

Мацієвич Тетяна Олександрівна
*кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Херсонський національний технічний університет*

Мацеевич Татьяна Александровна
*кандидат экономических наук,
доцент кафедры финансов, банковского дела и страхования
Херсонский национальный технический университет*

Mazievich Tetyana
*PhD in Economics, Assistant Professor
Kherson National Technical University*

DOI: 10.25313/2520-2294-2018-8-4056

БОРГОВІ ЦІННІ ПАПЕРИ У КОНТЕКСТІ ЕКОЛОГІЧНОЇ МОДЕРНІЗАЦІЇ

ДОЛГОВЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ В КОНТЕКСТЕ ЭКОЛОГИЧЕСКОЙ МОДЕРНИЗАЦИИ

DEBT SECURITIES IN THE CONTEXT OF ENVIRONMENTAL MODERNIZATION

Анотація. Ринок цінних паперів є невід'ємною частиною фінансового ринку, забезпечує накопичення та ефективне розподіл заощаджень в економіці, стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних секторах та фінансування природоохоронних заходів.

У статті розглядаються проблеми емісії та обігу боргових цінних паперів у світлі ускладнення екологічних проблем, прискорення темпів та масштабів глобального потепління.

Обґрунтовано переваги державних боргових цінних паперів над отриманням банківського кредиту. Проаналізовано податкові надходження з екологічних надходжень до державного бюджету.

Необхідність впровадження «зелених» інвестицій ґрунтується на можливості українських підприємств отримувати безповоротне фінансування проектів, пов'язаних із скороченням споживання енергії, скорочення викидів парникових газів, зменшення споживання виробничих ресурсів. Проаналізовано рівень фінансування заходів, спрямованих на скорочення викидів.

Перелік фінансових інструментів шляхом введення зелених облігацій та сертифікатів REDD. У майбутньому це дозволить суб'єктам господарювання вкладати мінімальні фонди на реалізацію програм з метою зменшення викидів CO₂ у контексті підтримки темпів глобального потепління. Впровадження зелених облігацій в Україні допоможе зменшити вартість фінансових ресурсів для реалізації проектів з екологічно чистої енергетики, що дозволить мобілізувати необхідні інвестиційні ресурси. Охарактеризовано серед переваг випуску «зелених» облігацій – можливість доступу до Зеленого Кліматичного фонду.

Як результат, вихід із кризи ліквідності державних облігацій вимагає запровадження нових фінансових інструментів та зменшення фінансових та інвестиційних ризиків боргових інструментів у контексті модернізації навколишнього середовища.

Ключові слова: боргові цінні папери, екологічна модернізація, зелені облігації, екологічний податок, зелені інвестиції.

Аннотация. Рынок ценных бумаг является неотъемлемой частью финансового рынка, обеспечивает накопление и эффективное распределение сбережений в экономике, стимулирование инвестиционной деятельности в приоритетных секторах и финансирование природоохранных мероприятий.

В статье рассматриваются проблемы выпуска и обращения долговых ценных бумаг в контексте усложнения экологических проблем, ускорения темпов и масштабов глобального потепления.

Обоснованы преимущества государственных долговых ценных бумаг перед получением банковского кредита. Были проанализированы поступления экологических налогов в государственный бюджет.

Необходимость введения «зеленых» инвестиций основывается на возможности для украинских предприятий получать безотзывное финансирование проектов, связанных с сокращением потребления энергии, сокращением выбросов парниковых газов, сокращением потребления производственных ресурсов. Проанализирован уровень финансирования мер, направленных на сокращение выбросов.

Список финансовых инструментов путем введения зеленых облигаций и сертификатов REDD. В будущем это будет способствовать экономическим субъектам инвестировать минимальные средства на реализацию программ по сокращению выбросов CO₂ в контексте поддержания темпов глобального потепления. Внедрение зеленых облигаций в Украине поможет снизить стоимость финансовых ресурсов для реализации проектов в области чистой энергии, что позволит мобилизовать необходимые инвестиционные ресурсы. Охарактеризованы среди преимуществ выпуска «зеленых» облигаций – возможность доступа к Зеленому климатическому фонду.

