

УДК 336.763.33

Є. В. Афоніна,

аспірант кафедри "Фінансові ринки",

ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана"

МІСЦЕ БАНКІВ НА РИНКУ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

У статті проаналізовано взаємозв'язок банківського сектора та ринку боргових цінних паперів. Досліджено та систематизовано ролі, які банки виконують на ринку боргових цінних паперів, і, таким чином, з'ясовано місце банків на ньому.

The article provides the analysis of mutual connection between the banking sector and fixed income securities market, investigation and systematization of roles, which banks perform on this market, and therefore the place of banks on this market is defined.

Ключові слова: банки, ринок цінних паперів, боргові цінні папери, державні цінні папери, облігації, векселі, депозитні сертифікати, Національний банк України.

Key words: banks, securities market, fixed income securities, government securities, bonds, promissory notes, deposit certificates, National Bank of Ukraine.

ВСТУП

Спроби визначити роль банків у фінансовій системі країни були зроблені ще у 17 ст., коли англійським економістом Дж. Ло були сформульовані основні концепції капіталотворчої теорії кредиту, згідно з якою рушійна роль у розвитку економіки належить кредиту. Банки ж, відповідно, розглядаються не як посередники, а як творці капіталу. Саме Дж. Ло належить ідея організації емісійного банку, за допомогою якого можна привести у рух усі виробничі ресурси суспільства. У 17 ст. теорія Дж. Ло випередила свій час, але згодом кредитні відносини набули широкого розвитку, а сама теорія отримала багато послідовників. Серед них, перш за все, слід назвати Й. Шумпетера, А. Гана, Дж. М. Кейнса та Р. Хоутрі. Ган і Шумпетер вважали банки всемогутніми, оскільки кредит створює депозити, а отже, і капітал. Пізніше у США з'явилася група економістів (Р. Голдсміт, С. Кузнець, Х. Дугал, Д. Крімер), які докладно досліджували ринок позичкових капіталів, його взаємодію з економікою шляхом акумуляції та мобілізації капіталів, структуру кредитної системи та її окремі ланки. Вони показали, що держава, корпорації та населення не можуть розвиватися на базі власних фінансових ресурсів та потребують постійних вливань коштів з ринку капіталу [1].

У сучасній літературі іноді фінансовий ринок умовно поділяють на дві частини: ринок кредитування та ринок цінних паперів [2]. У складі останнього окремо виділяють ринок боргових цінних паперів. Якщо роль банків на ринку кредитів, беззаперечно, є ключовою, то їх місце на ринку цінних паперів зазвичай досліджувалося фрагментарно і лише у розрізі певних окремих ролей. Особливо характерним це є для досліджень ролі банків на ринку боргових цінних паперів, де їх розглядають здебільшого або як інвесторів, або як організаторів випусків облігацій [3; 4; 5].

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Мета даної статті — дослідити взаємозв'язок банківського сектора та ринку боргових цінних паперів, систематизувати ролі, які комерційні банки можуть відігра-

вати на ринку боргових цінних паперів України, та з'ясувати значення банківського сектора у розвитку ринку боргових цінних паперів в Україні. Дослідження проводилося з використанням діалектичного методу пізнання розвитку і взаємозалежності економічних процесів на ринку боргових цінних паперів та у банківському секторі України. Тенденції і особливості участі банків у розвитку ринку боргових цінних паперів виявлені з використанням методів конкретного і абстрактного, логічного та історичного, системного і порівняльного аналізу. При розробці блок-схеми, яка відображає місце банків на ринку боргових цінних паперів, було використано метод аналізу і синтезу.

РЕЗУЛЬТАТИ

Серед усіх вивчених нами досліджень, присвячених проблемі, що розглядається, слід виокремити дуже цікаве (особливо для української практики), хоча й дискусійне дослідження відомим американським економістом Дж. Е. Стігліцем кредитних ринків (які порівнюються ним до ринків капіталу), зокрема ролі банків на них. Він називає серед традиційних функцій кредитних ринків дві: вони розподіляють капітал, що являє собою обмежений ресурс, між конкуруючими користувачами та сферами використання; вони також подають сигнали, які слугують орієнтирами для менеджерів у процесі прийняття інвестиційних рішень. Також окремо Дж. Е. Стігліц виділяє ще одну функцію кредитного ринку — контроль над капіталом, яка реалізується, у першу чергу, за допомогою банків. Центральна теза його статті полягає в тому, що тією мірою, якою взагалі здійснюється контроль за діяльністю корпорацій, він здійснюється і банками, кредиторами, а не власниками акцій, хоча юридично ця роль закріплена за ними. Обґрунтовується ця думка наступним чином: кредитор — а купуючи облігації банк чи будь-який інвестор також фактично стає кредитором — накладає на менеджерів (та відповідно корпорацію, якою вони керують) певні обмеження [10]. Такі умови можуть міститися у кредитному договорі чи умовах випуску облігацій,

