

РОЗВИТОК МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ І ПЕРСПЕКТИВИ ДЛЯ УКРАЇНИ

Розглядаються особливості розвитку міжнародного ринку цінних паперів та можливості використання зарубіжного досвіду у вітчизняній практиці

Постановка проблеми. Спад у світовій економіці наприкінці ХХ – початку ХХІ ст., збіг економічного та фінансового циклів призвели до кардинального перегляду фінансових стратегій, серйозної переоцінки активів і пошуку абсолютно нових підходів до міжнародного фінансового регулювання. Деякий час ситуація на ринку капіталу була нестабільною через що отримала назву “кредитне стискування” (credit crunch) [5, с. 13].

Основою міжнародного ринку позичкових капіталів є євроринок. На ньому здійснюються операції в єрвалютах, які банки використовують для операцій за межами країн-емітентів цих валют. Наприклад, долари на рахунках неамериканських банків (не тільки європейських) називаються євродоларами. Основним стимулом для розвитку євроринку на початковому етапі була відсутність державного контролю за його діяльністю [4, с. 48]. В останні десятиліття фактором розширення міжнародного ринку позичкового капіталу стало підвищення ціни на нафту [5, с. 12].

Оскільки на операції з єрвалютами не поширюються правила й обмеження національних ринків позичкового капіталу, це робить такі операції більш вигідними порівняно з кредитуванням у національних валютах.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Стан міжнародного ринку цінних паперів та особливості функціонування вітчизняного фінансового ринку в контексті розвитку міжнародного досліджували такі вчені: І.О. Лютий, В.І. Міщенко, Ж. Перар, А. Саркисянц, О.В. Хмиз та ін.

Мета дослідження – визначити історичні особливості та сучасні тенденції розвитку міжнародного ринку цінних паперів для формування рекомендацій по виходу резидентів на європейський фінансовий ринок.

Виклад основного матеріалу дослідження. Міжнародні ринки капіталів, чи євроринки, отримали значний розвиток за останні роки. Вони представлені багатьма великими банками, які відповідно називаються євробанками, і знаходяться в основному у фінансових центрах: Лондоні, Нью-Йорку, Токіо, Парижі, Цюриху, Женеві, Сінгапурі і Гонконгу. Ці банки приймають депозити в іноземній валюті (єрвалюті) і надають валютні кредити. Євроринок поділяється на єрвалютний ринок, який існує переважно у вигляді купівлі-продажу короткострокових і середньострокових боргових зобов'язань, ринок євроакцій і єврооблігацій (довгострокових боргових зобов'язань).

Фінансові інструменти, представлені на міжнародних фінансових ринках, досить багаточисельні. Вони варіюються в залежності від потреб клієнтів, тенденцій зміни курсів і ставок, ситуації на ринку. Деякі із фінансових інститутів існують на ринку досить довго, інші, створені для вирішення короткотермінових завдань, з часом зникають. В табл. 1 наведені традиційні форми інструментів фінансування та їх питома вага.

Таблиця 1. Обсяги та структура міжнародних фінансових активів у 1993-2004 роках [1]

Інструменти	1993 р.		1999 р.		2003 р.		2004 .	
	трлн дол.	%	трлн дол.	%	трлн дол.	%	трлн дол.	%
Акції	14,3	27,0	36,1	37,6	31,9	27,0	33,1	27,8
Корпоративні облігації	11,7	22,1	20,5	21,4	30,8	26,1	31,5	26,5
Державні облігації	10,5	28,3	14,5	15,1	20,5	17,4	21,2	17,8
Депозити	16,5	31,1	24,9	25,9	34,8	29,5	33,2	27,9
Усього	53,0	100	96,0	100	118,0	100	119,0	100

Короткострокові та середньострокові боргові зобов'язання. У 1980-90-х рр. відбувалось бурхливе зростання використання євронот як джерел фінансування (від 5 млрд. доларів США у 1984 р. до більше 400 млрд. доларів США у 1996 р.). Термін євронота NIF (note issuance facility) – це короткотермінове боргове зобов'язання.

Одержання фінансування в євронотах може трактуватись і як середньострокове джерело фінансування. Вони емітуються терміном погашення через три або шість місяців, але можуть забезпечувати фінансування із загальним терміном від п'яти до десяти років. Наприклад, якщо іноземна фірма бажає одержати фінансування у 1 млн. доларів за допомогою євронот, то це означає, що вона емітує такі боргові зобов'язання на вказану суму з терміном погашення через 6 місяців. В кінці цього періоду ноти повинні бути погашені. Для цього фірма, зазвичай, знову випускає шестимісячні ноти і за рахунок одержаних коштів погашає попередню емісію.