В результате, для выхода из кризиса ликвидности государственных облигаций необходимо введение новых финансовых инструментов и снижение финансовых и инвестиционных рисков долговых инструментов в контексте экологической модернизации.

Ключевые слова: долговые ценные бумаги, экологическая модернизация, зеленые облигации, экологический налог, зеленые инвестиции.

Summary. The securities market is an integral part of the financial market provides for the accumulation and efficient allocation of savings in the economy, stimulation of investment activity in priority sectors and financing of environmental protection activities.

The article deals with problems of issue and circulation of debt securities in the light of the complication of environmental challenges, acceleration of the pace and scale of global warming.

The advantages of state debt securities over obtaining a bank loan are substantiated. There have been analyzed of environmental tax revenues to the state budget.

The necessity of introducing «green» investments is grounded for the possibility for Ukrainian enterprises to receive irrevocably financing of projects connected with reduction of energy consumption, reduction of greenhouse gas emissions, reduction of consumption of production resources. There have been analyzed of the level of financing activities which are aimed at reducing emissions.

The list of financial instruments by introducing green bonds and REDD certificates. In the future, this will allow economic entities to invest the minimum funds on the implementation of programs to reduce CO₂ emissions in the context of maintaining the pace of global warming. The introduction of green bonds in Ukraine will help to reduce the cost of financial resources for the implementation of clean energy projects and it will enable the mobilization of the necessary investment resources. There have been characterized among the advantages of issuing green bonds – access to the Green Climate Fund.

The result, the exit from the liquidity crisis of government bonds, requires the introduction of new financial instruments and reduce the financial and investment risks of debt instruments in the context of environmental modernization.

Key words: debt securities, environmental modernization, green bonds, environmental tax, green investments.

Постановка проблеми в загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими або практичними завданнями. Концепція сталого розвитку стає популярною після публікації доповіді «Наше спільне майбутнє» (The Future We Want), підготовленої у 1987 році комісією ООН з навколишнього середовища і розвитку, під керівництвом Прем'єр-міністра Норвегії Г. Х. Брундтланд (Gro Harlem Brundtland) [1]. Сталий розвиток охарактеризований як «задоволення потреб сьогодення покоління без шкоди здатності майбутніх поколінь задовольняти їхні потреби». Представле-

не трактування підкреслює обмежений характер ресурсів навколишнього природного середовища, піднімає питання справедливого підходу до інтересів різних поколінь щодо використання ресурсів і забезпечення якості навколишнього середовища в наш час та в майбутньому.

На сучасному етапі багато країн знаходяться в умовах постійно зростаючої державної заборгованості, що актуалізує питання проведення ними ефективної боргової політики. Серед інструментів боргової політики держави важливе місце посідають державні цінні папери. Світова практика налічує

значну кількість різноманітних боргових цінних паперів, які впродовж століть випускались урядами держав добробуту.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У світовій теорії та практиці проблемам використання боргових цінних паперів приділяється достатня увага. Серед зарубіжних вчених варто виділити праці Р. Брейлі, Ю. Бріггема, Р. Вілсона, Р. Кнопа, С. Майерса, У. Шарпа, Ф. Фабоцці та інших.

Проблеми використання боргових цінних паперів висвітлені також у працях вітчизняних науковців, таких як Л. Алексеєнко, В. Базилевич, В. Євтушевський, І. Лютий, О. Мендрул, О. Мозговий, С. Мошенський, В. Міщенко, С. Науменкова, В. Оскольський, О. Охріменко, А. Пересада, Г. Терещенко, В. Шелудько.

Виділення невирішених раніше питань, що є частиною загальної проблеми, яка досліджується в статті. Незважаючи на значні здобутки науковців у дослідженні проблемами випуску та обігу боргових цінних паперів залишається багато невирішених аспектів, зокрема щодо доцільності використання нових видів боргових цінних паперів і вдосконалення підходів до їх оцінювання, механізму залучення коштів українськими підприємствами з міжнародних ринків капіталу у контексті екологічної модернізації. Ринок цінних паперів, як складова частина фінансового ринку, забезпечує акумуляцію та ефективно розміщення заощаджень в економіці, стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях та фінансування об'єктів природоохоронної діяльності.