у міжнародній практиці такі обмеження, що накладаються на емітента, називаються ковенантами. Їх невиконання майже прирівнюється до невиконання фінансових зобов'язань емітента, тобто до невиконання за боргом, та призводить до визнання емітента таким, що знаходиться у стані дефолту. Дж. Е. Стігліц стверджує, що можливість кредитора отримати свої кошти від емітента є обмеженими, але не настільки обмеженими, як у випадку з акціями: їх власник може лише переконати іншого інвестора придбати свої акції. Цим інвестором у кінцевому випадку може бути і сам емітент, але ніхто не може гарантувати акціонеру повернення хоча б тієї самої суми коштів, що була вкладена. Більш широкі права кредитора щодо повернення інвестованих коштів є підставою для його втручання у діяльність емітента у деяких випадках. Оскільки ж банки є основними гравцями як на ринку позик, так і на ринку облігацій, то вони мають великий вплив на діяльність компаній реального сектора.

У той час як на українському ринку акцій провідну роль відіграють відносно невеликі компанії — торговці цінними паперами, інвестиційні фонди тощо, — на ринку боргових цінних паперів домінують комерційні банки. По-перше, це пояснюється наявністю у банків більших обсягів коштів, доступних для інвестування у цінні папери. Банки як фінансові інститути за рахунок акумуляції тимчасово вільних фінансових ресурсів індивідуальних власників капіталу забезпечують потреби домогосподарств, суб'єктів підприємницької діяльності, а також держави в ліквідних активах — грошових коштах [6]. З іншого боку, у кожний конкретний момент часу банк не може активно використовувати усі кошти, що знаходяться у його розпорядженні. Тому для комерційних банків цінні папери є однією з форм збереження їхніх активів і способом захисту залучених фінансових коштів клієнтів від інфляції [7]. У міжнародній банківській діяльності на придбання цінних паперів банки спрямовують значну частину коштів (від 30% до 50% грошових ресурсів). В українській практиці частка портфеля цінних паперів у сукупних активах значно нижча і наприкінці 90-х не перевищувала 2—3% власних активів. Сьогодні його частка дещо зросла, але вкладення в цінні папери становлять близько 6% загальних активів банківської системи України [3].

По-друге, боргові цінні папери більше відповідають вимогам банків щодо рівня ризику, у той час як ринок акцій має яскраво виражений спекулятивний характер та може зазнавати суттєвих і часто непрогнозованих коливань. Сама сутність діяльності банківської установи передбачає прагнення до зменшення ризиковості операцій, що відображається у приділенні українськими банками все більшої уваги ризик-менеджменту. Одним із стимулюючих факторів є сильні позиції банків з іноземним капіталом в українському банківському секторі: за підсумками 1 кварталу 2010 р. на них припадало 42,8% кредитного портфеля підприємств [8]. Упровадження іноземними фінансовими установами міжнародних стандартів діяльності в українських банках сприяє налагодженню у них якісного ризик-менеджменту, що має призвести до зменшення збитків від ризикових операцій у майбутньому. Описані вище процеси, що відбуваються в українському банківському секторі, позначаються і на портфелях цінних паперів, що належать банкам: частка акцій в них має стійку тенденцію до зниження (рис. 1). У 2008—2009 рр. вона набула особливо чіткого вираження у зв'язку зі світовою фінансовою кризою.

По-третє, за відсутності в Україні інституційних інве-

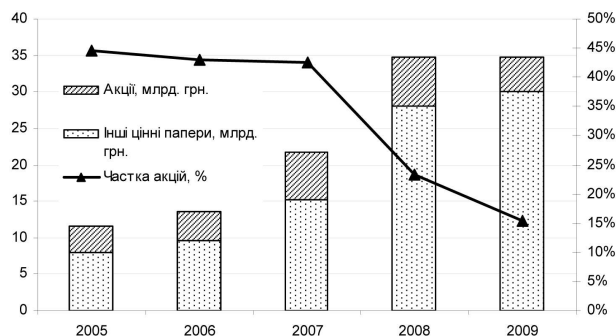


Рис. 1. Структура портфелів цінних паперів українських банків [9]

Розрахунки автора.

