

**Богдана Степанівна ШУЛЮК**

к.е.н., доцент, Західноукраїнський національний університет

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8692-1983>

e-mail: BohdanaShulyuk@i.ua

**Василь Григорович ДЕМ'ЯНИШИН**

д.е.н., професор, Західноукраїнський національний університет

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2140-1925>

e-mail: v.g.demianyshyn@gmail.com

## ОСОБЛИВОСТІ ВИКОРИСТАННЯ БОРГОВИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ДЕРЖАВНО-ПРИВАТНОГО ПАРТНЕРСТВА У ВІТЧИЗНЯНІЙ ТА ЗАРУБІЖНІЙ ПРАКТИЦІ

*Статтю присвячено борговим фінансовим інструментам, які використовують учасники державно-приватного партнерства у процесі реалізації спільних проєктів. В результаті дослідження висвітлено проблеми банківського, державного та синдикуваного кредитування в Україні та країні здобутки світової практики у цій сфері. Обґрунтовано, що альтернативою банківського кредитування є інфраструктурні облігації, котрі дають змогу зменшити навантаження на бюджети різних рівнів та залучити позабюджетні джерела фінансових ресурсів. Акцентовано увагу на необхідності вирішення проблем розвитку боргового фінансового ринку.*

**Ключові слова:** проєкти державно-приватного партнерства, боргові фінансові інструменти, державні кредити, банківські кредити, синдикуване кредитування, інфраструктурні облігації

### ВСТУП

У процесі здійснення державно-приватного партнерства (ДПП) бюджетних коштів та й навіть капіталу суб'єктів підприємницької діяльності є недостатньо для реалізації проєктів. Це зумовлює необхідність використання боргових фінансових інструментів. Однак їхнє застосування супроводжується негативним впливом таких факторів: інфляції (призводить до зростання вартості будівництва та експлуатації об'єктів інфраструктури порівняно з очікуваною); підвищення відсотків за кредитами (зумовлює збільшення вартості залучених коштів); вихід з ринку міжнародних фінансових інституцій (обумовлює виникнення штрафних санкцій за невиконані зобов'язання приватним партнером); девальвації (спричиняє зростання витрат по обслуговуванню боргу у випадку залучення іноземних кредитів). Тому для вирішення проблем залучення боргових фінансових інструментів необхідними заходами є побудова чіткої державної фінансової політики стимулюючого характеру, яка передбачає надання державних гарантій, податкових пільг та інших форм бюджетної підтримки, прийняття обґрунтованих управлінських рішень, розроблення науково-методологічної бази у сфері ДПП.

**МЕТА** статті – висвітлити вітчизняну і зарубіжну практику та проблематику використання боргових фінансових інструментів в процесі реалізації проєктів ДПП.

### *Аналіз останніх досліджень і публікацій*

В економічній літературі спостерігається підвищений інтерес до дослідження сутності поняття «фінансові інструменти» та виокремлення їх складових. Цим питанням присвятили публікації такі науковці, як: М. Аверкіна, М. Власенко, А. Данькевич, І. Дегтярьова, М. Іоргачова, Ю. Коваленко, Г. Коцюрубенко, Т. Кучер, О. Мельник, В. Опарін, Я. Романченко та ін. Пропоновані авторами заходи мають загальний ха-

рактер, оскільки вони стосуються вдосконалення складу фінансового інструментарію. Водночас відсутні комплексні дослідження стосовно використання боргових фінансових інструментів у сфері ДПП.

### *Методологія дослідження*

Методологічною основою статті є наукові публікації, закони та нормативно-правові акти України, Інтернет-ресурси. У дослідженні використано системний підхід, методи аналізу та синтезу, порівняння та логічного узагальнення.