Формування мети статті. Дослідити аспекти проблем випуску та обігу боргових цінних паперів у світлі ускладнення екологічних викликів, прискорення темпів і масштабів глобального потепління.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. Якщо основним орієнтиром модернізації в Україні вважати рух до «зеленої» економіки, як це рекомендовано на конференції ООН «Ріо+20», то завдяки цьому можливо зекономити суттєві фінансові ресурси, оскільки несприятлива екологічна обстановка в майбутньому потребуватиме значних капіталовкладень на її реабілітацію. Більше того, чим сприятливіше навколишнє середовище, тим вища якість життя в окремому регіоні, оскільки здоров'я середовища і нації — взаємопов'язані речі [2].

Оздоровлення економіки України значною мірою залежить від становлення та налагодженого функціонування ринку цінних паперів, регульованого державою та інтегрованого у світові фондові ринки. Одним із основних завдань ринку цінних паперів є забезпечення умов для залучення інвестицій на під-

приємства, доступ цих підприємств до більш дешевого, порівняно з банківськими кредитами, капіталу.

Згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV, «боргові цінні папери — це цінні папери, що посвідчують відносини позики та передбачають зобов'язання емітента чи особи, яка видала неемісійний цінний папір, сплатити у визначений строк кошти, передати товари або надати послуги відповідно до зобов'язання» [3].

О. Кириченко, І. Белоусовата В. Кудрицький зазначають, що державні цінні папери — це папери, емітовані урядом та його центральними установами, а також урядовими органами нижчих рівнів [4].

На противагу, Н. Лубкей стверджує, що потрібно окремо розглядати боргові державні цінні папери, які випускаються на загальнодержавному рівні, та боргові цінні папери, що випускають місцеві органи влади, оскільки в Україні державний борг не включає місцеві боргові зобов'язання. Іншими словами, державні боргові цінні папери — це емітовані центральними органами влади цінні папери, що засвідчують зобов'язання держави сплатити їх власнику певну суму у визначений строк [5, с. 825].

Якщо порівнювати державні боргові цінні папери з отриманням кредиту, то вони мають такі переваги перед останнім:

- більш гнучкий борговий інструмент;
- сприяють розширенню кола інвесторів, дають змогу мобілізувати значні кошти для фінансування заходів;
- значна мобільність та диверсифікація;
- державні боргові цінні папери випускаються на умовах, що визначаються виключно державою, а їх покупці лише приймають їх під час придбання.

Слід зазначити, що напрямок зеленого фінансування в Україні — не достатньо розвинута ніша, якщо порівнювати з фінансовим ринком Європи або США. На міжнародних ринках капіталу гроші, які проходять по категоріях зеленого фінансування є дешевшими, ніж звичайний капітал. На противагу, інструменти екологічної політики, які застосовуються в Україні, мають вузьку спрямованість та застосовуються переважно стягнення зборів (платежів) за забруднення повітря, води й утилізації відходів, тобто направлені на ліквідацію наслідків забруднення. Держава має сформувати нові економічні умови ведення бізнесу, які сприятимуть екологічній модернізації та залученню інвестицій саме в екологічно орієнтовані сфери.

Якщо брати до уваги динаміку надходжень екологічного податку до Зведеного бюджету України

(табл. 1), то можна зробити висновок, що переважну частину надходжень екологічного податку становили у середньому 0,2% до ВВП за аналізований період.

Нестабільна ситуація спостерігається й в екологічних надходженнях до доходів бюджету, а саме частка надходжень екологічного податку зменшилась з 1,1% у 2014 році до 0,4% у 2016 році. Починаючи з 2014 року частка екологічного податку в податкових надходженнях зменшилась з 1,3% до 0,5% у 2016 році.

