

DOI: <https://doi.org/10.26565/1992-2337-2022-2-09>

УДК 351

Покатаєв Петро Сергійович,*доктор наук з державного управління, професор,
перший проректор Класичного приватного університету,
вулиця Жуковського, 70-б, м. Запоріжжя, 69002, Україна***Целуйко Олексій Іванович,***кандидат наук з державного управління
Класичний приватний університет
вулиця Жуковського, 70-б, м. Запоріжжя, 69002, Україна
<https://orcid.org/0000-0002-9782-5011>*

ПРИНЦИПИ СТВОРЕННЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ОСОБЛИВОСТІ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЇХ ОБІГУ В РОЗВИНЕНИХ КРАЇНАХ

Анотація. Зазначено, що спочатку слід визначити два пріоритетні напрями розвитку фондового ринку при створенні нового цінного паперу. По-перше, це може бути поява нового власне інструменту, такого, як перша облігація з нульовим купоном. Це справді своєрідний вид творчості, що передбачає появу якісно нової технології. По-друге, це може бути конструювання інструменту, пристосованого для вирішення якогось конкретного завдання за допомогою об'єднання вже існуючих технологій. Розвиток процесу створення цінних паперів у різних країнах обумовлено впливом різних чинників, кожен із яких (чи його комбінація) створив передумови появи нових видів цінних паперів і нових фінансових схем. Визначено, що у разі зобов'язань із фіксованою ставкою купонна ставка боргового інструменту фіксується у момент емісії. Розмір купона (купонного доходу) визначається низкою факторів. Інструмент ми називаємо конвертованим, якщо він може бути обмінений на розсуд інвестора на будь-який інший актив емітента. Що стосується корпоративного емітента таким активом, зазвичай, бувають прості акції. Умова дострокового погашення є непривабливою для можливих інвесторів, і тому, щоб продати інструмент, потрібно підвищити купонний дохід.

Конвертованість, навпаки, може залучити потенційних інвесторів, і це знижує необхідний продажу інструменту розмір купона. І відкриття та конвертованість є варіантами опціонів. Запропоновано два основні варіанти фонду погашення. При першому варіанті фонду, що є в даний час найбільш поширеним, емітент повинен періодично викуповувати певну частину обсягу емісії, що знаходиться в обігу. Цей викуп може здійснюватись або відповідно до умов дострокового погашення, або за допомогою прямого виходу на відкритий ринок – залежно від умов письмової угоди про емісію. При другому варіанті емітент робить періодичні внески спеціальний рахунок, контрольований нейтральною третьою стороною. Доходи з цього рахунку використовуються для погашення емісії у строк. Облігації із погашенням через такі фонди називаються на фінансовому жаргоні синкерами.

Як цитувати: Покатаєв П. С., Целуйко О. І. Принципи створення цінних паперів та особливості державного регулювання їх обігу в розвинених країнах. *Державне будівництво*. 2022. № 2 (32). С. 92–105. DOI: <https://doi.org/10.26565/1992-2337-2022-2-09>

In cites: Pokataev, P.S., Tseluiko, O.I. (2022). Principles of creation of securities and features of state regulation of circulation in developed countries. *State Formation*, 2 (32), 92–105. DOI: <https://doi.org/10.26565/1992-2337-2022-2-09> [in Ukrainian].

© Покатаєв П. С., Целуйко О. І., 2022

У цілому нині фонди погашення знижують рівень невизначеності для власників боргових інструментів і тому знижують і необхідний розмір купона. Однак ступінь зниження невизначеності значною мірою залежить від типу фонду погашення, що використовується.

Ключові слова: фондовий ринок, цінні папери, корпоративний емітент, державне регулювання, борговий інструмент.

Постановка проблеми. Необхідно розпочати з визначення поняття створення цінних паперів. Узагальнивши та проаналізувавши різні існуючі визначення цього процесу, можна охарактеризувати створення цінних паперів як конструювання, розробку та реалізацію нових фінансових інструментів, які (дії) можуть здійснюватися з урахуванням нових підходів до вирішення проблем у галузі фінансів.

Спочатку слід визначити два пріоритетні напрями розвитку фондового ринку при створенні нового цінного паперу. По-перше, це може бути поява нового власне інструменту, такого, як перша облігація з нульовим купоном. Це справді своєрідний вид творчості, що передбачає появу якісно нової технології. По-друге, це може бути конструювання інструменту, пристосованого для вирішення якогось конкретного завдання за допомогою об'єднання вже існуючих технологій.

