

РИНОК ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У СЕГМЕНТАРНОМУ ПОДІЛІ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

Володимир
Ільченко,
здобувач ДВНЗ
«КНЕУ імені
Вадима Гетьмана»

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

У сучасних умовах ринок державних цінних паперів відіграє одну з ключових ролей у формуванні бюджетної політики держави, проведенні грошово-кредитної політики центральними банками з метою регулювання грошової маси та підтримки ліквідності банківської системи. Світова практика свідчить, що державні цінні папери виступають головним інструментом державних запозичень, дозволяючи залучати значні фінансові ресурси на прийнятних умовах. За умови ефективного та прозорого використання залучених коштів державні цінні папери можуть стати дієвим інструментом, здатним позитивно впливати на інвестиційні процеси в країні.

Формування урядом стратегії запозичень, чітко розділяючи коротко-середньо- і довгострокові цілі, дає змогу сформувати постійний попит на ринку державних цінних паперів, виключаючи можливість незацікавленості інституційних інвесторів у таких фінансових інструментах. Професійні учасники ринку цінних паперів розглядають державні цінні папери як об'єкт інвестування. Проте населення, як один із потенційних інвесторів, досі ще не залучено до ринку державних цінних паперів.

Погляди представників різних наукових шкіл щодо впливу ринку державних цінних паперів на економіку держави й добробут населення мають неоднозначний характер. Так, А. Сміт у своїй праці «Дослідження про природу і причини багатства народів» наголошував, що зростання державного боргу може спричинити банкрутство держави як позичальника. Д. Рікардо вважав, що державний борг призводить до відпливу капіталу, а дефіцитне фінансування скорочує приватні заощадження. Досить категорично про державні запозичення висловлювалися такі відомі вчені як Ж.-Б. Сей, Т. Мальтус, Р. Масгрейв, Е. Меаде, Ф. Модільяні та інші¹.

Важливим аргументом на користь державних позик є те, що державне

запозичення під час економічних спадів слугує цілям стабілізації економіки, бо перешкоджає різкому падінню сукупного попиту. Позитивний вплив дефіцитно-фінансових видатків посилюється дією ефекту мультиплікатора: зростання державних видатків викликає кількаразове зростання сукупних витрат, а отже, й обсягу ВВП.

Можливість значного нарощування державного боргу з метою стабілізації економіки визнається, зокрема, кейнсіанською школою. При цьому її представники зазначають, що збільшення державного боргу не загрозливе, оскільки борг частково може погашатися після подолання кризових явищ.

Англійська класична політекономія розглядала державний борг як тягар, що накладається на майбутнє покоління, підриває його накопичення. Кейнсіанська теорія, навпаки, намагалася довести, що питання перекладення частини боргу неоднозначне.

А. Лернер, розглядаючи наслідки державного боргу, виділяє дві його частини – внутрішній борг і зовнішній борг. На його думку, внутрішній борг не можна розглядати як тягар, накладений на майбутнє покоління. Особи різних вікових груп позичають одна одній певні кошти. Під час погашення боргів грошові потоки повертаються до

¹ Рожко О.Д. Державний борг у забезпеченні економічного зростання. / Київський національний економічний ун-т. - К.: КНЕУ, 2005. - 441с.

власників. У результаті рівень споживання не зменшується, відбувається лише перерозподіл доходів.

Якщо позики використовуються для фінансування поточних видатків, то майбутні покоління змушені будуть погашати борг і відсотки зовнішнім кредиторам зі своїх майбутніх доходів. Якщо ж позики використовуються для фінансування капітальних державних витрат, то проблема полягатиме в тому, як продуктивно використовуватимуться отримані кошти. Приріст національного доходу, одержаного в результаті економічного злету, дасть можливість не тільки сплатити відсотки, а й збільшити доходи держави і населення.

Слід зазначити, що повна відмова від державного запозичення, як внутрішнього, так і зовнішнього, неможлива, оскільки необхідно забезпечувати обслуговування й погашення вже накопиченого державного боргу, підтримувати платіжний баланс, зберігати й накопичувати валютні резерви, які є джерелом фінансування економічного зростання².

На даному етапі серед українських економістів і науковців переважають негативні погляди на залучення державою зовнішніх фінансових ресурсів. Так, у роботах Т. Вахненко та В. Корнеєва основна увага приділяється надмірному використанню зовнішнього позичкового фінансування та недооцінці потенціалу внутрішнього ринку. Вони стверджують, що недостатня кількість та низька ліквідність державних облігацій є причиною відсутності відповідного інструментарію грошово-кредитного регулювання НБУ та гальмування розвитку внутрішнього ринку капіталів. Натомість О. Барановський та Б. Соболев концентрують свою увагу на ризиках, які генерують зовнішні запозичення, та факторах безпеки державного боргу³. В свою чергу, В. Башко приділяє увагу необхідності зміні обсягу державних

запозичень та корегуванню їхньої структури.