Як правило, для чергового погашення за євронотами використовують кошти банків з якими про це досягнута домовленість. Банки ж визначають відсоткову ставку за якою вони погоджуються придбати ноти. Відсоткова ставка за кожною наступною емісією нот буде змінюватися залежно від поточного стану на фінансових ринках. Якщо запропоновані відсоткові ставки не задовольняють фірму-позичальника, то їй буде потрібна резервна позика, для погашення поточної емісії євронот. Після того, як позичальник випускає певну кількість євронот, група банків-покупців скуповує їх для подальшого розміщення серед інших інвесторів, тобто банки виступають дилерами і не купують ноти для себе.

Вказані кредитні програми – джерела фінансування за допомогою емісії нот чи гарантованих облігацій домінували на ринку європаперів майже до 1985 р. Починаючи з цього моменту найбільший розвиток отримали цінні комерційні європапери і комерційні євроекселі.

Причиною тому були як недоліки власне євронот, так і загальноекономічні причини. Основними з недоліків євронот було те, що: по-перше, їх використання є трудомістким; по-друге, позичальники повинні мати високу репутацію і, по-третє, один з банків-дилерів може зазнати проблем з перепродажем нот. Навпаки, розповсюдження комерційних європаперів, через агентів і дилерів є більш гнучкою і ефективною формою в порівнянні з публічною реалізацією, що застосовуються у випадку з NIFs.

Також на структуру позик на євrorинку суттєво вплинула невизначеність з рухом ставок в Північній Америці та Європі, пов'язана зі створенням Європейського валютного союзу. Тому в останні п'ять років спостерігався підвищений попит на короткострокові папери, в першу чергу з боку взаємних фондів.

Позичальники, що діють на цьому ринку, – це, як правило, широковідомі європейські банки. Також відмічається розширення присутності банків з далекого сходу, наприклад, японських – у зв'язку з отриманням ними можливості здійснювати на міжнародних ринках емісії у формі депозитних сертифікатів.

Розміри процентних ставок залежать від того, яке положення компанія посідає на ринку. Інформація про процентні ставки не публікується.

Терміни погашення європаперів, як правило, не перевищують трьох місяців, але можуть досягати і року. Із валют спочатку використовувався долар, потім – фунти стерлінгів, марки, ЕКЮ та євро. В теперішній час дані фінансові інструменти складають значну частку міжнародних фінансових послуг, водночас цей сегмент євrorинку за об'ємом в п'ять разів менше американського. Основними чинниками, які гальмують швидкий розвиток короткострокових європаперів, став недостатній розвиток ринку європейських корпоративних паперів у цілому та обмеження на випуск зобов'язань в деяких європейських валютах, через антиспекуляційні заходи з національними валютами.

Комерційні єврокредити, як і євроноти, є короткотерміновими борговими зобов'язаннями, що можуть передаватися. Фірма, яка бажає одержати кошти через єврокредит, повинна узгодити свій план дій з групою банків-дилерів. У випадку використання комерційних єврокредитів встановлюється ліміт позики, але ця форма фінансування дає більш широкі можливості вибору обсягів коштів, що залучаються, ніж

за використання євронот. Відсоткові ставки для неї визначаються на ринку, а тому в більшому ступені піддаються коригуванню, ніж відсоткові ставки за євронотами, що встановлюються групою банків-покупців.

Гнучкість комерційних єврокредитів полягає в тому, що їх дата погашення залежить від позичальника, тоді як за євронотами – це три або шість місяців. До того ж фірми, які випускають єврокредити не зобов'язані мати формальний рейтинг. Вартість емісії єврокредитів менше, ніж у підписних джерел кредитування.

Єврокредити, чи *міжнародні консорціумні кредити*, є короткостроковими або середньостроковими банківськими кредитами в євровалюті, що надаються на базі плаваючих процентних ставок (roll over) за межами країни, у валюті в якій відкрито кредит. Надання даних кредитів рефінансується банками за рахунок трьох і шестимісячних депозитів, що зберігаються в них. Оскільки джерело фінансування постійно поновлюється, процентні ставки повинні також переглядатися. Нижче наведена зведена таблиця основних характеристик єврокредитів (табл. 2).