Розвиток процесу створення цінних паперів у різних країнах обумовлено впливом різних чинників, кожен із яких (чи його комбінація) створив передумови появи нових видів цінних паперів і нових фінансових схем.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретичні основи та практичні аспекти функціонування державного регулювання цінних паперів досліджені у працях зарубіжних дослідників, серед яких: Р. Брейлі, Л. Гітман, Р. Кінг, К. Кларк, Р. Левін, Ф. Модільяні, Р. Мертон, Ф. Мишкін, М. Міркін, Р. Робінсон, Б. Рубцов, Дж. Тьюлз, Ф. Фабоцці, У. Шарп, М. Шоулз. Значний доробок у вивчення ринку цінних паперів, внесли й українські вчені, а саме: Г. Азаренкова, В. Базилевич, О. Барановський, М. Бурмака, А. Даниленко, Н. Дєєва, В. Корнеєв, О. Костюк, М. Крупка, Д. Леонов, І. Лютий, Т. Майорова, О. Метлушко, О. Мозговий, С. Мошенський, С. Науменкова, В. Опарін, В. Оскольський, Т. Пасентко, А. Пересада, О. Підхомний, В. Плиса, Б. Пшик, Р. Слав'юк, О. Сохацька, Д. Тевелєв, В. Швець, І. Школьник та ін.

Мета статті полягає в дослідженні особливостей принципів створення цінних паперів та особливості державного регулювання їх обігу в розвинених країнах.

Виклад основного матеріалу. Якщо говорити про ситуацію, що склалася на світових ринках за останні п'ятдесят років, то можна стверджувати, що, починаючи з 70-х років ХХ століття для світових ринків стає характерним таке явище, як зростання швидкості, частота та амплітуда зміни ціни, що в цілому можна назвати збільшенням мінливості цін.

За оцінками західних аналітиків, на процес створення нових цінних паперів великий вплив має мінливість цін на валютному ринку (мінливість

обмінного курсу), на ринку капіталу (мінливість відсоткових ставок, що спричинила сильні коливання прибутковості для довгострокових боргових зобов'язань), на ринку товарів і послуг (мінливість товарних цін, що відбилася у зміні значення індексу промислових товарів та індексу споживчих цін) [2, с. 106].

Причини цих змін були такі. По-перше, вплив інфляції, яка була одним з основних параметрів, що впливають на розвиток світових фінансових та промислових ринків у 70-ті роки. По-друге, значний вплив збільшення мінливості надав процес глобалізації ринків з урахуванням швидких темпів розвитку багатьох країн, що розвиваються. По-третє, значно збільшилася швидкість отримання, обробки та використання інформації, на яку ринки стали швидше реагувати.

Мінливість цін означає збільшення ризику, що, як побачимо надалі під час розгляду практики створення державних цінних паперів у різних країнах, знайшло свій відбиток під час створення відповідних фінансових інструментів.

У цьому разі йдеться у тому, що глобалізація фінансових ринків призводить до посилення конкуренції за залучення капіталу. Причому ця конкуренція характерна не лише для державних позик різних країн між собою, а й для державних та корпоративних позик [4, с. 345].

Внаслідок процесу глобалізації у потенційних інвесторів з'явився ширший вибір інструментів для вкладення грошей.

Фактично це призвело до того, що при конструюванні державних цінних паперів у них почали закладати додаткові пільги та можливості. З'явилися державні цінні папери, які були чітко орієнтовані на конкретну групу інвесторів, які мають на меті.

Також держави стали виходити на міжнародні ринки капіталів, що призвело до створення такого ринку та встановлення певних правил гри на ньому.

До факторів, що вплинули на процес створення нових цінних паперів, слід віднести також досягнення в галузі технологій.

Досягнення в комп'ютерній галузі, а також в галузі телекомунікацій зробили ринок цінних паперів більш доступним для більшої кількості інвесторів і уможливили велику швидкість реагування ринку на зміни.

Основною метою (і бажаним результатом) створення нового цінного паперу є забезпечення оптимального вирішення будь-якої проблеми з урахуванням усіх можливих факторів та з максимальним використанням усіх існуючих можливостей [1, с. 6].

Враховуючи вищевикладене, можна виділити такі принципи:

1. Принцип попереднього аналізу ринку.
2. Принцип адекватних інвестиційних показників.
3. Принцип цільового характеру емісії (принцип окупності).
4. Принцип забезпечення інтересів вкладників.
5. Принцип доступності та прозорості інформації. Розглянемо докладніше та обґрунтуємо ці принципи.

Принцип попереднього аналізу ринку щодо перспективи даного цінного папера фактично означає необхідність визначення ніші на ринку для даного цінного паперу та можливих наслідків емісії.

Визначення ніші для даного цінного паперу передбачає попередню оцінку ринку за такими напрямками.