### РЕЗУЛЬТАТИ

Боргові фінансові інструменти, залучені для фінансування проєкту ДПП – це інструменти, що передбачають отримання власниками боргу інвестиційного доходу у вигляді відсотків, нарахованими на основну суму боргу, а позичальниками – соціальної чи економічної вигоди. Здійснюючи фінансування проєктів ДПП, учасники партнерства прагнуть залучити дешеві та довгострокові боргові фінансові інструменти. Тому впродовж 2006–2007 рр. у світі перевагу надавали банківським кредитам (їх частка складала 90 % у загальній структурі фінансування проєктів ДПП), які до того ж володіли гнучкістю та мобільністю прийняття управлінських рішень відповідно до потреб своїх клієнтів. Надалі ситуація змінилася – вартість кредитів збільшилася, а терміни їх надання зменшилися. Незважаючи на це, в зарубіжній практиці більше 50 % успішно реалізованих проєктів ДПП здійснювалися за участю банківських установ, зокрема: державних банків (Китай), державних інфраструктурних банків (Велика Британія і Сполучені Штати Америки), спеціалізованих банків з державною участю (Німеччина, Франція) і банків розвитку [1, с. 55]. Основним джерелом повернення таких банківських позик є грошові потоки, які надходять від платних послуг нових об'єктів інфраструктури. Наведені приклади свідчать про домінуючу роль держави у процесі фінансування проєктів ДПП, що

стимулює підприємницькі структури до цієї співпраці.

Участь держави шляхом надання державних позик реалізується на умовах: а) безвідсоткових або з низькими відсотковими ставками з метою зниження загальних витрат у процесі фінансування проєкту ДПП; б) надання державою субординованих позик; в) доступності для всіх учасників проєкту або тимчасової доступності для компанії, що реалізує проєкт у випадку високої ймовірності настання кредитних ризиків. Крім безпосереднього кредитування проєктів ДПП, уряд може надавати гарантії виконання взятих кредитних зобов'язань, тобто зобов'язується погасити будь-яку нестачу коштів проєктної компанії, пов'язаної з основними платежами та виплатою відсотків. У вітчизняній практиці гарантії є короткостроковим фінансовим інструментом, оскільки їх обсяг не прогнозується на довгостроковий період. Однак важливим є здійснення ефективного бюджетного планування дохідних джерел на перспективу (адже термін реалізації проєкту ДПП може становити близько 50 років), що дасть змогу державному партнеру виконувати обов'язки у довгостроковому періоді в будь-яких умовах розвитку економіки: економічного спаду, стагнації чи економічного зростання.

Враховуючи обмежені фінансові можливості держави, поширеними фінансовими інструментами є кредити комерційних банків. Вагомий вплив на прийняття рішення про взяття необхідного обсягу такого виду кредиту має ціна залученого капіталу, яка не повинна перевищувати очікуваний рівень прибутку інвестора від реалізації проєкту ДПП. В Україні впродовж 2006–2021 рр. ці банківські установи часто змінювали процентну ставку для різних суб'єктів економічних відносин: то збільшуючи, то зменшуючи її (рис. 1). Така тенденція зумовлена низкою факторів: грошово-кредитною політикою Національного банку України, інфляцією, зміною ставки на міжбанківському ринку, ризикованістю інвестиційних проєктів, рівнем ліквідності заставного забезпечення, наданими бюджетними гарантіями стосовно погашення кредитних зобов'язань тощо.

Дані рис. 1 свідчать про те, що найнижчі відсоткові ставки встановлено для нефінансових корпорацій, що створювало сприятливі умови для залучення кредитних ресурсів для фінансування проєктів ДПП.

Так, найдоступнішим і вигідним фінансовим інструментом, який застосовується у процесі фінансування проєктів ДПП, є банківські кредитні ресурси, повернення яких здійснюється за рахунок коштів, отриманих впродовж терміну реалізації проєкту (10–30 років). Зважаючи на це, невеликі банки не мають можливості самостійно фінансувати проєкти ДПП. У такому випадку ефективним інструментом є синдикуване кредитування, учасниками якого можуть стати не тільки великі банки, але й дрібні з різною часткою надання кредитів. Це дає змогу співфінансувати проєкт ДПП, розподілити між ними кредитний ризик, витрати, пов'язані з наданням фінансування (перевірка претендента на отримання кредиту, підготовка документів тощо), реструктурувати зобов'язаність позичальника. Здебільшого синдикуване кредитування сприяє здешевленню кредиту завдяки зниженню кредитних ризиків і витрат банків. На думку О. Белоусової та Е. Кунакової, це кредитування, крім

фінансових переваг, має маркетингові вигоди, стверджуючи, що фінансування великого проєкту сприятливо позначається на рейтингу банку, учасники синдикату отримують унікальний досвід, а для позичальника залучення значного обсягу коштів може стати хорошою рекламою проєкту [3, с. 39].