Таблиця 2. Характеристики єврокредитів

Показники	Характеристики
Сума кредитів	Від 100 до 500 млн USD
Строки	Від 10 місяців до 12 років (в середньому 7 років)
Процентні ставки	Регулярно переглядаються, розраховуються на основі облікової ставки (ЛІБОР, ПІБОР, СІБОР, прайм рейт) плюс різниця (spread)
Комісійні	Комісійні за управління Комісійні за участь Комісійні за обслуговування кредиту
Валюта, що використовується	USD, JPY, GBP, CHF, тощо
Доступ до засобів	Швидкий
Право на дострокове погашення	За умови сплати компенсації

Синдикативні єврокредити – це довгострокові кредити на велику суму, що передбачають, як і у випадку з єврооблігаціями, створення спеціальної структури. Управляючий банк виступає в ролі “провідного менеджера”. Він формує банківський синдикат і визначає умови кредиту за участі позичальника. Члени синдикату беруть на себе зобов'язання надати частину кредиту.

Єврокредити із застереженням про валютний опціон (“multi-currency clauses”). За

цими кредитами при настанні терміну платежу позичальнику надається можливість вибору валюти погашення боргу (однієї чи декількох). Це застереження має велике значення для позичальника, тому що його наявність дозволяє останньому здійснювати надходження і витрачання грошових коштів в єдиній валюті і уникнути таким чином валютного ризику. В той же час, спеціальне застереження дозволяє банку ухилитися від надання кредиту у визначеній валюті, якщо такої не має в наявності.

Вартість єврокредитів включає в себе комісійні, банківські маржі і процентні ставки по кредитах. Комісійні поділяються на: комісійні за управління, що сплачуються керуючому банку; комісійні за участь, що розподіляються між членами банківського синдикату; комісійні за обслуговування кредиту, проценти з позик, що отримані членами синдикату. Якщо кредитні кошти не одержуються позичальником з моменту підписання контракту, він повинен сплатити з невикористаної суми комісійні за гарантію надання коштів в будь-який час (*pro rata temporis*).

Як вже було сказано вище, процентні ставки переглядаються кожні шість місяців у відповідності з діючими чи базовими ставками. За основу береться ставка ЛІБОР (London Interbank offered rate), лондонська міжбанківська кредитна ставка. Можуть використовуватися і інші облікові ставки ПІБОР (Paris Interbank offered rate) – паризька міжбанківська кредитна ставка, СІБОР (Singapore Interbank offered rate) – сінгапурська міжбанківська кредитна ставка, прайм рейт (prime rate) Сполучених Штатів Америки – базова ставка за кредитами небанківського сектору тощо.

Розмір маржі (spread) визначається виходячи із базової ставки і залежить від багатьох факторів: фінансового стану позичальника, характеру позики, ситуації на ринку і т.д. В останні роки спостерігається тенденція на зниження процентних спредів у вигляді посилення конкуренції між банками. Наприклад, якщо процент по єврокредиту має індекс на 10 пунктів вище ставки ЛІБОР (10 basis points over LIBOR) при процентній ставці 8%, то на даний період процентна ставка буде складати 8,10%. На ринку євродоларів різниця між ставками за позиками і кредитами набагато нижча, ніж на національному ринку. Часто вона не перевищує 1%. Ця відмінність пояснюється багатьма причинами:

– ставки за вкладами на валютному ринку вищі, ніж на внутрішньому, оскільки у банках менше обмежень: немає вимоги обов'язкових валютних резервів, немає обмежень кредиту,

отже, вони можуть звужувати більший процент депозитів;

– ставки по позикам більш низькі, тому що на євrorинках надаються позики на великі суми. Оскільки позичальники, як правило, широко відомі, витрати на збір фінансової інформації і інвестиційний аналіз значно скорочується.

В той же час ставки на євrorинках головним чином пов'язані з можливістю валютного арбітражу між двома ринками. І все-таки, вони можуть значно відрізнятись від ставок, діючих на національному ринку, за наявності жорсткого валютного контролю.

Єврокредити і єврооблігації мають певні відмінності тому що не відповідають одним і тим же потребам. Їх основні відмінності полягають у вартості, строках позики, його розмірах, гнучкості і швидкості отримання коштів.

Єврооблігації випускаються з фіксованою і плаваючою процентною ставкою, тоді як єврокредити надаються за плаваючою процентною ставкою, розмір якої регулярно переглядається. Таким чином, витрати по емісії єврооблігацій набагато вищі вартості єврокредитів.

Єврокредити є середньостроковими позиками, хоча середні строки мають тенденції до збільшення. Єврооблігації є довгостроковими цінними паперами. Розміри єврокредитів, як правило, вищі ніж суми, на які проводиться емісія єврооблігацій. Надання позик на ринку єврокредитів здійснюється набагато швидше.