У працях вищезгаданих авторів недостатньо приділяється увага при розгляді даної теми таким питанням як підвищення інвестиційної привабливості державних цінних паперів та їх місцю на фінансовому ринку.

Таким чином, мету статті можна сформулювати так: ринок державних цінних паперів у сегментарному поділі фінансового ринку.

Завданням ринку державних цінних паперів є оптимальне забезпечення потреб державного бюджету. Державні облігації емітуються з метою мобілізації грошових ресурсів для: фінансування бюджетного дефіциту; погашення розміщених раніше позик; фінансування цільових програм; згладжування нерівномірності надходження податкових платежів; забезпечення касового виконання державного бюджету тощо.

Державні цінні папери є важливим джерелом неінфляційного покриття дефіциту бюджету. Вважається, що випуск державних цінних паперів є одним з ефективних методів фінансування бюджетного дефіциту.

Основними джерелами погашення державних позик є: доходи від вкладення залучених за допомогою державних позик коштів у інвестиційні проекти в різні галузі економіки; додаткові надходження від сплати податків; кошти, отримані від зменшення видатків; емісія грошей; кошти, залучені від випуску нових державних зобов'язань⁴.

При первинному розміщенні державних цінних паперів головну роль відіграють центральні банки, міністерства фінансів або спеціальні управління державним боргом. Часто первинне розміщення державних цінних паперів провадиться серед комерційних банків. Передплата на державні цінні папери провадиться на добровільній основі серед широкого кола юридичних та фізичних осіб. Переважна більшість

² Рожко О.Д. Державний борг у забезпеченні економічного зростання. / Київський національний економічний ун-т. - К.: КНЕУ, 2005. - 441с.

³ Башко, В. Й. Державні запозичення в Україні: оцінка потреб і пропозиції щодо структури. - // Економіка і прогнозування. - 2007. - № 2. - С. 75-87.

⁴ Чесноков В.Л. Фінансові інструменти: Навч. посіб. - К.: Центр учбової літератури, 2008. - 288 с.

власників державних цінних паперів – комерційні банки, страхові та інвестиційні компанії, пенсійні фонди, фізичні особи та ін.

З огляду на особливості вітчизняного законодавства існують такі види державних цінних паперів:

- облігації внутрішніх державних позик України;
- облігації зовнішніх державних позик України;
- цільові облігації внутрішніх державних позик України;
- казначейські зобов'язання України.

Враховуючи те, що цільові облігації внутрішніх державних позик України та казначейські зобов'язання України не набули широкого розповсюдження та займають незначну частку у структурі державних цінних паперів, а обіг облігацій зовнішніх державних позик України, як правило, здійснюється за межами країни, – є необхідність детальніше зупинитися на розгляді облігацій внутрішніх державних позик України.

Так, згідно з чинним законодавством облігації внутрішніх державних позик України – це державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій⁵.

У сучасній економіці роль ринку внутрішніх державних запозичень зводиться до засобу фінансування не тільки бюджетного дефіциту, а й економічного розвитку держави, при цьому внутрішні державні позики на ринку державних цінних паперів з огляду на потреби інвесторів повинні виконувати дві ключові функції:

- використання у портфельних стратегіях інституційних інвесторів;
- задоволення потреб інвесторів у високоліквідних безризикових цінних паперах.

Прийнято вважати, що інвестиції у державні цінні папери мають низь-

ку дохідність (але більше рівня інфляції). Аналізуючи ситуацію за останні п'ять років, можна сказати, що функцію збереження капіталу державні цінні папери не виконують (табл. 1). Це пояснюється тим, що відсутній взаємозв'язок між державою та фінансовим ринком загалом та ринком державних цінних паперів – зокрема. Здійснюючи внутрішні запозичення ситуативно, нехтуючи формуванням стратегічних цілей запозичень, нівелюючи об'єктивні макроекономічні показники (їх прогнозування при формуванні Державного бюджету) – держава позбавляє державні цінні папери їх основних функцій, тим самим перетворюючи їх на неринкові та неефективні боргові інструменти. Так, за даними Української Асоціації Інвестиційного Бізнесу (УАІБ), протягом 2006-2008 рр. у структурі активів інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів частка облігацій внутрішніх державних позик не перевищувала 1%, в той час як корпоративні облігації користувались значним попитом, а їхня частка становила 20%⁶.