По-перше, оцінка цінних паперів-конкурентів (тобто тих цінних паперів, які вже існують на ринку) з погляду їх інвестиційних характеристик (дохід, ризик, спосіб виплати доходу) фінансового інструменту багато в чому залежить від того, наскільки враховані інтереси потенційних інвесторів як щодо інвестиційних характеристик інструменту, і щодо умов його обігу, які мають гарантувати вкладнику як вигідну, а й зручну систему вкладення і вилучення грошей [5]. Найважливішими інвестиційними характеристиками є купонний дохід/зростання курсу, термін дії, інвестиційні ризики та спосіб виплати доходу та погашення цінного паперу. Фактично купонний прибуток - це той прибуток, який отримує інвестор, який вклав гроші в облігацію. Фіксована процентна ставка, яка дається в річному обчисленні, називається купонною ставкою (coupon rate), а самі платежі називаються купонними виплатами або просто купоном (coupon). Однак деякі боргові інструменти вимагають періодичного перегляду відсоткових ставок відповідно до ринкових умов, що змінюються. Такі інструменти називаються борговими інструментами з плаваючою (floating) або коригуваною (adjustable) ставкою. За одними борговими інструментами проводяться періодичні платежі, що включають і відсотки, і основну суму.

По другому потрібні лише періодичні виплати відсотка. Для третіх інструментів не передбачається жодних виплат відсотків та основної суми до закінчення терміну дії інструменту [3, с. 152]. Коли кожен платіж по інструменту містить у собі поряд із відсотком також і частина основної суми (у цьому випадку основна сума поступово виплачується протягом терміну дії інструменту), кажуть, що інструмент, що амортизується (amortizing). Прикладом боргового інструменту, що амортизується, служать житлові іпотечні боргові зобов'язання (житлові заставні). Коли інструмент забезпечує повну виплату основної суми одночасно у термін погашення боргу, а проміжні виплати обмежені лише процентними платежами, такий інструмент називається неамортизованим (nonamortizing). Прикладом інструменту, що не амортизується, служить звичайна облігація. Якщо інструмент не передбачає жодних платежів до закінчення терміну дії інструменту, то інструмент називається облігацією з нульовим купоном (zero coupon bond) або «зеро» (zero) [7].

У разі зобов'язань із фіксованою ставкою купонна ставка боргового інструменту фіксується у момент емісії. Розмір купона (купонного доходу) визначається низкою факторів. Це: 1) загальні ринкові умови для боргових зобов'язань цього терміну; 2) кредитоспроможність емітента; 3) податковий статус емісії; 4) вартість будь-якого забезпечення, що пропонується для підтримки емісії, та 5) будь-які особливості випуску, які можна було б включити до письмової угоди про емісію.

Так як цінні папери, емітовані Казначейством США, за термінами дії становлять майже безперервну безліч аж до 30 років, мають високу якість і надзвичайно ліквідні, ставки, що призначаються Казначейством, є відправним пунктом для встановлення відсоткових ставок на інші інструменти. Для кожної нової емісії із заданим терміном до казначейської ставки, що діє на даний момент, для того ж терміну додається премія, що відображає відносну ризиковість запропонованої емісії [9, с. 41]. Потім ця ставка коригується у той чи інший бік залежно від податкового статусу емісії. За інших рівних умов, чим вищим податком обкладатимуться доходи, що надаються цим інструментом, тим вищими повинні бути залучення інвесторів його купонні доходи. Таким чином, корпоративні папери з повним оподаткуванням доходів за ними будуть давати більш високий купонний дохід, ніж муніципальні облігації, що звільняються від оподаткування, аналогічного терміну і ризику. Наявність додаткової умови забезпечення емісії знижує можливі фінансові втрати власників інструменту у разі невиконання зобов'язань емітентом. Чим більша вартість забезпечення і чим воно ліквідніше, тим надійніше положення власників інструменту і тим менше може бути купон для реалізації емісії.

З особливостей випуску, які впливають розмір купона, можна назвати можливість дострокового погашення («відкликання» (callability), конвертованість (conversion) та наявність фонду погашення (sinking fund). Умова дострокового погашення (call provision) надає емітенту право погасити облігації у встановлений день відкликання (call date) або після нього. У разі дострокового погашення власник отримує ціну відкликання (call price). Вона дорівнює номінальній вартості інструменту плюс премія, визначена у письмовій угоді про емісію. Інструмент ми називаємо конвертованим (convertible), якщо він може бути обмінений на розсуд інвестора на будь-який інший актив емітента [6, с. 87]. Що стосується корпоративного емітента таким активом, зазвичай, бувають прості акції. Умова дострокового погашення є непривабливою для можливих інвесторів, і тому, щоб продати інструмент, потрібно підвищити купонний дохід. Конвертованість, навпаки, може залучити потенційних інвесторів, і це знижує необхідний продажу інструменту розмір купона. І відкликання та конвертованість є варіантами опціонів.