Окрім того, із розвитком промисловості зростає рівень забруднення навколишнього природного середовища та збільшуються масштаби використання природних ресурсів, а це посилює ризики екологічної кризи. Для усунення залежності між розмірами використання ресурсів та екологічними наслідками від економічного зростання необхідне впровадження «зелених» інвестицій. Інвестиції за рахунок бюджетних коштів за своєю суттю є бюджетними видатками. Вони фінансують природоохоронні заходи [7, с. 159]. Те, що інвестиції набирають обертів на ринку «зелених» інновацій, підтверджується отриманням гранту в рамках інноваційного конкурсу EDF Pulse від Electricite de France.

Міжнародні, національні та регіональні угоди, пов'язані з глобальною зміною клімату, не лише передбачають заходи з обмеження негативного антропогенного впливу на кліматичну систему, а й визначають низку інструментів, що спрямовують фінансові ресурси на інвестування у зниження викидів парникових газів (ПГ). Окрім цього, попри

незначне скорочення викидів парникових газів, у рамках реалізації проектів за схемою «зелених» інвестицій, Україні вдалося досягнути високого соціального ефекту та запровадити сучасні енергозберігаючі японські технології, що було передбачено домовленостями сторін [8].

Завдяки розгортанню «зелених» технологій за 2010–2017 роки було зафіксовано тенденцію до зростання динаміки фінансування заходів, спрямованих на зменшення обсягів викидів з 940,3 млн грн у 2010 році до 3884,6 млн грн у 2014 році, тобто на 2944,0 млн грн. (рис. 1).

Однак, починаючи з 2015 року було припинено фінансування абсолютно всіх екопроектів Кіотського протоколу на території України через постійні затримки та невіплати суми, сплаченої за квоти на викиди в атмосферу, які призвели відключення Національного електронного реєстру антропогенних викидів та абсорбції парникових газів України. У 2016 році Україні вдалось повернути свої позиції й виконати свої зобов'язання за першим періодом дії Кіотського протоколу.

Враховуючи особливе державне значення та цінність лісових ресурсів, що перебувають переважно у державній власності, вважаємо за доцільне, на підставі повномасштабної реалізації норм Кіотського протоколу залучити інвестиції в такі національні проекти, як збереження, відновлення та створення лісів на радіоактивно забрудненій території, як один з механізмів досягнення нульових викидів. Доцільно запропонувати розширення переліку новітніх фі-

Таблиця 1

Динаміка надходжень екологічного податку до Зведеного бюджету України за 2014–2017 роки

Показники	Роки				Абсолютне відхилення (+, -)		
	2014	2015	2016	2017	2015/ 2014	2016/ 2015	2017/ 2016
ВВП, млрд грн.	1566,7	1979,4	2383,1	2982,9	+412,7	+403,7	+599,8
Доходи бюджету, млрд грн	456,1	652,0	715,5	1016,9	+195,9	+63,5	+301,4
у % до ВВП	29,1	32,9	30,0	34,1	+3,8	-2,9	+4,1
Податкові надходження	367,5	507,6	599,2	828,1	+140,1	+91,6	+229,0
у % до ВВП	23,4	25,6	25,1	27,7	+2,2	+0,5	+2,6
у % до доходів бюджету	80,6	77,8	83,7	81,4	-2,8	+5,9	-2,3
Екологічний податок, млрд грн	4,8	2,7	2,8	44,7	-2,1	+0,1	+1,9
у % до ВВП	0,3	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,0	+0,1
у % до доходів бюджету	1,1	0,4	0,4	0,5	-0,7	0,0	+0,1
у % до податкових надходжень	1,3	0,5	0,5	0,6	-0,8	0,0	+0,1

Джерело: складено автором на основі [6]



Рис. 1. Динаміка рівня фінансування заходів, спрямованих на зменшення обсягів викидів за 2010–2017 роки, млн грн

Джерело: складено автором на основі [6]

нансових інструментів за рахунок зелених облігацій (GreenBonds), що випускаються окремо для підтримання якості води, та REDD-сертифікатів — для залучення коштів від потенціалу лісів на проекти, пов'язані зі зменшенням викидів CO₂ при використанні механізму хеджування ризиків за низькою собівартістю. В перспективі, це дозволить суб'єктам господарювання вкладати мінімальні кошти на реалізацію програм щодо скорочення викидів CO₂ у контексті збереження темпів глобального потепління.