У світовій практиці синдикуване кредитування є достатньо розвинутим. Лідером у цій сфері є Американський регіон (Сполучені Штати Америки, Канада, Бразилія, Мексика), де найбільший обсяг надання таких кредитів спостерігався впродовж 2013–2015 рр. (від 2551,6 до 2682,1 млрд дол.), у 2018 р. (3268,8 млрд дол.) та у 2021 р. (3526,6 млрд дол.). Другими за обсягом їх надання є країни Європи (Польща, Франція, Німеччина, Іспанія, Велика Британія) – максимальні показники відзначені впродовж 2014–2015 рр. (1169,4 та 1093,7 млрд дол відповідно). Зазначений фінансовий інструмент активно використовували також країни Африки, Близького Сходу, Азійсько-Тихоокеанського регіону, а також Японія (рис. 2). Варто зазначити, що глобальний ринок синдикуваних кредитів є різногалузевим. Цілями залучення цих кредитів є виробництво споживчих товарів і надання населенню різних видів послуг, розвиток сектору енергоносіїв, модернізація фінансового сектору держави. Водночас зазначені заходи здебільшого реалізуються у формі ДПП.

В Україні розвиток ринку синдикуваного кредитування триває з 2000 р. Проте й досі він не досягнув такого рівня, як в економічно розвинутих країнах. Адже світова фінансова криза 2008–2009 рр., воєнні дії, які тривають на території України з 2014 р. спричинили появу проблемних кредитів, накопичення заборгованості банків, зниження довіри до вітчизняних кредиторів, збільшення ймовірності виникнення кредитних ризиків тощо.

Зважаючи на існуючі проблеми функціонування банківської системи держави, для українських підприємств більш привабливим є зовнішнє синдикуване кредитування (стосовно вартості, обсягів, термінів). Однак таке кредитування є обмеженим для вітчизняних позичальників. Надання синдикуваних кредитів має фрагментарний характер внаслідок низького рівня розвитку вітчизняного фінансового ринку капіталів. Іноземні банки (переважно це були: ING, BNP Paribas, Radobank, UniCredit Group, ABN AMRO, EBRD) надають незначні кредити задля здійснення виробничої діяльності та експортних операцій. Водночас за можливості доступу до іноземних синдикуваних кредитів, підприємства надаватимуть перевагу їм.

Так, для України синдикуване кредитування є інноваційним та перспективним інструментом для банків і корпоративних позичальників і потребує подальшого розвитку, зокрема у сфері ДПП.

Альтернативою банківському кредитуванню є випуск боргових цінних паперів – інфраструктурних облігацій. Використання інфраструктурних облігацій дає змогу зменшити навантаження на бюджети різних рівнів, залучити позабюджетні джерела фінансових ресурсів у разі неможливості забезпечити заставу державного майна чи надати гарантії, встановити доступні тарифи для населення тощо. Загалом у світі вони представлені трьома видами:

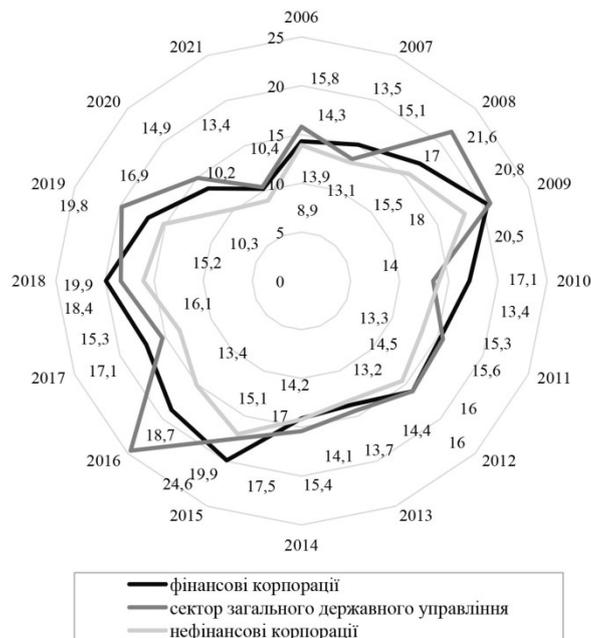


Рис. 1. Процентні ставки за кредитами для суб'єктів різних секторів економіки України за 2006-2021 рр., % {побудовано автором на основі [2]}