сторів, які формували б широкую базу акумулювання довгострокових грошових ресурсів, комерційні банки на даному етапі розвитку ринку корпоративних облігацій виконують функції як інвесторів, так і емітентів та посередників [3]. На ринку державних боргових цінних паперів банки також домінують у якості інвесторів. При цьому, якщо раніше обсяги активів, вкладених у цінні папери реального сектора та державні боргові цінні папери, були приблизно рівними, то з 2008 р., з початком кризи, стала явною тенденція до зменшення частки боргових цінних паперів реального сектора та переважання боргових цінних паперів, випущених державою (рис. 2).

Спостереження Дж. Е. Штігліца, що були описані вище, знаходять підтвердження і в українській практиці, у дечому навіть більше, ніж у зарубіжній. У розвинених країнах компанії роблять вибір між випуском облігацій чи отриманням позики в банку, в Україні ж застосовуються схеми, за яких з тих чи інших міркувань емітента звичайна банківська позика оформлюється у вигляді облігацій, єдиним покупцем яких і є банк. Тобто у обох випадках кошти надходять від банківської установи. Ще однією ситуацією, що дає ґрунт для вищеописаних спостережень, є механізм реструктуризації облігацій, серед організаторів емісії яких були крупні українські банки: відповідно до нього облігаційна позика пролонгується та конвертується у банківський кредит під заставу майна. Таким чином, якщо емітент вдруге не буде спроможний розрахуватися за своїми зобов'язаннями, частина його майна перейде у власність банку та буде реалізована з метою повернення коштів, інвестованих раніше у облігації цього емітента.

Однією з проблем української економіки є недостатність довгострокового фінансування для більшості

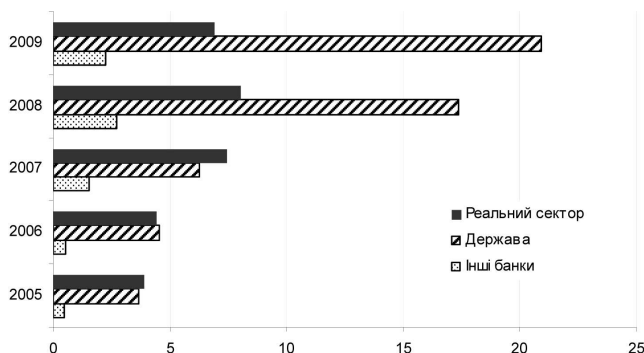


Рис. 2. Структура здійснення інвестицій українськими банками у боргові цінні папери в залежності від емітента [9]

Розрахунки автора.

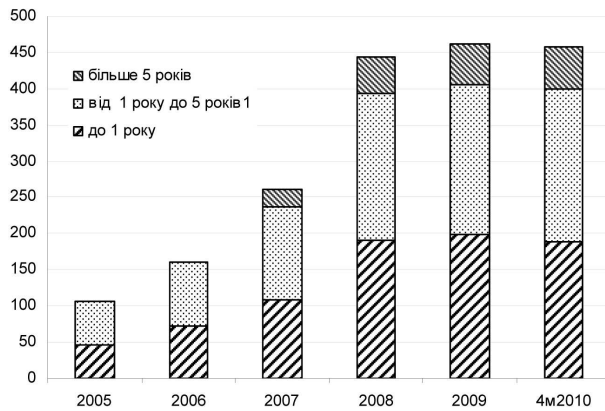


Рис. 3. Кредити, надані українськими банками реальному сектору, у розрізі строків погашення, млрд грн. [9]
Розрахунки автора.

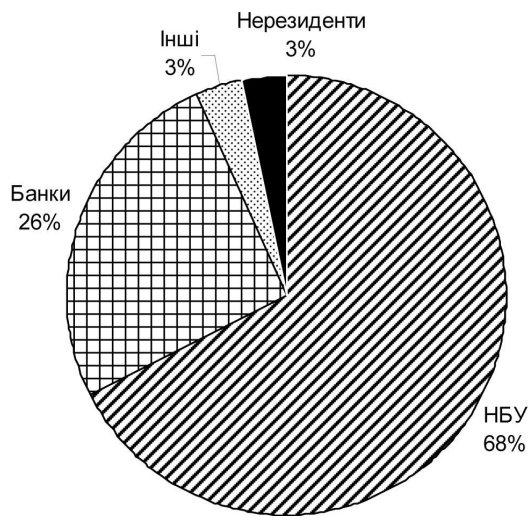


Рис. 4. Структура інвесторів у ОВДП [9]
Розрахунки автора.