Серед переваг випуску «зелених» облігацій є можливість доступу до ринку кліматичних фінансів, у тому числі Зеленого Кліматичного фонду. Так, у 2017 році Зелений кліматичний фонд затвердив фінансування 54 проектів та програм у 73 країнах, що розвиваються, загальним обсягом 2,65 млрд дол. США. Більшість проектів буде реалізовано у найменш розвинутих країнах світу та країнах Африки.

Очікується, що затверджені проекти скоротять викиди парникових газів на 1 млрд тонн на рік [9]. Запровадження «зелених» облігацій в Україні сприятиме здешевленню фінансових ресурсів на реалізацію проектів «чистої» енергетики та дозволить мобілізувати потрібні інвестиційні ресурси. Так, за даними Міжнародного енергетичного агентства, в низьковуглецеву енергетику необхідно інвестувати близько 13,5 трлн дол. США до 2035 року [10]. Фактично Світовий банк став каталізатором розвитку ринку «зелених» облігацій у світі, обсяги якого перевищують 40 млрд дол. США [11]. Оскільки, метою випуску «зелених» облігацій є залучення коштів

для фінансування проектів у сфері екології, зокрема розбудови низьковуглецевої економіки. Активізації супранаціональних інститутів як емітентів таких паперів в умовах нестабільності полягає в тому, що зростають потреби у фінансуванні, які за їхньою допомогою можна порівняно швидко задовольнити.

Тому, в фінансовому секторі доцільно переосмислити, як використовується капітал, і мобілізувати інвестиції для проведення кліматичних заходів. Уряди, приватні банки та кредиторів, такі як Світовий банк, повинні видавати набагато більше «зелених облігацій» для фінансування заходів щодо пом'якшення клімату.

Ще одним джерелом для впровадження зелених технологій на ринку є кліматичні інноваційні ваучери. Це можливість для українських компаній отримати безповоротне фінансування на проекти, пов'язані зі скороченням споживання енергії, зменшенням викидів парникових газів, скороченням ресурсоемності виробництва. Україна стала першою серед країн діяльності ЄБРР, де запущено механізм інноваційних ваучерів. Очікується, що до кінця 2018 року програма «Кліматичні інноваційні ваучери», загальний бюджет якої становить 1 млн євро, це сприятиме підтримці 50 інноваційним проектам в Україні [12].

Підсумовуючи, слід зазначити, що вихід з кризи ліквідності державних облігаційних запозичень, у якій перебуває Україна внаслідок складних умов світової кризи заборгованостей, потребує запровадження нових, більш гнучких і таких, що

зменшують фінансово-інвестиційні ризики боргових інструментів в контексті екологічної модернізації.

Висновки з цього дослідження й перспективи подальших розробок за цим напрямом. Щодо перспектив подальших розвідок у даному напрямку, то наукового вирішення потребують питання мето-

логії оцінювання структурованих боргових цінних паперів в контексті екологічної модернізації, що відрізняється від методології оцінювання традиційних фінансових інструментів з огляду на такі особливості структурованих цінних паперів як інноваційність, гнучкість, нестандартність та залежність грошових потоків від поведінки базових активів.