Використання фонду погашення є механізмом, що забезпечує поступове погашення боргових зобов'язань. Зустрічаються два основні варіанти фонду погашення. При першому варіанті фонду, що є в даний час найбільш поширеним, емітент повинен періодично викуповувати певну частину обсягу емісії, що знаходиться в обігу. Цей викуп може здійснюватись або відповідно до умов дострокового погашення, або за допомогою прямого виходу на відкритий ринок – залежно від умов письмової угоди про емісію. При другому варіанті емітент робить періодичні внески спеціальний рахунок,

контрольований нейтральною третьою стороною. Доходи з цього рахунку використовуються для погашення емісії у строк. Облігації із погашенням через такі фонди називаються на фінансовому жаргоні синкерами (sinker). У цілому нині фонди погашення знижують рівень невизначеності для власників боргових інструментів і тому знижують і необхідний розмір купона. Однак ступінь зниження невизначеності значною мірою залежить від типу фонду погашення, що використовується [8].

Термін дії – період часу, протягом якого діє цінний папір (term to maturity).

У світовій практиці прийнято, що короткостроковими називаються фінансові інструменти з терміном дії менше 1 року, тоді як до середньострокових відносяться інструменти терміном від 1 до 10 років, а термін дії від 10 років і більш характерний для довгострокових фінансових інструментів.

Кредитний ризик (ризик невиконання зобов'язань) полягає у можливості, що позичальник за своїми борговими зобов'язаннями зможе своєчасно здійснити виплати відсотків чи основний суми. Надійність більшості емітентів боргових цінних паперів визначається спеціальними рейтинговими агентствами. Як правило, андеррайтери не мають справи з емітентами, які не входять до рейтингових списків. Двома головними рейтинговими агентствами є Moody's та Standard & Poor's. Рейтингові системи цих двох агентств схожі між собою, але не тотожні. Найвищий рейтинг мають папери вищого інвестиційного рівня (Aaa чи AAA відповідно), а нижчий рейтинг – ті облігації, котрим умови емісії вже виявилися порушеними. Чим вищий рейтинг інструменту, тим нижча його прибутковість. Десятиліття тому дуже мало емітентів могли продати боргові інструменти з рейтингом нижче, ніж папери інвестиційного рівня. Однак протягом останнього десятиліття ситуація різко змінилася, коли інструменти спекулятивного рівня (називаються також високоприбутковими (high yield) або "сміттєвими" Gunk) перетворилися на головне джерело фінансування для тих, хто був залучений до операцій з поглинання та викупу фірм.

Кредитний ризик є нехеджованим ризиком, проте інвестори все ж таки можуть керувати ним декількома способами. Один метод полягає в тому, що інвестор наполягає на забезпеченні емісії, що підвищує кредитоспроможність позичальника. Інший спосіб зводиться до обмеження розміру позиції щодо боргових зобов'язань довільного окремо взятого емітента.

Кредитний ризик є характером несистематичним, і тому може бути істотно знижений з допомогою диверсифікації. У добре диверсифікованому високоприбутковому портфелі протягом більшої частини 1980-х років. ризикова премія для високоприбуткових боргових зобов'язань переважно перевищувала норму кредитного ризику (default rate). Слід мати на увазі, що різниця є надпремією (доповненням до премії), необхідною для компенсації ризику.

Реінвестиційний ризик, ризик "відкликання" та ризик дострокових платежів – тісно взаємопов'язані між собою форми ризику. Коли інвестор купує борговий інструмент, прибутковість якого відома, він бере на себе ризик, пов'язаний з тим, що вартість інструменту змінюватиметься у відповідь на зміну його прибутковості. Однак якщо інвестор купує інструмент, термін дії якого збігається з його інвестиційним горизонтом, то ці зміни вартості інструмента фактично не мають для нього особливого значення. Незалежно від проміжних змін вартості, інструмент зрештою погашатиметься за його повною номінальною вартістю, і тому для інвестора проміжні флуктуації не дуже важливі. Однак якщо інструмент надає періодичний дохід, такий як купонні платежі, то залишається ризик того, що остаточний результат (його "багатство") відрізнятиметься від очікуваного спочатку. При використанні поняття прибутковості очевидно мається на увазі, що дохід, породжений інвестицією, може бути реінвестований і принести ту саму прибутковість. Але якщо прибутковість змінюється, то ймовірно, що ставка реінвестиції буде відрізнятися від ставки, що мала місце на момент купівлі інструменту. Ці ставки реінвестиції можуть бути вищими або нижчими за прибутковість на момент покупки, і саме тому остаточний результат буде відрізнятися від очікувань, що існували на момент покупки інструменту. Відхилення від очікуваного результату внаслідок зміни ставки реінвестиції називається реінвестиційним ризиком (reinvestment risk).