Гнучкість позики визначається трьома видами емісій:

а) емісії єврооблігацій з фіксованою ставкою, за яких кошти повинні бути зняті одночасно і підлягають відшкодуванню у точній відповідності з раніше встановленим планом з виплатою штрафу у випадку дострокового погашення;

б) емісії єврооблігацій з плаваючою ставкою – більш гнучкі позики, які можуть бути використані за необхідністю. У випадку відмови від використання частини позики на неї будуть нараховуватися комісійні. Крім того, дозволяється дострокове погашення позики;

в) єврокредити, які представляють собою дуже гнучкі фінансові інструменти з широким вибором форм їх використання.

Середньострокове фінансування.

Кількість банківських інструментів, які позичальники можуть використати на міжнародних фінансових ринках для забезпечення гарантії емісій

короткострокових цінних паперів, значно збільшилась. З'явилися нові різноманітні інструменти на ринку послуг гарантованої емісії. Ці інновації мали за мету створення умов для більшої гнучкості ринку і зниження вартості посередницьких послуг.

Традиційні та нетрадиційні кредитні послуги відображені на рис. 1.

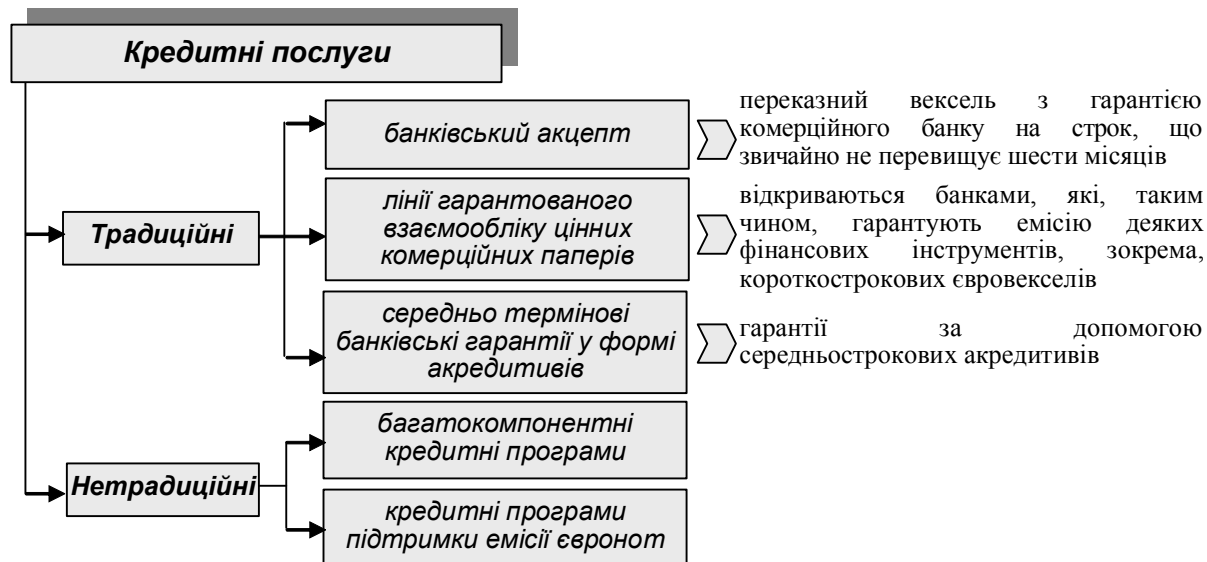


Рис. 1. Види кредитних послуг

Серед кредитних програм необхідно виділити:

1. RUF (Revolving Underwriting Facility) – оновлювані кредитні програми по твердій підписці. Банк надає середньострокові джерела кредитування для емісії короткострокових цінних паперів. Вони фінансують погашення поточної емісії у випадку неможливості реалізації цінних паперів. Короткострокові євроноти (строком від трьох місяців до року) випускаються періодично, у відповідності з графіком, що відповідає потребам позичальника.

2. SNIF (Short term Note Issuance Facility) – джерело фінансування за допомогою синдикативної емісії нот. Короткостроковий NIF чи RUF з тендером.

3. NIF (Note Issuance Facility) – джерела фінансування за допомогою емісії нот. Реалізується за підтримки банків переважно на основі револьверного кредиту.

Ці інструменти є проміжною формою між єврокредитами і євроемісіями, тому що в цьому випадку позичальник здійснює на

міжнародному ринку випуск короткострокових векселів і, тим самим, гарантує себе середньостроковим кредитним інструментом, який виступить у ролі субституту в тому випадку, якщо короткострокові цінні папери не зможуть бути реалізовані.

Способи розміщення міжнародних програм кредитування схожі з тими, які використовуються для міжнародних емісій. Короткострокові боргові зобов'язання (ноти) випускаються позичальником за спеціально складеним графіком.