компаній реального сектору, що стосується як банківських позик, так і боргових цінних паперів, що розміщуються на внутрішньому ринку. Те, що українські банки традиційно не схильні видавати кредити строком понад 5 років (рис. 3), відобразилося на термінах обігу корпоративних облігацій: для публічних випусків, призначених для обігу на публічному ринку, він також зазвичай не перевищував 5 років [13]. Наразі внаслідок кризи ринок корпоративних облігацій в Україні характеризується

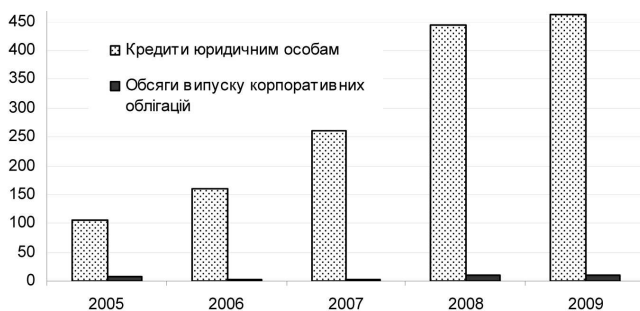


Рис. 5. Співвідношення банківських кредитів та облігацій, млрд грн. [9]
Розрахунки автора.

практичною відсутністю активності як у первинному, так і у вторинному сегментах.

Окрім вищеперерахованих факторів зв'язок банківського сектора з ринком боргових цінних паперів полягає у їх використанні для регулювання обсягів грошової маси. Перш за все, такими інструментами є казначейські векселі, що випускаються державою на термін 3, 6 та 12 місяців з метою покриття бюджетного дефіциту. Вони є різновидом фінансових векселів та широко використовуються як засіб платежу. Регулярні емісії та погашення казначейських векселів дозволяють державі регулювати обсяг грошової маси в обігу та, таким чином, ліквідність банківської сфери. У результаті це призвело до виникнення активного вторинного ринку казначейських векселів. Найбільш широко вони використовуються урядом США. Іноді Казначейство США випускає спеціальні векселі, що мають термін обігу всього декілька днів, для управління ліквідністю та задоволення зовсім короткострокових потреб у фінансуванні. Починаючи з 2002 р., Уряд Російської Федерації випускає державні короткострокові облігації, що є повністю аналогічними американським казначейським векселям [11].

В Україні для регулювання ліквідності банківської системи використовуються два види боргових цінних паперів: депозитні сертифікати Національного банку України та короткострокові облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Депозитні сертифікати переважно випускаються на термін від декількох днів до одного-двох місяців з помірною ставкою (на даний момент вона становить від 0,3% до 9% відповідно [7]) і є інструментом для "швидкого" регулювання ліквідності у банківській системі, оскільки їх розміщення може здійснюватися національним банком щодня. Короткострокові облігації внутрішньої державної позики дещо менше використовуються саме з метою регулювання ліквідності банківської системи, їх первинне розміщення через аукціони проводиться Міністерством фінансів лише один раз на тиждень, по вівторках. На даний момент ОВДП являють собою найбільш привабливий та прибутковий інструмент для вкладення тимчасово вільних коштів банків: на аукціонах, що проводилися у вересні 2010 р., Міністерство фінансів розміщувало ОВДП з доходністю 7—12% [12]. Це зумовлює роль банків у якості найбільших інвесторів у ОВДП, не рахуючи НБУ (рис. 4).

У докризові часи банки були і у числі найактивніших та найбільших емітентів облігацій. У 2008 р. найбільші обсяги випуску облігацій були здійснені саме банками, наприклад, рекордний для українського ринку випуск облігацій Укрсоцбанку, обсяг якого становив 750 млн грн. [13]. Щоправда, кризові явища в економіці України не дозволили емітенту користуватися залученими ресурсами протягом запланованого часу — Укрсоцбанк змушений був здійснити дострокове погашення своїх облігацій з погіршенням економічної ситуації.

Роль банків на ринку векселів також важко переоцінити, оскільки вони забезпечують авалювання векселів та їх врахування. Оскільки ринок векселів є повністю позабіржовим, що робить неможливим визначення точних обсягів усього ринку. Але банки, що авалюють векселі, зобов'язані відображати у своєму балансі їх залишки та обороти на рахунку 9023. Зведені дані, розраховані за балансами банків (за винятком декількох), свідчать, що обсяг авальованих векселів за 2008 р. склав близько 13 млрд грн. Популярність векселів у банків пояснюється тим, що банки можуть використовувати їх у найрізнома-

нітніших ситуаціях. По-перше, Національний банк України приймає векселі у якості застави для свого рефінансування. По-друге, деякі банки використовують векселі для реструктуризації облигаційних зобов'язань, що дозволяє їм поліпшити своє положення у черзі кредиторів. По-третє, в умовах, коли кредитування реального сектора ще не відновилося, банки охоче працюють з векселями, оскільки операції з ними є позабалансовими та не вимагають безпосередньої видачі грошових коштів.