Ризик дострокового погашення або ризик "відкликання" (call risk) та ризик дострокової оплати (prepayment risk) є формами ризику, пов'язаними з можливістю емітента виплатити основну суму позики до кінцевого терміну погашення. У разі "відкликаних" облігацій (callable bonds) емітент може на власний розсуд погасити ("відкликати") облігацію в заздалегідь обумовлений момент часу – у день "відкликання" (call date) або після нього. При "відкликанні" облігації власник отримує ціну "відкликання" (call price), визначену ще в письмовій угоді про емісію. У разі іпотечних боргових зобов'язань позичальник має право на дострокову оплату іпотечного балансу в будь-який час. Іпотечний баланс – це неамортизована частина основної суми разом із нарахованими відсотками. В обох випадках – "відкликання" і дострокової оплати – власник боргового інструменту отримує доходи раніше очікуваного і, можливо, бажаного терміну. Дострокове отримання коштів зобов'язує інвестора придивлятися до майбутніх можливостей реінвестиції.

Найімовірніше, що борговий інструмент буде "відкликано" або достроково сплачено, якщо відсоткові ставки знижуються. Нижчі ставки спонукають емітента емітувати нові боргові зобов'язання за нижчими відсотковими ставками та використовувати виручені кошти на погашення існуючого боргу. Те, що "відгуки" та дострокові оплати мають звичай відбуватися при зниженні відсоткових ставок, узгоджується з тим, що інвестор,

який стикається з "відкликанням" або достроковою оплатою, зазвичай виявляє, що наявні у нього нові інвестиційні альтернативи гірші за ті, які в нього були на момент вихідного інвестування. Саме з цієї причини ризик дострокового погашення та ризик дострокової оплати тісно пов'язані з реінвестиційним ризиком.

Один із способів уникнути реінвестиційного ризику полягає в тому, що потрібно інвестувати виключно в ті цінні папери, які не можна ні достроково погасити, ні достроково сплатити і не мають купона. "Безвідкличні" облигації з нульовим купоном є саме таким інструментом.

Ризик купівельної спроможності (purchasing power risk) у тому, що остаточний повний прибуток від інвестиції може мати меншу купівельну спроможність, ніж, яку інвестор розраховував спочатку, в останній момент купівлі інструмента. Ця форма ризику властива будь-якій інвестиції, що не індексується за темпами інфляції. Хоча деякі боргові інструменти мають купони, які індексуються за різними інфляційними показниками, вони незначно поширені у Сполучених Штатах (на відміну від Європи). У відсоткових ставках зазвичай відбито інфляційні очікування. Таким чином, зміни в інфляційних очікуваннях повинні супроводжуватись змінами у відсоткових ставках. У такому разі у боргових зобов'язань з плаваючою ставкою коригують ставки: пропонуються вищі номінальні ставки відсотка, коли інфляційні очікування великі, і нижчі номінальні ставки відсотка, коли інфляційні очікування низькі.

Залежно від способу виплати доходу облигації поділяються на облигації з фіксованою процентною ставкою, облигації зі зростанням номінальної вартості, облигації з нульовим купоном та облигації з плаваючою відсотковою ставкою.

Облигації з фіксованим доходом – це облигації, які забезпечують періодичний дохід за певною ставкою протягом усього терміну дії облигації та погашення номінальної вартості наприкінці терміну дії.

Купонні платежі за цими облигаціями фіксуються на дату емісії у вигляді певного відсотка від номінальної вартості. Як правило, ці облигації випускаються та гасяться за номінальною вартістю, хоча відомі випадки погашення як із премією, так і з дисконтом.

Короткострокові випуски часто не «відкликаються», а довгострокові зазвичай є. Тут і середньо-, і довгострокові облигації ми далі називатимемо одним загальним терміном – облигації.

Емітенти, як правило, мають "відкликати" (достроково погашати) випуск після падіння ставок відсотків. У цих випадках фінансування, необхідне для дострокового погашення випуску, може бути отримане шляхом випуску нових боргових зобов'язань з більшою на ринку нижчою ставкою відсотка. Щоб захистити інвесторів від цього ризику, можливого через надходження від нового випуску боргових зобов'язань, угода про емісію облигацій, укладена між емітентом і власником папери, часто містить обмеження на

рефінансування (refunding restrictions), які забороняють емітенту «відкликати» облигацію за допомогою коштів із цього джерела. Для інвесторів (власників корпоративних облигацій) дуже важливо розрізнити захист від дострокового погашення та захист від рефінансування. Перший – це абсолютний захист від «відкликання», тоді як другий – захист від «відкликання», здійсненого за рахунок фінансування, отриманого в результаті випуску нових боргових зобов'язань.

Облігації також різняться за типом забезпечення, що надається емітентом як заставу. Цією запорукою може бути реальна власність, у тому числі й особиста, або гарантія іншої юридичної особи. Облігації, забезпечені реальною власністю (майном), називаються іпотечними облигаціями, або заставними (mortgage bonds). Емітент іпотечної облигації надає її власнику гарантію першої іпотеки на частину чи все своє майно. Такі облигації зазвичай випускаються серіями, причому власники кожної серії мають однакові права на закладену власність у разі невиконання зобов'язань. Іноді угоди між емітентом та власником облигації враховують можливість випуску нових серій та додавання їх до першої іпотеки, а іноді не враховують. Необов'язково всі серії повинні мати однакові терміни дії, іноді багато серій, кожна зі своїм терміном дії, випускаються одночасно. Облігації, забезпечені особистою власністю, наприклад цінними паперами та товарно-матеріальними запасами, називаються забезпеченими облигаціями (collateral trust bonds). Особиста власність становить забезпечення кредиту.

