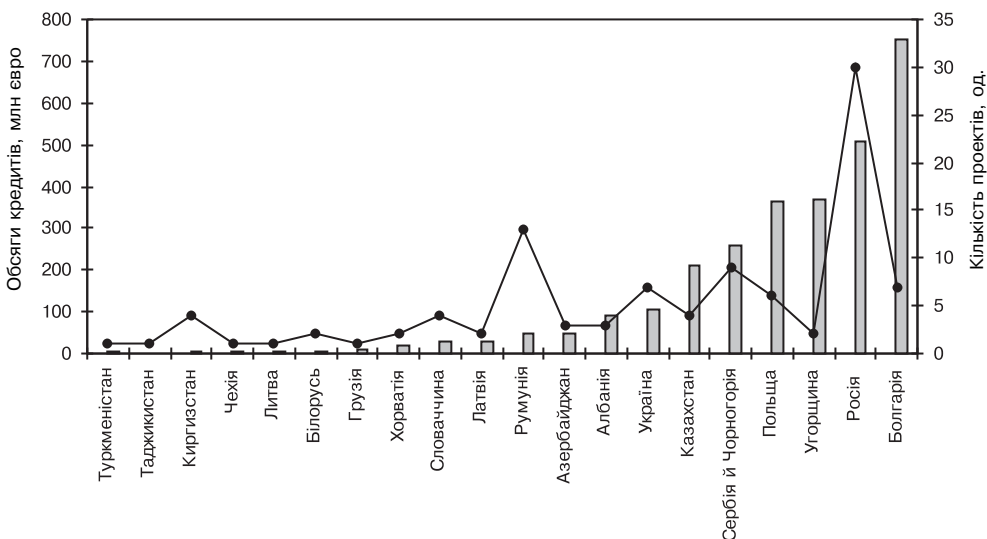
<sup>16</sup> Данилина Ю.В. Зазнач. праця.

надати значну суму кредиту на вимогу позичальника<sup>17</sup>. А це свідчить про те, що проблема високого рівня ризиків у цій групі країн досі актуальна.

У свою чергу, В. Громковський і О. Прудніков виділяють ще одну перепону на шляху розширення обсягів синдикуваного фінансування у трансформаційних державах, а саме відсутність належної правової бази. Економісти зазначають, що синдикуване кредитування регулюється тими ж правовими нормами, що й інші кредитні операції. Тому надзвичайно важливо уніфікувати правила процедури синдикування і створити спеціальні правові норми в цій сфері<sup>18</sup>.

6. 2005—2007 роки. Дослідивши сучасні тенденції становлення ринку синдикуваних кредитів у трансформаційних економіках, ми дійшли висновку, що визначальною особливістю цього етапу є помітне посилення впливу глобалізації світової економіки на функціонування ринку синдикуваних позик. Тобто велика кількість синдикуваних кредитів залучаються за сприяння міжнародних фінансових організацій (МФО), найактивнішу участь серед яких у цьому процесі беруть Міжнародна фінансова корпорація (МФК) і Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР) (рис. 2).

У цьому контексті слід підкреслити, що саме 2005 рік став визначальним для більшості країн із трансформаційними економіками з точки зору впливу МФО на обсяги залучення синдикуваних кредитів. Треба додати, що на попередніх етапах



Джерело: <http://www.ebrd.com>.

**Рис. 2. Загальна кількість угод та обсяги кредитів ЄБРР, наданих трансформаційним економікам у 2005 році**

<sup>17</sup> Матовников М. Зазнач. праця.

<sup>18</sup> Громковський В., Прудніков А. Зазнач. праця.

така участь МФО в синдикуванні позик теж мала місце, але на цій стадії відбувається значна інтенсифікація цього процесу. Таким чином, синдикуваний кредит як фінансовий механізм, що використовують МФО, стає ще одним засобом доступу для позичальників з країн із трансформаційною моделлю економіки до міжнародного ринку капіталу.

Як видно з таблиці, лідером за кількістю угод синдикуваного кредитування, що були реалізовані за участі ЄБРР, стала Росія, яка також посідає друге місце за обсягами наданих синдикуваних позик<sup>19</sup>. При цьому доцільно зауважити, що для виявлення закономірностей ми розглядаємо показники розвитку ринків не тільки трансформаційних економік, а й розвинутих держав, тобто основним критерієм обрання тієї чи тієї країни для даного аналізу є не рівень її розвитку, а стан і динаміка синдикуваного кредитування.