Банки чи брокерські компанії створюють відповідні об'єднання для розміщення нот серед різних інвесторів за встановленою ставкою. Розміщення цих паперів здійснюється через систему банківських торгів, на яких банки виступають в ролі дилерів своїх клієнтів, і де максимальна ставка за євронотами і пільговими кредитами встановлюється виходячи із ставки ЛБОР (чи ЛБІД, чи ставки по депозитним сертифікатам), до яких додається маржа. Величина процентної ставки

залежить від того, наскільки легко євроноти можуть бути розміщені. Банки і брокерські компанії беруть визначені комісійні (за управління, за підтвердження (1) та за використання (2)).

1. Комісійні за підтвердження сплачуються два рази в рік з несплаченої частини кредиту.

2. Комісійні за використання часто сплачуються лише починаючи з визначеного проценту від суми кредиту.

Довгострокове фінансування. Ринок єврооблігацій на сьогодні є основною частиною міжнародного ринку позикових капіталів та є одним з найбільших,

швидкозростаючих та успішних світових фінансових ринків. *Єврооблігації* – це облігації, які емітовані на міжнародному фондовому ринку й виражені у валюті, яка є іноземною по відношенню до країни емітента. Це довгострокові позики, що одержуються великими і відомими фірмами одночасно в декількох країнах. Близько 2/3 єврооблігацій емітуються транснаціональними корпораціями, інші – порівну урядами, державними установами та міжнародними організаціями [6, с. 98]. Традиційні терміни випуску єврооблігацій становлять 10-15 років.

Нижче наведені основні характеристики єврооблігаційних позик (табл. 3).

Таблиця 3. Основні характеристики єврооблігаційних позик

Показники	Характеристики
Загальна сума позик	Від 50 до 100 тис. USD або від 50 до 100 тис. Євро
Строк погашення	Від 5 до 15 років
Процентні ставки	Ставка валютного ринку (зафіксована) Короткострокова ринкова ставка, індексована кожні 6 місяців (плаваюча)
Комісійні	Комісійні банку-керівнику консорціуму: – за прийняття на обслуговування – за розміщення цінних паперів Комісійні за період: – інкасо купонів – за погашення
Котирування	Біржа Люксембургу, Лондону, Франкфурту
Доступ до фондів	Приблизно через 6 тижнів після передачі доручення керівнику консорціуму

Випуском облігацій займаються міжнародні синдикати. На першому етапі позичальник звертається в банк, який стає керівником консорціуму чи “провідним менеджером”. Керуючий банк вивчає фінансовий стан позичальника, його перспективи, а також його потреби у фінансуванні, для того, щоб точніше визначити стан емітента і необхідний термін позики.

Банк обговорює з емітентом умови випуску облігацій: суму, на яку буде проведена емісія; термін позики; проценти по купонам; ціну емісії. Провідний менеджер вибирає со-менеджерів – банки, які будуть брати участь у керуванні емісією – в залежності від їх можливостей по розміщенню емісії і ваги на фінансовому ринку. Ці банки об’єднуються в групу чи “керуючий синдикат” (менеджерську групу).

Вони також беруть на себе умовне зобов’язання взяти на обслуговування встановлену номінальну частину позики.

Часто вона складає близько 40 % від загальної суми позики.

На другому етапі провідний менеджер вибирає учасників майбутнього гарантійного консорціуму, які спільно із членами керуючого синдикату підписують угоду про гарантії, чи андеррайтерську угоду. За цією угодою члени консорціуму зобов’язані підписатись на частину позики. В залежності від розмірів часток розрізняють мажорів, субмажорів і мінорів.

На третьому етапі створюється нова група банків для створення синдикату, що розміщує, чи селінгової групи, основним завданням якого є розміщення позики, тобто проведення підписки на неї у приватних і державних інвесторів. Залучені банки можуть виконувати одночасно всі три функції: керуючого, гаранта і банку, який розміщує.

Вартість емісії визначається багатьма факторами, наприклад, валютою позики, її розмірами, строком платежу, датою випуску.

Сплачуються єдині комісійні, які потім поділяються на комісійні за управління, комісійні за участь (гаранта), комісійні за розміщення. Витрати по емісії складають приблизно 2-2,5 %, що значно нижче вартості випуску єврооблігацій на національному ринку.

Цінні папери, що випускаються на ринку єврооблігацій, стають все більш різноманітними – один вид облігації суттєво відрізняється від іншого або доходністю, або терміном, або цільовим призначенням. Перші випуски проводились по фіксованим ставкам, але з виникненням значних коливань курсів більшого розповсюдження набули облігації з плаваючими ставками.