Деякі облигації гарантуються іншою юридичною особою. Наприклад, емітент із низьким кредитним рейтингом може умовити фірму із високим рейтингом гарантувати його боргові зобов'язання. Випуск потім отримує рейтинг гаранта, що зменшує купонний дохід, необхідний продажу випуску за номіналом. Такий вид гарантії широко поширений у відносинах материнської та дочірньої компаній. Не дивно, що такі облигації називають гарантованими (guaranteed bonds). Якщо жодної застави чи гарантії немає, то такі облигації називаються незабезпеченими (debenture). У разі невиконання зобов'язань власники незабезпечених облигацій стають загальними кредиторами емітента. Іноді корпорації-емітенти продають субординовані (підлеглі) незабезпечені облигації (subordinated debetures). Що стосується невиконання зобов'язань вимоги власників таких інструментів задовольняються у другу чергу, т. е. лише після задоволення вимог загальних кредиторів. Щоб зменшити купон, необхідний для продажу незабезпечених та субординованих незабезпечених облигацій, емітенти часто роблять ці інструменти конвертованими в інші активи – зазвичай, у кілька акцій емітента. Ці облигації називаються незабезпеченими облигаціями, що конвертуються (convertible debetures).

Облігації можуть бути облигаціями на пред'явника (bearer bonds) та іменними (zareєстрованими) облигаціями (registered bonds). Право власності на облигації на пред'явника встановлюється фізично існуючим цінним папером.

Власник облігації отримує відсоткову ставку, відрізаючи у облігації відповідний купон та відсилаючи його певному агенту, який займається виплатою відсотків. Саме тому облігації на пред'явника іноді називають купонними облігаціями (coupon bonds). Ані емітент, ані його агент не реєструють власника облігації на пред'явника. Щодо іменних облігацій, вони можуть бути повністю зареєстрованими (fully registered) або зареєстрованими лише щодо основної суми (registered as to principal only). Емітент (або його агент) має у своєму розпорядженні постійний список, що засвідчує права власності на повністю зареєстровані облігації, тому він розсилає купонні виплати та основну суму, що погашається, без будь-яких дій з боку власника облігації. Коли ж облігація зареєстрована лише на основну суму, її власник повинен ще надсилати відповідний купон, щоб отримати належні йому відсотки.

Хоча за більшістю облігацій передбачаються періодичні виплати за фіксованою ставкою відсотка (купону) і будь-яка нездатність виплатити купон повністю або вчасно означає невиконання зобов'язань, існує один виняток. Це виняток – прибуткові облігації. Дохідні облігації (income bonds) забезпечують виплату фіксованого купона, але емітент, відповідно до умов, передбачених в угоді з власником облігації, може і не сплачувати купонний дохід, і це не вважатиметься невиконанням зобов'язань у разі настання певних подій. У цьому сенсі дохідні облігації дуже схожі на привілейовані акції. Невиплачений купонний дохід то, можливо накопичуваним чи ні. Прибуткова облігація вважається кумулятивною (cumulative; що накопичується), якщо невиплачений купонний дохід повинен бути виплачений у пізніший термін. У іншому випадку облігація називається некумулятивною (noncumulative).

Власники облігацій зазвичай очікують, що з настанням дати погашення їм буде повернено основну суму. Більшість довгострокових облігацій, однак, можуть погашатись достроково. Це означає, що емітент залишає за собою право відкликати облігацію в обмін на ціну відкликання, обумовлену в угоді про емісію. «Ціна-відкликання» – це зазвичай номінал плюс премія «відкликання» (call premium). У свій час премія «відкликання», як правило, встановлювалася у розмірі єдиної річної ставки відсотка, але в даний час премія «відкликання» зазвичай встановлюється за «повзучою» шкалою і зростає тим повільніше, чим ближче термін погашення облігації. На «відкликані» облігації припиняють нараховувати відсотки, тим самим власники облігацій, що «відкликаються», зацікавлені в негайному їх поверненні. Властивості «відкликання» часто пов'язують із фондами погашення (sinking funds). Коли фонди погашення вперше з'явилися, найчастіше мали на увазі, що емітент періодично накопичуватиме гроші на спеціальному рахунку, щоб забезпечити себе достатніми засобами для погашення випуску після закінчення терміну облігацій. Коли ми сьогодні говоримо про фонди погашення, слід розуміти, що тут типова ситуація, коли необхідно регулярно

погашати випуск протягом усього його терміну. Це зазвичай означає погашення певної невеликої частини випуску щороку. Таке погашення можна здійснити двома способами.