**Таблиця. Розвиток ринків синдикуваного кредитування, що перебувають на стадії становлення, в 1997—2007 роках, млрд дол. США**

Країна	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Болгарія	0	0	0	0	0	0	0,2	1,2	0,7	0,8	0,8
Хорватія	0,9	0,3	0,8	0,5	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9	1,6	1,5
Чехія	3,2	1,5	0,3	0,7	0,3	0,1	0,5	1,4	1,1	0,5	4,9
Угорщина	1,5	1,2	0,7	0,7	0,8	1,3	2,4	2,9	2,4	1,4	4,6
Польща	1,8	1,1	1,2	3,3	2,6	3,1	3,6	2,1	4,6	5,6	1,8
Румунія	0,8	0,3	0,3	0,4	0,4	0,8	0,7	0,7	1,5	0,1	0
Росія	8,9	1,5	0,2	3,7	2,2	4,2	7,4	13,4	38,9	33,9	62,7
Словенія	0	0	0	0,3	0,3	0,3	0,6	1,5	1,8	1,3	2,7
Туреччина	4,7	4,6	6,2	9,5	4,1	2,5	4,1	7,9	12,1	16,6	12,7
Україна	0,1	0,1	0	0,36	0,15	0,15	0,1	0,3	1,3	2,3	3,6

Джерело: <http://www.bis.org>.

Проводячи порівняльний аналіз наведених у таблиці країн крізь призму кількісних показників розвитку, ми дійшли висновку, що ринком синдикуваного кредитування, який найбільш динамічно зростає на сучасному етапі, є ринок синдикуваних позик РФ. Водночас досить швидкими темпами розвивається синдикуване кредитування в Туреччині. Що стосується таких держав, як Хорватія, Словенія, Угорщина, то, на нашу думку, слід підкреслити: протягом 2005—2007 років ринок синдикуваних позик у цих країнах значно не розширився, але компанії й банківські установи-резиденти цих держав із року в рік використовують цей фінансовий інструмент для залучення іноземних фінансових ресурсів<sup>20</sup>.

Вивчаючи статистичні дані у сфері синдикуваного кредитування, ми виявили ще одну тенденцію, яка закріплює свої позиції у трансформаційних економіках на

<sup>19</sup> <http://www.ebrd.com>.

<sup>20</sup> <http://www.bis.org>.



сучасному етапі та є, на нашу думку, безперечним чинником розширення ринку і збільшення обсягів залучення іноземних синдигованих позик. Мова йде про організацію й участь місцевих банків у процесі створення синдикатів у країнах із трансформаційною економікою. У цьому аспекті С. Карнаух і О. Григор'єва запевняють, що не можна говорити про організацію синдикатів національними комерційними банками перехідних держав як масове явище<sup>21</sup>. А що стосується безпосередньої участі в синдикаті місцевих фінансових установ, то, на наш погляд, така практика є більш поширеною, до того ж зростає кількість банківських інститутів, які її реалізують. Окреслена тенденція є досить стабільною, зокрема на російському й польському ринках, що, без сумніву, є однією із причин щорічного розширення ринків синдигованих позик таких країн, і можна стверджувати, що цей напрям буде пріоритетним у довгостроковій перспективі.

Отже, визначальними рисами ринків синдигованого фінансування трансформаційних економік і країн, що розвиваються, є високий ступінь прибутковості, значний рівень ризиків, порівняна нестабільність, що тягне за собою кризові явища, які долаються з допомогою офіційних кредиторів, міжнародних фінансових організацій (ЄБРР, МФК тощо).

У свою чергу, синдиговані позики є новим джерелом іноземних кредитних ресурсів і, таким чином, сприяють збільшенню обсягів інвестицій на ринках, що формуються. Синдиговане фінансування надає національним банківським установам ширші можливості для диверсифікації як джерел отримання прибутку, так і ризиків, що веде до фінансової стабільності, яка є фундаментальним питанням для ринків перехідних країн. Саме з цих причин потоки іноземного капіталу у вигляді синдигованих кредитів важливі для розвитку держав, що перебувають на етапі трансформації.

Підсумовуючи викладене, потрібно додати: незважаючи на деякі проблемні аспекти ринку синдигованих позик у РФ та інших країнах із трансформаційними економіками, відбувається динамічне розширення й поліпшення умов їх функціонування. Для усунення проблем у сфері синдигованого фінансування трансформаційних економік, на нашу думку, потрібно, по-перше, поліпшити правове забезпечення функціонування як первинного, так і вторинного ринків синдигованого кредитування (з обов'язковою уніфікацією документації і процедури синдикування позик). По-друге, ініціювати організацію конференцій і програм з участю іноземних спеціалістів і експертів із цього питання, розробити рекомендації й методичні матеріали. По-третє, з метою сприяння становленню вторинного ринку створити інформаційну базу, що акумулювала б дані про вже залучені синдиговані позики. Такі заходи сприятимуть розвитку первинного і вторинного ринків, що, безперечно, вплине й на збільшення ліквідності такого фінансового інструмента, як синдигований кредит.

---

<sup>21</sup> Карнаух С., Григор'єва О. Зазнач. праця.