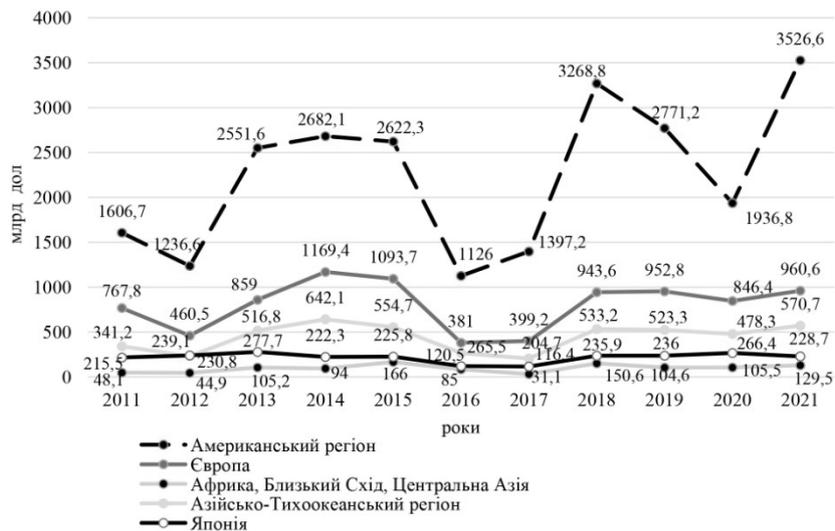


Рис. 2. Динаміка обсягу надання синдикованих кредитів на фінансування програм розвитку у світі впродовж 2011–2021 рр. {побудовано автором на основі [4]}

1) муніципальними цільовими облігаціями (США, Австралія тощо) – облігації, випуск яких здійснює орган місцевого самоврядування і які мають цільове використання коштів. Так, у США згадані облігації випускаються муніципалітетами як «спеціальні цільові облігації». Під конкретні інфраструктурні проекти ДПП емітуються дохідні облігації (revenue bonds). Забезпеченням таких муніципальних облігацій виступають платежі споживачів за користування об'єктів інфраструктури. Якщо об'єктом емісії виступає проект в галузі освіти, медицини або соціального призначення, випускаються облігації загального покриття (general bonds). Додаткова інвестиційна привабливість муніципальних облігацій полягає в тому, що в більшості штатів доходи від них не обладаються податками. В Австралії основним емітентом облігацій у сфері ДПП є також уряд. Водночас законодавчо визначений список об'єктів, під які можуть випускатися муніципальні облігації (наземний і повітряний транспорт, об'єкти елект-

рогенерації, електропостачання, газопостачання, водопостачання, каналізаційні та водоочисні споруди), за використання яких з населення стягується плата.

2) корпоративними інфраструктурними облігаціями (Казахстан, Австралія, Російська Федерація) – облігації, випущені приватними суб'єктами господарювання для фінансування проектів, які потребують значних витрат. Вони спрямовуються на спорудження автомобільних доріг і залізниць, реконструкцію й зведення систем водопостачання. Згаданий борговий інструмент характеризується низькою прибутковістю і тривалим терміном обігу. Такі облігації, як правило, мають державні гарантії або поручительство третіх осіб з виплати відсотків, вони є довгостроковими, оскільки розраховані на період створення та експлуатації об'єкта інфраструктури;

3) проектними облігаціями – орієнтовані на фінансування проектів у галузі транспорту, енергетики, інформації і комунікаційних технологій (країни ЄС).

В Україні аналогом інфраструктурних облігацій виступають корпоративні облігації та облігації місцевих позик. Основними передумовами для ефективного їх впровадження є: наявність досконалої законодавчої бази для здійснення випусків облігацій місцевих позик та корпоративних облігацій; досвід застосування сек'юритизованих цінних паперів; розвинена ринкова інфраструктура для розміщення та обігу корпоративних облігацій та облігацій місцевих позик.

Корпоративні облігації стали доступним і ефективним інструментом для рефінансування концесійних про-

єктів, а муніципальні облігації в українських інфраструктурних проектах – для розвитку житлово-комунального господарства.

Незважаючи на те, що корпоративні облігації є перспективним інструментом залучення фінансових ресурсів у довгострокові проекти ДПП, обсяг їх торгів здебільшого мав тенденцію до спадання. Так, попри збільшення обсягу їх торгів у 2010-2012 рр. (на 51386,6 млн грн), впродовж 2012-2017 рр. він зменшився на 45266,5 млн грн, а за 2018-2020 рр. – на 9339,4 млн грн (рис. 3).