Емітент може надати достатні кошти піклувальнику (trustee), який випадково буде відбирати облигації для «відкликання», або емітент може купувати облигації на вільному ринку та пропонувати їх піклувальнику. Другий варіант кращий для емітента, якщо облигації йдуть за ціною, меншою за ціну «відкликання».

Існує різницю між серійними облигаціями (serial bonds) і облигаціями, які періодично «відкликаються». Коли облигація є «відкликаною», жоден власник не знає, чи буде «відкликана» його облигація і якщо буде, то коли саме. Що стосується серійних облигацій, вони поділяються на кілька серій, причому кожна серія має свою дату погашення та свій купон. Тому покупець серійної облигації може визначити, яка саме серія йому потрібна і, отже, абсолютно точно знати, коли облигація буде погашена (у припущенні, що вона також не «відкликається»).

Висновки дослідження та пропозиції подальших наукових розвідок у цьому напрямі. Первинний ринок для публічного випуску боргових зобов'язань корпорацій «робиться» інвестиційними банками, які у ролі андеррайтерів (underwriters (гарантів розміщення облигацій)). Андеррайтер купує випуск фірми-емітента з дисконтом до ціни пропозиції (offering price). Потім він продає випуск інвесторам за ціною пропозиції або безпосередньо або через синдикат (syndicate), утворений спеціально для цієї мети. З погляду емітента, різниця між вартістю номіналу емісії та фактичною виручкою від продажу становить вартість емісії (floatation cost) нових облигацій. Звісно, це всі витрати, відповідні випуску нових боргових зобов'язань. Фірма-емітент змушена нести також деякі інші витрати, які обов'язково повинні бути враховані, коли визначається загальна вартість випуску нового боргового зобов'язання.

По-друге, визначення (з урахуванням привабливості того чи іншого інструменту) кола потенційних інвесторів.

По-третє, відповідність нового цінного паперу існуючим законодавчим нормам (внутрішньокраїнним, міжнародним), які регулюють як якісні, і кількісні характеристики емісії.

По-четверте, визначення тієї реальної суми грошей, яку можна залучити за допомогою розміщення цінних паперів із певними характеристиками серед певного кола інвесторів.

Тут виникає і вирішується питання про те, якою саме має бути за характером новий цінний папір для того, щоб зацікавити певне коло потенційних інвесторів: принципово новий або приблизно такий самий, як інші популярні папери, але з більш привабливими для інвестора характеристиками.

Якщо ми говоримо про створення державних цінних паперів, слід враховувати, що так звані операції на відкритому ринку (операції з державними цінними паперами) є одним з найбільш важливих методів кредитно-грошової політики і служать для регулювання та контролю грошової пропозиції в країні. Тому під час підготовки емісії державних цінних паперів необхідно попередньо оцінювати ті наслідки, які може мати створення цього інструменту як економіки загалом, так окремих сегментів ринку цінних паперів.

Слід наголосити, що аналіз ринку є необхідним попереднім етапом для створення перспективного та життєздатного фінансового інструменту.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Азаренкова Г., Шкодін І. Основні тенденції розвитку фондового ринку в посткризовий період. *Вісник НБУ*. 2012. № 2 (192). С. 3–7.
2. Барилук І. В., Рубаха М. В. Діагностика впливу факторів економічного середовища на формування фінансового капіталу компаній. *Фінанси України*. 2013. № 9. С. 104–117.
3. Карпінський Б. А., Дубик В. Я., Буряк О. П. Фінансова глобалізація в контексті зрушень у національних фінансових системах: еволюційний підхід. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2013. Вип. 23.10. С. 150–158.
4. Колодзів О. М., Заплатинський М. І., Тарасюк Д. С. Особливості проведення аналізу цінних паперів в умовах фінансової кризи. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2011. № 23. Ч. 1. С. 342–349.
5. Мошенський С. З. Фінансова глобалізація: загрози і переваги для інвестиційної безпеки України. URL: http://www.mdct.ru/e-journals/PSPE/2007-4/Moshenskiy_407.htm
6. Підхонний О. Вплив чинників культури на економічну поведінку в умовах ризику. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2013. Вип. 29. Част. 2. С. 85–89.
7. AllianzGlobalWealthReport 2013. URL: https://www.allianz.com/v_1380187782000/media/economic_research_publications/specials/en/AGWR2013e.pdf
8. GlobalTop 100 Companies by market capitalisation, PricewaterhouseCoopers LLP, 2014 URL: http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/capital-market/publications/asset_s/document/pwc-global-top-100-march-update.pdf
9. Jacobs Bruce I. Tumbling tower of Babel: subprime securitization and the credit crisis. *Financial Analyst Journal*. 2009. Vol. 65. № 2. P. 34–46.