а) вичайні облігації з фіксованою ставкою (straight bonds). По таким облігаціям встановлений фіксований процент з моменту їх випуску. Вони можуть бути сплачені чи до закінчення терміну емісії (callable bonds), чи тільки після її завершення (non callable bonds). Обсяг таких емісій зростає в тому випадку, коли ставки мають тенденції до підвищення.

Загальна сума таких емісій складає близько 100 млн. доларів чи Євро. Середня тривалість – 7-8 років.

б) облігації, конвертовані в акції (equity-linked). Такі облігації потенційно можуть бути переказані в акції підприємства-емітента. У випадку конвертації в акції вони не сплачуються.

Звичайно, за такими облігаціями ставка набагато нижча, ніж за попередніми. Попередня надбавка за обмін варіюється в залежності від виду емісії. Ці цінні папери можуть бути сплачені достроково або тільки після закінчення строку, якщо вони не перетворюються в акції. Платіж може здійснюватись вище паритету.

Коли облігації емітовані в одній валюті, наприклад, в американських доларах, а акції в іншій, наприклад, в ієнах, попередньо визначений курс долара до ієни може бути зафіксований на строк дії облігацій.

в) Облігації із варрантом чи сертифікатом на підписку. Такі облігації дають право на придбання інших цінностей: акцій, облігацій з фіксованою і плаваючою ставкою, золота тощо.

На відміну від конвертованих облігацій, облігації з варрантом, що дають право на придбання акцій, завжди сплачуються, незалежно від того, використано право на підписку чи ні. Придбані акції повинні бути куплені.

Облігації з правом купівлі, що обмінюються на державні цінні папери Сполучених Штатів (WINGS – warrants into government securities), дають можливість спекулювати облігаціями і казначейськими бонами американської держави.

Деякі облігації випускаються із застереженням про випуск. Ці облігації представляють певний інтерес для інвестора, в основному в тих випадках, коли другорядний ринок невеликий і можливі труднощі з реалізацією цінних паперів.

г) Багатовалютні облігації. В цьому випадку проценти за облігаціями нараховуються в одній валюті (процентні ставки, як правило, досить низькі), а оплата виконується в іншій, на базі раніше встановленого обмінного курсу, з урахуванням визначеного забезпечення валют.

Вперше такі облігації з плаваючою ставкою з'явилися на швейцарському ринку. Вони дають можливість страхування від валютного ризику за допомогою довгострокових валютних свопів (Floating rate Notes). Проценти за цими облігаціями індексуються, як правило по ставці ЛІБОР (London Interbank Borrowed Rate – лондонська міжбанківська процентна ставка попиту) чи за ставкою LIMEAN, середньої між ЛІБІД і ЛІБОР. Розмір різниці (spread) по відношенню до ставки ЛІБОР чи ЛІБІД залежить від умов, що склалися на ринку, і від того, хто виступає у ролі позичальника.

На ринку існують різноманітні види таких фінансових інструментів:

а) Облігації “міні-макс”. За цими цінними паперами встановлюється мінімальна і максимальна межа коливання процентних ставок. Оскільки існування верхньої межі процентної ставки обмежує потенційний прибуток інвестора, отримані ним проценти, як правило, вищі, ніж за емісіями з плаваючими ставками. З ростом процентних ставок кількість таких емісій помітно зменшилась, тому що через наявність

верхньої межі вони ставали подібними облігаціям із фіксованою ставкою.

б) Облігації FLIP-FLOP. Ці облігації надають інвестору можливість в строк нарахування процентів конвертувати облігації в короткострокові цінні папери (трьох- чи шестимісячні). Але він зберігає за собою право переконвертувати їх по закінченню строку в більш довгострокові папери.

в) Облігації з регульованими ставками (mismatch). Ці емісії представляють собою позики з плаваючою ставкою, проценти по яким переглядаються частіше, ніж за період між двома процентними виплатами: наприклад, ставка по емісії переглядається кожен місяць, в той час як проценти виплачуються один раз в три місяці.

Цей вид облігацій особливо цікавий для тих інвесторів, які фінансують володіння цінними паперами за допомогою позик на своринку.

Наприклад, коли крива динаміки процентних ставок має позитивну направленість (ставки за короткостроковими цінними паперами менше ставок за довгостроковими), інвестори можуть фінансувати свої вклади, реалізуючи позику терміном на один місяць і отримуючи при цьому більш вищі проценти по трьохмісячним цінним паперам.