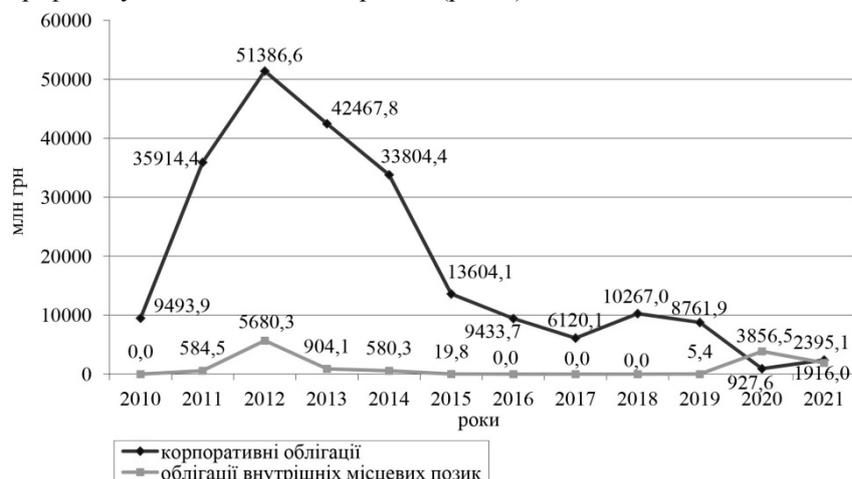


Рис. 3. Динаміка обсягу торгів корпоративними облігаціями та облігаціями внутрішніх місцевих позик в Україні за 2014–2021 рр. {побудовано автором на основі [6]}

Це зумовлено зниженням платоспроможності інвесторів та підвищенням рівня кредитних ризиків. Здебільшого випуск цих облігацій здійснювався задля фінансування таких видів економічної діяльності, як будівництво, добувна та переробна промисловість, сільське господарство, постачання електроенергії й газу, професійна, наукова та технічна діяльність, транспорт, фінансова і страхова діяльність тощо. Водночас М. Іоргачова, Г. Коцюрубенко зазначають, що «... значні за обсягом емісії корпоративних облігацій здатні здійснювати лише великі державні підприємства і найбільші комерційні банки. Такі випуски переважно приватні та ... є недоступними для відкритого ринку» [5, с. 69]. Це свідчить про те, що зазначені фінансові інструменти не часто застосовуються у фінансуванні проектів ДПП.

Дані рис. 3 свідчать про те, що облігації внутрішніх місцевих позик також не набули поширення у сфері ДПП. Адаже вітчизняний ринок таких облігацій, зокрема на місцевому рівні, є слабозвинутим. Зацікавленість місцевих органів щодо випуску облігацій внутрішніх місцевих позик зросла у 2012 р. (їх показник становив 5680,3 млн грн) та впродовж 2019-2021 рр. (у зазначеному періоді обсяг торгів збільшився з 5,4 млн грн у 2019 р. до 3856,5 млн грн у 2020 р., проте дещо зменшився у 2021 р. і становив 1916,0 млн грн). Загалом ці облігації використовувались для рефінансування муніципальних позик минулих років. Варто зазначити, що у 2010 р. та за 2016-2018 рр. Націо-

нальною комісією з цінних паперів та фондового ринку не зафіксовано обсягу їх торгів.

Так, на фондовому ринку України відсутня достатня кількість боргових фінансових інструментів – облігацій, які до того ж є слабозвинутими внаслідок незавершеності формування законодавчої бази у цій сфері, низького рівня захисту прав вітчизняних та іноземних інвесторів, відсутності стимулюючих заходів з їх випуску для інвестиційних проектів. Зважаючи на це, актуальним є вирішення існуючих проблем, що дасть змогу створити в Україні розвинутий ринок капіталу для залучення коштів в процесі фінансуванні проектів ДПП.

## ВИСНОВКИ

Підсумовуючи вищевикладене, варто констатувати про вагомість боргових фінансових інструментів у реалізації партнерських відносин держави і бізнесу. Вони дають змогу залучити додаткові фінансові ресурси в умовах нестачі бюджетних і приватних коштів. Водночас ефективність їх використання потребує вирішення проблем на борговому ринку капіталів, зокрема стосовно законодавчого врегулювання їх формування, обігу та використання у сфері ДПП, забезпечення інвестиційної привабливості, прозорості та відкритості. Перспективами подальших досліджень у даному напрямі є пошук шляхів удосконалення фінансового інструментарію розвитку ДПП з врахуванням кращих здобутків світового досвіду.