Стаття надійшла до редакції 11.10.2022 р.

Стаття рекомендована до друку 13.11.2022 р.

Pokataev P. S.,

*Doctor of Public Administration, Professor,
First vice-rector Classical private University,
70-b Zhukovsky Street, Zaporizhzhia, 69002, Ukraine*

Tseluiko O. I.,

*PhD of Public Administration, Classical private University,
70-b Zhukovsky Street, Zaporizhzhia, 69002, Ukraine*

<https://orcid.org/0000-0002-9782-5011>

PRINCIPLES OF CREATION OF SECURITIES AND FEATURES OF STATE REGULATION OF CIRCULATION IN DEVELOPED COUNTRIES

Annotation. It is noted that two priority directions for the development of the stock market should be determined first when creating a new security. First, it may be the appearance of a new instrument itself, such as the first zero-coupon bond. This is truly a unique type of creativity, which involves the emergence of a qualitatively new technology. Secondly, it can be the design of a tool adapted to solve a specific task by combining already existing technologies. The development of the process of creating securities in different countries is due to the influence of various factors, each of which (or its combination) created the prerequisites for the emergence of new types of securities and new financial schemes. It was determined that in the case of obligations with a fixed rate, the coupon rate of the debt instrument is fixed at the time of issue. The size of the coupon (coupon income) is determined by a number of factors. We call the instrument convertible if it can be exchanged at the discretion of the investor for any other asset of the issuer. As for the corporate issuer, such an asset is usually ordinary shares. The prepayment condition is unattractive to potential investors, so the coupon yield must be raised to sell the instrument. Convertibility, on the other hand, can attract potential investors, and this reduces the coupon size required to sell the instrument. Both recall and convertibility are options. Two main variants of the repayment fund are offered. In the first version of the fund, which is currently the most common, the issuer must periodically buy back a certain part of the volume of the issue in circulation. This redemption can be carried out either in accordance with the terms of early repayment, or by direct access to the open market - depending on the terms of the written issue agreement. In the second option, the issuer makes periodic contributions to a special account controlled by a neutral third party. Income from this account is used to repay the issue when due. Bonds redeemable through such funds are called sinkers in financial jargon. In general, today's settlement funds reduce the level of uncertainty for owners of debt instruments and therefore reduce the required coupon size. However, the degree to which uncertainty is reduced depends largely on the type of settlement fund used.

Keywords: *stock market, securities, corporate issuer, state regulation, debt instrument.*

REFERENCES

1. Azarenkova, H., Shkodina, I. (2012). Osnovni tendentsii rozvytku fondovoho rynku v postkryzovyi period. *Visnyk NBU*, no. 2 (192), 3–7 [in Ukrainian].
2. Baryliuk, I.V., Rubakha, M.V. (2013). Diahnostyka vplyvu faktoriv ekonomichnoho seredovyscha na formuvannia finansovoho kapitalu kompanii. *Finansy Ukrainy*, no. 9, 104–117 [in Ukrainian].
3. Karpinskyi, B.A., Dubyk, V.Ya., Buriak, O.P. (2013). Finansova hlobalizatsiia v konteksti zrushen u natsionalnykh finansovykh systemakh: evoliutsiinyi pidkhid. *Naukovyi visnyk NLTU Ukrainy*, vyp. 23.10, 150–158 [in Ukrainian].
4. Kolodziiev, O.M., Zaplatynskyi, M.I., Tarasiuk, D.S. (2011). Osoblyvosti provedennia analizu tsinnykh paperiv v umovakh finansovoi kryzy. *Formuvannia rynkovoï ekonomiky v Ukraini*, no. 23, ch. 1, 342–349 [in Ukrainian].

5. Moshenskyi, S.Z. Finansova hlobalizatsiia: zahrozy i perevahy dlia investytsiinoi bezpeky Ukrainy. URL: http://www.mdct.ru/e-journals/PSPE/2007-4/Moshenskiy_407.htm [in Ukrainian].

6. Pidkhomnyi, O. (2013). Vplyv chynnykiv kultury na ekonomichnu povedinku v umovakh ryzyku. *Formuvannia rynkovoï ekonomiky v Ukraini, vyp. 29, ch. 2, 85–89* [in Ukrainian].

7. AllianzGlobalWealthReport. (2013). URL: https://www.allianz.com/v_1380187782000/media/economic_research_publications/specials/en/AGWR2013e.pdf

8. GlobalTop 100 Companies by market capitalisation, PricewaterhouseCoopers LLP. (2014). URL: <http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/capital-market/publications/assets/document/pwc-global-top-100-march-update.pdf>

9. Jacobs Bruce I. (2009). Tumbling tower of Babel: subprime securitization and the credit crisis. *Financial Analyst Journal, vol. 65, no. 2, 34–46*.

The article was received by the editors 11.10.2022.

The article is recommended for printing 13.11.2022.