Недостатній попит на внутрішні державні цінні папери з боку вітчизняних інвесторів та трейдерів, повільна торгівля на вторинному ринку свідчать про незацікавленість вітчизняних фінансових установ у середньостроковому вкладенні фінансових ресурсів у цінні папери з низьким рівнем поточної ліквідності. Крім того, ємність внутрішнього ринку не є достатньою для задоволення потреб у фінансуванні державного бюджету, внаслідок чого план державних внутрішніх запозичень протягом 2004-2008 років не виконувався (табл. 2). Слід також зазначити, що держава в особі Міністерства фінансів України не має генеральних агентів щодо розміщення державних цінних паперів, використання системи аукціонів уже давно не виправдовує себе як дієвий механізм розміщення таких цінних паперів серед потенційних інвесторів.

⁵ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV. – www.rada.gov.ua

⁶ www.uaib.com.ua

Таблиця 1

Покриття інфляції дохідністю державних цінних паперів (ОВДП та ОЗДП)

Рік	Середньоріч на інфляція, %	Дохідність за ОВДП середньозважена, %	Покриття інфляції дохідністю за ОВДП, %	Дохідність за ОЗДП середньозважена, %	Покриття інфляції дохідністю за ОЗДП, %
2004	9,0	11,23	2,23	6,17	-2,83
2005	11,0	7,23	-3,77	4,95	-6,05
2006	13,0	9,26	-3,74	5,07	-7,93
2007	16,6	8,92	-7,68	6,16	-10,44
2008	22,3	11,51	-10,79	не випускалися	х

Джерело: складено автором на підставі даних Національного Банку України (www.bank.gov.ua) та Міністерства фінансів України (www.minfin.gov.ua).

Таблиця 2

Здійснення державних внутрішніх запозичень

Рік	План, млрд грн	Факт, млрд грн	Різниця, млрд грн	Невиконання плану, %
2004	4,5	4,13	-0,37	8,22
2005	6,24	3,97	-2,27	36,38
2006	4,55	1,58	-2,97	65,27
2007	3,83	3,57	-0,26	6,79
2008	7,77	3,74	-4,03	51,87

Джерело: складено автором на підставі даних Міністерства фінансів України (www.minfin.gov.ua).

У структурі фінансового ринку загалом та ринку облігацій зокрема, облігації внутрішньої державної позики не займають відповідного місця. Починаючи з 2005 року, питома вага облігацій внутрішньої державної позики поступово зменшується (Рис. 1).

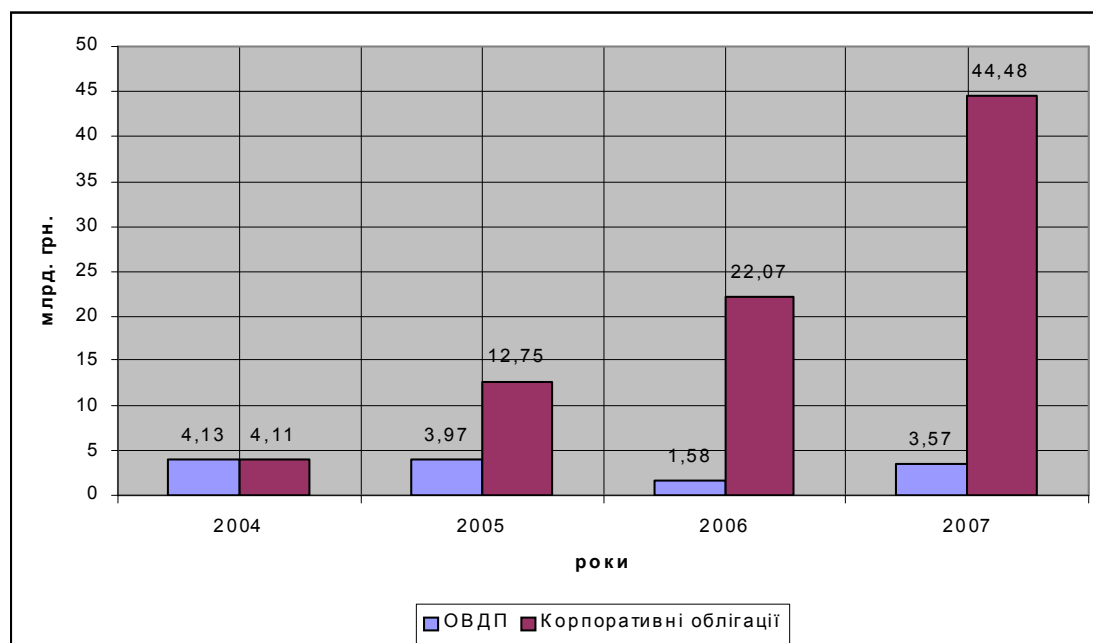


Рис. 1. Державні внутрішні запозичення у сегментарному поділі ринку облігацій України

Джерело: складено автором на підставі даних ДКЦПФР (www.ssmc.gov.ua) та Міністерства фінансів України (www.minfin.gov.ua).