Незважаючи на великий інтерес по відношенню до ринку боргових цінних паперів, зокрема корпоративних облигацій, з боку банківського сектору й значний обсяг коштів, що вкладається ним у боргові цінні папери, обсяги фінансування реального сектора за допомогою облигацій у порівнянні з банківським кредитуванням залишається незначною (рис. 5).

ВИСНОВКИ

Абсолютизувати роль банків на фінансовому ринку було б некоректно, але вона є настільки важливою, що її не можна обходити увагою при аналізі будь-якого з сегментів ринку цінних паперів, адже банки значною мірою представляють на них і попит, і пропозицію. У становленні українського ринку цінних паперів, зокрема ринку боргових цінних паперів, банки зіграли визначальну роль та продовжують зберігати її і сьогодні. Виходячи з дослідження, проведеного у даній статті, ми спробували зобразити роль банків на ринку боргових цінних паперів у загальному вигляді за допомогою наступної схеми (рис. 6).

Таким чином, роль банків на ринку боргових цінних паперів є значною та багатогранною. На ринку державних цінних паперів вони є одними з найбільших інвесторів, окрім того, деякі банки виступають маркет-мейкерами за ОВДП, щоденно виставляючи двосторонні котировання із зобов'язанням виконання угод за ними. Окрім того, Національний банк України здійснює регулювання рівня ліквідності за допомогою депозитних сертифікатів, продаючи їх комерційним банкам у ті моменти, коли у них утворюється надлишок вільних коштів. Що стосується ролі банків на ринку боргових цінних паперів, які випускаються компаніями реального сектора, то вона втілюється у наступному: по-перше, організація випуску облигацій підприємств; по-друге, операції з такими паперами на первинному та вторинному ринках; по-третє, здійснення операцій з векселями, таких як аваль, врахування та торгівля ними. Окрім того, що банки активно працюють з борговими цінними паперами інших емітентів, вони самі можуть випускати різні види боргових цінних паперів, наприклад, різні види облигацій, векселі, єврооблігації. Тобто між банками та ринком боргових цінних паперів існує цілий ряд тісних взаємозв'язків, завдяки чому їх розвиток стає більш активним та набуває нових напрямів. У економічній літературі питанню впливу, який здійснює ринок боргових цінних паперів на розвиток банківського сектору та навпаки, вже була приділена деяка увага. Але здебільшого це



Рис. 6. Місце банків на ринку боргових цінних паперів

Авторська розробка.

питання було освітлене у іноземних джерелах, а у вітчизняній науці воно потребує подальших розробок.

Література:

1. Жуков Е.Ф. Общая теория денег и кредита. — Юнити, 1998. — 360 с.
 2. Лялин С.В., Воробьев П.В. Ценные бумаги и фондовая биржа: учеб. пособие. Изд. 3-е, перераб. и доп. — СПб.: Издательский дом "Бизнес-пресса", 2002. — 288 с.
 3. Руденко М.О. Аналіз діяльності банків України у сфері фінансових інвестицій // Регіональна економіка. — 2008. — № 4. — С. 119—124.
 4. Лялин С.В. Корпоративные облигации: Мировой опыт и российские перспективы. — М.: Дэкс-Пресс, 2002. — 333 с.
 5. Миркин Я.М., Лосев С.В., Рубцов Б.Б. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 532 с.
 6. Бережна І.Ю. Вплив фінансових інститутів на формування інвестиційного потенціалу // Актуальні проблеми економіки. — 2009. — № 9 (99). — С. 190—195.
 7. Пшик Б.І. Напрями діяльності українських банків у сфері корпоративного фінансування // Вісник НБУ. — 2005. — № 7. — С. 40—44.
 8. Деловая столица: <http://www.dsnews.ua/finance/art43841.html>
 9. НБУ: http://bank.gov.ua/Bank_Supervision/dynamics.htm
 10. Стігліц Дж. Е. Кредитні ринки та контроль над капіталом.
 11. Краев А. О., Коньков И. Н., Малеев П. Ю. Рынок долговых ценных бумаг. — М.: Экзамен, 2002 — 512 с.
 12. Офіційна сторінка Міністерства фінансів України: www.minfin.gov.ua
 13. Сторінка інформаційної агенції: C-bonds: www.cbonds.info
- Стаття надійшла до редакції 06.10.2010 р.