Ці переваги зникають, якщо крива процентних ставок негативна. Щоб виключити подібні негативні моменти, по деяким емісіям пропонується процент, що визначений на основі найвищої ставки трьох останніх місяців.

г) Облігації з фіксованою верхньою межею (capped issues). Вони мають верхній фіксований процент, встановлений на більш високому рівні, ніж для емісій "міні-макс". Існування верхньої межі ставки, як правило, супроводжується більш високою, отже, і більш вигідною для інвестора різницею (spread).

д) Облігації з валютним опціоном. Облігації з плаваючою ставкою можуть бути випущені в одній валюті (в доларах) і мати варанти на придбання цінних паперів в ЕКЮ чи німецьких марках на основі раніше встановленого обмінного курсу.

До інших видів облігацій на міжнародних ринках відносять:

а) Облігації з нульовим купоном. Їх цінність для інвестора полягає в самій облігації, а не в процентах, які можна було б по ній отримати. Дані емісії представляють, перш за все, інтерес для інвесторів деяких країн в зв'язку з існуючим в них податковим режимом. В основному такі облігації випускаються в німецьких марках і швейцарських франках.

б) Облігації, гарантовані іпотекою. Даний вид емісій використовувався великими компаніями, частіше всього північноамериканськими, для зниження вартості позики.

Розвиток саме цього ринку пояснюється цілим рядом причин: історичні чинники; відсутність суворої регламентації і свобода вибору операцій на цьому ринку; проценти, що виплачуються інвесторам не оподатковуються; цінні папери випускаються на пред'явника; простота операцій; швидкість отримання коштів.

Між дорученням, яке дав позичальник керуючому банку, і моментом, коли він може розпоряджуватися коштами, проходить приблизно шість тижнів.

Привабливими є менші затрати на реалізацію позики в порівнянні з національним ринком, що пояснюється виключенням фінансових посередників, тому що продаж облігацій здійснює безпосередньо синдикат, що їх розміщує.

Велике значення має і конфіденційність операцій: публікація звіту про фінансовий стан не вимагається. Єдине, про що повідомляється в пресі, так це про закінчення операцій. В цій інформації, що називається томбстоун (tombstone), зазначаються тільки емітент, сума і вид емісії. Форма її однакова як для єврооблігацій, так і для єврокредитів.

Емісії євроакцій – це емісії, розміщені одночасно на декількох ринках міжнародним синдикатом фінансових установ. Сюди відносяться, як первинні випуски звичайних та привілейованих акцій, так і вторинні емісії будь-яких пайових цінних паперів.

Емісії міжнародних акцій почали випускати в незначних обсягах лише з середини 1980-х рр. Однак за останні 10 років спостерігається поживлення розвитку європейських ринків акцій. Такі компанії, як Нестле, Вольво та інші, здійснили випуск своїх акцій на міжнародному ринку, щоб скористатися тенденцією інституціональних інвесторів різних країн до купівлі акцій закордонних підприємств. Наприклад, такі міжнародні акції активно продаються в Лондоні.

Кількість приватних європейських інвесторів виросла в 5 разів. Намітився серйозний прорив в первинних розміщеннях акцій. На сьогодні емісії євроакцій (до 700 в рік) розміщуються одночасно на декількох ринках міжнародним синдикатом фінансових установ. В минулому акції не випускалися безпосередньо на міжнародному ринку, де були в обігу лише облигації, конвертовані в акції. За останні роки обсяги емісій євроакцій значно збільшилися поруч з іншими позиковими інструментами (див. табл. 1).

Щодо України, то упродовж останніх років спостерігається значна активізація

роботи з виходу вітчизняних підприємств на євrorинки. З метою покриття дефіциту бюджету здійснено кілька емісій державних облигацій зовнішньої позики, розширюється практика отримання синдикативних кредитів від іноземних банків, здійснено кілька емісій корпоративних єврооблигацій.

Наприклад, у 2005 році 12 українських банків та корпорацій отримали кредити на загальну суму понад 1,2 млрд. дол. США з термінами від півроку (банк "Форум") до 7 років (Укртелеком) і відсотковою ставкою від Libor+2,80 (Приватбанк) і Libor+2,95 (банк "Форум") до Libor+4,90 (Укртелеком) [3, с. 5]. Упродовж 2005 року вітчизняні емітенти здійснили випуск та розміщення єврооблигацій на суму 1,115 млрд. дол. США із середнім терміном 4,4 року та середньою відсотковою ставкою 8,17 % (табл. 4). Уже в січні 2006 року Приватбанк розмістив чергову емісію єврооблигацій на суму 150 млн. дол. США терміном на 10 років та ставкою 8,75 %.