Література

1. Наше общее будущее: Докл. Междунар. комис. по окружающей среде и развитию (МКОСР): пер. с англ. / под ред. С. А. Евтеева, Р. А. Перелета. М.: Прогресс, 1989. — 371 с.
2. Хвесик М. А. Екологічна модернізація в системі природно-техногенної та екологічної безпеки: монографія / за наук. ред. М. А. Хвесика. К.: Державна установа «Інститут економіки природокористування та сталого розвитку Національної академії наук України», 2016. — 455 с.
3. «Про цінні папери та фондовий ринок»: Закон України станом на 23 лютого 2006 р. № 3480-IV / Верховна Рада України. Київ: Парлам. вид-во, 2006. (Закони України).
4. Кириченко О., Белоусова І., Кудрицький В. Державні цінні папери у контексті розвитку ринку боргових зобов'язань / Україна фінансова. Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку: електрон. наук. фахове вид. URL: http://www.ufin.ua/analit_mat/rzp/148.htm
5. Лубкей Н. П. Державні цінні папери як інструмент боргової політики держави / Глобальні та національні проблеми економіки, 2016. — № 14. — С. 824–828.
6. Державна казначейська служба України. URL: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=224149>
7. Комісарук Н. О. «Зелені інвестиції» як форма бюджетного фінансування природоохоронних заходів / Науковий вісник Ужгородського національного університету. Сер.: Право, 2014. — Вип. 25. — С. 158–161.
8. Киотський протокол. URL: http://lb.ua/tags/936_kiotskiy_protokol.html
9. GreenClimateFund. URL: <https://www.greenclimate.fund/home>
10. A Dull Shade of Green [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.economist.com/node/21534810>
11. World Bank Green Bonds. URL: <http://treasury.worldbank.org/cmd/htm/WorldBankGreenBonds.html>
12. Імпульс для кліматичних інновацій. URL: <http://climate.biz/>

References

1. Evteev S. A. & Pereleta R. A. (1989). *Nashe obshhee budushhee* [Our common future]. Moscow: Proghress [in Russian].
2. Khvesyk M. A., Stepanenko A. V. & Obykhod Gh. O. (2016). *Ekologhichna modernizacija v systemi pryrodno-tekh-noghennoji ta ekologhichnoji bezpeky* [Ecological modernization in the system of natural and man-made and ecological safety]. Kyjiv: Derzhavna ustanova «Instytut ekonomiky pryrodokorystuvannja ta stalogho rozvytku Nacionaljnoji akademiji nauk Ukrajinu» [in Ukrainian].
3. Zakon Ukrajinu «Pro cinni papery ta fondovyj rynek» [The Law of Ukraine «On Securities and the Stock Market»] (n.d.). zakon. rada. gov.ua. Retrieved from <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15> [in Ukrainian].
4. Kyrychenko, O., Bilousova, I., Kudrytsky, V. *Derzhavni tsinni papery u konteksti rozvytku rynku borhovykh zoboviazan* [Government securities in the context of the development of the debt] Available at: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/148.htm
5. Lubkej N. P. (2016). *Derzhavni cinni papery jak instrument borhovoji polityky derzhavy* [Public sector securities as a tool of the state debt policy]. Mykolajiv: Ghlobalni ta nacionalni problemy ekonomiky [in Ukrainian].
6. *Derzhavna kaznachejsjka sluzhba Ukrajinu* [Government treasury service of Ukraine]. (n.d.). treasury. gov.ua Retrieved from <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=224149> [in Ukrainian].
7. Komisaruk N. O. (2014). «Zeleni investyciji» jak forma bjudzhetnogho finansuvannja pryrodookhoronnykh zak-hodiv [«Green investments» as a form of budget financing of environmental activities]. Uzhghorod: Naukovyj visnyk Uzhghorodskogho nacionalnogho universytetu [in Ukrainian].
8. Kyotskiy protokol [The Kyoto Protocol]. (n.d.). lb.ua Retrieved from http://lb.ua/tags/936_kiotskiy_protokol.html [in Ukrainian].
9. Site of greenClimateFund (n.d.). greenclimate. fund. Retrieved from <https://www.greenclimate.fund/home>
10. A Dull Shade of Green (n.d.). economist.com Retrieved from <http://www.economist.com/node/21534810>
11. Site of world bank Green Bonds (n.d.). economist.com Retrieved from <http://www.economist.com/node/21534810>
12. Impuljs dlja klimatychnykh innovacij (n.d.). climate. biz. Retrieved from / <http://climate.biz/>