### Список використаних джерел

1. Кришталь Г.О. Механізми та інструменти партнерства з боку держави у взаємодії з банківським сектором. *Економіка: теорія та практика*. 2017. № 1. С. 54–61.

2. Відомості про процентні ставки за новими кредитами резидентам (крім інших депозитних корпорацій) за секторами економіки. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#2fs>.
3. Белоусова О., Кунакова Э. Потенциал синдицированного кредитование в государственно-частном партнерстве. *Рынок ценных бумаг*. 2017. № 5. С. 38–41.
4. Global Syndicated Loans. *Refinitiv*. URL: <https://www.refinitiv.com/en/products/deals-intelligence/syndicated-loans>.
5. Іорґачова М., Коцюрубенко Г. Ринок облігацій в Україні: сучасний стан та перспективи розвитку. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2016. № 2(234). С. 62–78.
6. Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку за 2010–2021 рр. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку*. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/#tab-dov>

### **References**

1. Kryshtal H.O. Mechanisms and tools of state partnership in interaction with the banking sector. *Economics: theory and practice*. 2017. № 1. pp. 54–61. (in Ukrainian).
2. Information on interest rates for new loans to residents (except for other deposit corporations) by economic sector. *National Bank of Ukraine*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#2fs> (in Ukrainian).
3. Belousova O., Kunakova E. Potential of syndicated lending in public-private partnership. *Securities Market*. 2017. № 5. pp. 38–41. (in Russian).
4. Global Syndicated Loans. *Refinitiv*. URL: <https://www.refinitiv.com/en/products/deals-intelligence/syndicated-loans>.
5. Iorhachova M., Kotsiurbenko H. Bond market in Ukraine: current state and development prospects. *Scientific Bulletin of Odessa National Economic University*. 2016. № 2(234). pp. 62–78. (in Ukrainian).
6. Analytical data on the development of the stock market for 2010–2021. *National Securities and Stock Market Commission*. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/#tab-dov> (in Ukrainian).

### **Bohdana SHULIUK**

*PhD in Economics, Associate Professor, West Ukrainian National University*

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8692-1983>

e-mail: [BohdanaShulyuk@i.ua](mailto:BohdanaShulyuk@i.ua)

### **Vasyl DEMIANYSHYN**

*Doctor of Economics, Professor, West Ukrainian National University*

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2140-1925>

e-mail: [v.g.demianyshyn@gmail.com](mailto:v.g.demianyshyn@gmail.com)

## **FEATURES OF THE USE OF DEBT FINANCIAL INSTRUMENTS OF PUBLIC-PRIVATE PARTNERSHIP IN DOMESTIC AND FOREIGN PRACTICE**

**Introduction.** Financial cooperation of the state with subjects of entrepreneurial activity is carried out with the help of appropriate tools that contribute to the creation of a favorable investment environment for the implementation of socially important infrastructure projects. At the same time, an important place is occupied by debt financial instruments, which make it possible to ensure the fulfillment of obligations undertaken by partners.

**The purpose of the paper is** to highlight domestic and foreign practice and issues of using debt financial instruments in the process of implementing public-private partnership projects.

**Results.** The results of the study show that when financing public-private partnership projects, partnership participants seek to attract cheap and long-term debt financial instruments. Therefore, the most accessible and profitable financial instrument used in the process of financing public-private partnership projects are bank credit resources. However, small banks do not have the ability to independently finance these projects. In such a case, an effective tool is syndicated lending, the participants of which can become not only large banks, but also small ones with a different share of lending. It was established that an alternative to bank lending is the issuance of debt securities - infrastructure bonds, the use of which makes it possible to reduce the burden on budgets of various levels and attract extra-budgetary sources of financial resources.

**Conclusion.** Effectiveness of using debt financial instruments needs to solve problems on the debt capital market, in particular regarding the legislative regulation of their formation, circulation and use in the sphere of public-private partnership, ensuring investment attractiveness, transparency and openness. Prospects for further research in this direction are the search for ways to improve the financial tools for the development of public-private partnerships, taking into account the best achievements of world experience.

**Keywords:** public-private partnership projects, debt financial instruments, government loans, bank loans, syndicated lending, infrastructure