Таблиця 4. Випуск єврооблигацій українськими емітентами у 2005 році [3, с. 5]

Емітент	Обсяг емісії, млн. дол. США	Термін, років	Відсоткова ставка, %
Надра	100	3	9,50
Укрексімбанк	250	7	6,80
Укрексімбанк	40	5	7,75
Укрексімбанк	100	5	7,75
УкрСиббанк	125	3	8,95
ІСД	150	5	9,25
Київстар	125	3	7,87
Стирол	125	3	7,87
Укрсоцбанк	100	3	9,00
Середнє значення	123,9	4,42	8,17

У жовтні 2005 року відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 06.10.2005 року № 1000 "Про здійснення державних зовнішніх запозичень 2005 року" Міністерством фінансів здійснено розміщення 12 тисяч штук єврооблигацій України номіналом 50 тис. євро на загальну суму 600 тис. євро з терміном обігу 10 років під 4,95 % річних. Водночас, якщо порівняти кількість та обсяги таких запозичень з міжнародною практикою, то вони несуттєві.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Міжнародні фінансові ринки зазнали значного розвитку за останні роки. Стабілізація мікроекономічних показників країн ЄС, лібералізація фінансових ринків, що продовжується, та, як наслідок, підвищення ліквідності паперів, а також зниження процентних ставок забезпечили необхідні передумови його швидкого розвитку. Збільшився об'єм емісій, значно урізноманітнилися склад діючих осіб і набір фінансових інструментів. Загальна сума

кредитів, випущених на цих ринках, зроста від 160 млрд. USD в 1981 р. до 1190 млрд USD 2004 р., враховуючи емісію євроакцій. Тим більш динаміка розвитку значно відрізняється в залежності від фінансових інструментів. Відмінною рисою даних ринків залишається їх гнучкість і адаптація до нових економічних і фінансових умов. Вони є джерелом фінансування для великих підприємств і одночасно надають можливості для капіталовкладень.

Не дивлячись на появу нових фінансових інструментів на міжнародному ринку капіталів, розташування єврооблігацій на сьогодні залишається одним з основних способів залучення позикового капіталу із-за кордону на конкурентній основі. Про це свідчить те, що єврооблігаційні позики у провідних корпораціях та банках Європи, Азії та США складають від 50 до 75 % від загального обсягу європозик в різні роки [5, с. 16]. Їх популярність пояснюється в першу чергу занадто високою ємністю цього ринку та відсутністю обмежень, які, як правило, присутні в кредитах міжнародних організацій або урядів, а також на внутрішніх національних ринках.

На інтеграцію вітчизняного ринку цінних паперів з міжнародним впливає ряд факторів: низька довіра до цінних паперів українських емітентів з боку інвесторів, відсутність великих вітчизняних корпорацій із позитивною діловою репутацією, відсутність організаційного досвіду при роботі на фінансовому ринку. Все вищенаведене в поєднанні з відсутністю відповідних технологій, що забезпечують функціонування ринку, гальмує вихід резидентів на євrorинок капіталу. Однак не зважаючи на це, ринок єврооблігацій залишається одним з перспективних напрямів розвитку для українських фінансових і нефінансових інститутів.

Список використаної літератури:

1. [http:// www.mckinseyquarterly.com](http://www.mckinseyquarterly.com).
2. *Лютій І.О., Міщенко В.І.* Проблеми розвитку сучасного міжнародного фінансового ринку та інтеграційний курс України // *Фінанси України.* – № 5. – 2006. – с. 21-31.

3. *Мироненко В.* Конец «эры бешенных денег» // *Инвестиционная газета.* – 2006. – № 3. – С. 5.

4. *Перар Ж.* Управление международными денежными потоками. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 208 с.

5. *Саркисянц А.* Международный рынок капитала: современные тенденции и перспективы // *Рынок ценных бумаг.* – 2006. – № 15. – С. 13-18.

6. *Хмыз О.В.* Международные ценные бумаги – еврооблигации // *Финансовый менеджмент.* – 2003. – № 2. – С. 91-107.

Давидюк Тетяна Вікторівна – кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів Житомирського державного технологічного університету

Наукові інтереси:

-
-

Легенчук Сергій Федорович – кандидат економічних наук, доцент кафедри аналізу і статистики.

Наукові інтереси:

- облік інтелектуального капіталу,
- комп'ютеризація бухгалтерського обліку

Петрук Олександр Михайлович – кандидат економічних наук, доцент, завідувач кафедри фінансів Житомирського державного технологічного університету

Наукові інтереси:

- проблеми гармонізації національних систем бухгалтерського обліку