На даному етапі ринок державних цінних паперів не може задовольнити потреби як потенційних інвесторів, так і державу (в частині покриття бюджет-

ного дефіциту). Серед основних причин, що стримують розвиток ринку державних цінних паперів, можна виділити:

– невідпрацьованість схем та механізмів здійснення внутрішніх державних запозичень;

– непередбачуваність (нестабільність) економічної та політичної ситуації в країні;

– інфраструктурна нерозвиненість організованого ринку цінних паперів;

– низька ліквідність державних цінних паперів;

– невідповідність дохідності за державними цінними паперами економічним реаліям;

– відсутність фізичних осіб на ринку державних цінних паперів;

– відсутність податкових пільг для власників державних цінних паперів.

Для підвищення ефективності ринку державних цінних паперів доцільно було б Міністерству фінансів України залучати агентів з розміщення державних цінних паперів – професійних учасників ринку цінних паперів, зокрема банківські установи. При цьому такі агенти мали б викуповувати гарантовано до 10% від обсягу запланованої емісії. Окрім цього, для підвищення дохідності державних цінних паперів (в окремих випадках) необхідно здійснювати розміщення не за номінальною вартістю, а з дисконтом. Важливою умовою розвитку ринку державних цінних паперів є котирування таких цінних паперів на організованому ринку, адже буде встановлена ринкова вартість державних цінних паперів. Агенти з розміщення мають постійно підтримувати котирування на організованому ринку, тим самим підвищуючи ліквідність таких цінних паперів.

Особливої уваги заслуговує питання щодо популяризації державних цінних паперів серед населення. Адже більше як 200 млрд грн станом на 2008 рік було розміщено на депозитах у банківських установах⁷. Частину цієї суми можна розглядати як потенційні інвестиції на ринок державних цінних паперів. З початком фінансової кризи та введенням мораторію на дострокове зняття вкладів це питання набуло ще більшої гостроти, тим більше, що дохід та погашення за такими цінними паперами гарантовано державою.

Державі в особі відповідних органів необхідно чітко сформувати конценцію розвитку ринку державних цінних паперів, за якою ринок державних цінних паперів має бути дієвим механізмом

ефективного управління державним боргом.

Отже, процес розвитку ринку державних цінних паперів набуває все більшого значення. Важливість цього процесу поступово усвідомлюють всі зацікавлені сторони. Але якими темпами просуватиметься цей процес і коли він вийде на якісно новий рівень, залежить від того, наскільки швидко і грамотно будуть розв'язуватись ті проблеми, що гальмують його розвиток сьогодні.

Література

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV. – www.rada.gov.ua.

2. Розпорядження Кабінету Міністрів України «Про схвалення Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009-2013 роки» від 25 березня 2009 р. N 316-р. - www.rada.gov.ua.

3. Рожко О.Д. Державний борг у забезпеченні економічного зростання. / Київський національний економічний ун-т. – К.: КНЕУ, 2005. – 441с.

4. Чесноков В.Л. Фінансові інструменти: Навч. посіб. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 288 с.

5. Барановський О. І. Чинники формування безпечного рівня державних запозичень // Бюджетна політика у контексті стратегії соціально-економічного розвитку України: В 6 т. – К.: НДІФ, 2004. – С. 320.

6. Башко В. Й. Державні запозичення в Україні: оцінка потреб і пропозиції щодо структури. – // Економіка і прогнозування. – 2007. – № 2. – С. 75-87.

7. Вахненко Т. П. Перспективні напрями політики державних запозичень в Україні. – // Економіка і прогнозування. – 2005. – № 1. – С. 100.

8. Корнєєв В. В. Нові підходи до формування державної боргової політики // Наукові праці. – К., 2003. – Вип. 3 (22). – С. 104-112.

9. Приказнюк Н. В., Моташко Т. П. Ринок державних цінних паперів: світовий досвід та вітчизняні реалії. – // Фінанси України. – 2009. – № 2. – С. 73-81.

10. Соболев Б. О. Особливості та пріоритети боргової політики України. – К.: НІСД, 2004. – С. 63.

РІПСУ

⁷ www.bank.gov.ua