

ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД ОРГАНІЗАЦІЇ ВНУТРІШНІХ РИНКІВ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ПЕРСПЕКТИВИ ДЛЯ УКРАЇНИ

Людмила
Могилко,
аспірант кафедри
фінансів
Київського
національного
університету імені
Тараса Шевченка

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

Розглянуто зарубіжний досвід організації та функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів. Розроблено рекомендації щодо активізації внутрішнього ринку державних цінних паперів України.

Ринок державних цінних паперів – важливий сегмент економіки будь-якої країни, оскільки державні цінні папери виступають головним інструментом державних запозичень, дозволяючи залучати значні фінансові ресурси на прийнятних умовах для фінансування поточного бюджетного дефіциту та обслуговування державного боргу.

У розвинених країнах практично вся заборгованість держави зазвичай втілена у цінних паперах, емітованих нею, основна частка з яких розміщена на їх внутрішніх ринках, оскільки запозичення в іноземних валютах супроводжуються значними валютними ризиками. Окрім цього, витрати центрального банку пов'язані з обмеженням пропозиції надлишкової грошової маси в економіці, що утворюється у зв'язку з фінансуванням дефіциту бюджету за рахунок іноземних запозичень, та витрати, пов'язані з поповненням валютних резервів, підвищують загальну вартість запозичень в іноземних валютах. Також зростають відсоткові ризики та ризики рефінансування державного боргу, пов'язані з поточною кризою ліквідності на світових фінансових ринках, наслідки впливу яких ставлять під загрозу виконання державою своїх зобов'язань й функцій, та економічну незалежність держави.

Внутрішні державні облигації можна вважати найменш ризикованим інвестиційним інструментом усередині країни. З погляду обов'язковості виконання, інструменти внутрішнього ринку державних запозичень є найменш

жорсткими зобов'язаннями, їх недотримання не означає таких серйозних негативних наслідків для кредитного рейтингу держави, як дефолт за міжнародними облигаціями та іншими зовнішніми борговими інструментами. Також розвинений ринок внутрішніх державних цінних паперів виступає важливим інструментом формування ефективної грошово-кредитної політики країни.

Тому розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів за рахунок випуску таких, які відповідали б інвестиційним характеристикам певних інструментів високорозвинених країн, має стати важливим напрямом фінансової політики України.

Питання організації та функціонування ринку державних цінних паперів розглядали багато науковців, зокрема: М. Бейлі, Дж. Кейнс, А. Сміт, О. Барановський, Т. Вахненко, О. Дзюблук, В. Корнеєв, В. Козюк, І. Лютий, Я. Міркін, О. Мозговий, Т. Моташко, В. Мунтіян, О. Охріменко, Н. Приказюк, Р. Рак, Б. Рубцов та інші.

Однак, не применшуючи значення наукових напрацювань цих вітчизняних та зарубіжних вчених, необхідно продовжувати дослідження з даної тематики.

Метою статті є дослідження особливостей організації та функціонування внутрішніх ринків державних цінних паперів зарубіжних країн та розробка на цій основі пропозицій щодо удосконалення вітчизняного внутрішнього ринку державних цінних паперів.

Слід зазначити, що внутрішні ринки державних цінних паперів в зарубіжних країнах представлені досить широким колом цінних паперів, зокрема: облигаціями, казначейськими зобов'язаннями, казначейськими векселями і нотами та іншими державними борговими зобов'язаннями, що випускаються центральними урядами та органами місцевої влади з метою мобілізації грошових ресурсів для:

- фінансування бюджетного дефіциту;
- погашення (переоформлення) раніше випущених цінних паперів (позик);
- фінансування цільових програм;
- згладжування нерівномірності надходження податкових платежів;
- забезпечення касового виконання державного бюджету;
- забезпечення комерційних банків ліквідними резервними активами, які приносять дохід;
- регулювання грошової маси в обігу тощо [1, с. 54].

У провідних країнах світу накопичено значний досвід щодо випуску державних цінних паперів на зазначені вище цілі, введено в практику різноманітні види державних цінних паперів, які відповідають інтересам різних груп населення та інституційних інвесторів.

Так, у США випускати облигації та інші боргові цінні папери може Казначейство США та спеціалізовані фінансово-кредитні установи, які знаходяться у власності федерального уряду чи ті, які отримують від нього фінансову підтримку. До таких спеціалізованих фінансово-кредитних установ належать: Система фермерського кредиту (банки кооперативів, банки фермерського кредиту, Федеральна корпорація з фінансування банків фермерського кредиту, Корпорація зі страхування системи фермерського кредиту, Корпорація з фінансової підтримки фермерського кредиту), Федеральна система банків житлового кредитування (FHLBC), Експортно-імпортний банк США, Федеральна національна асоціація з іпотеки та Урядова національна асоціація з іпотеки) [10].

Всі зазначені вище фінансові інститути випускають боргові цінні папери

для фінансування своєї діяльності (на різні терміни, з різним рівнем гарантії з боку уряду). Призначення таких цінних паперів – це: пільгове кредитування та фінансування привілейованих груп позичальників (які не витримують комерційних умов отримання позик у приватних банках), торговельно-експортне фінансування, залучення коштів для ліквідації збанкрутілих ощадних асоціацій.

В США випускають в основному такі внутрішні державні цінні папери як державні облигації та ноти (U.S. Government Bonds and Notes (Treasuries)), що різняться між собою за терміном обігу. Так, до короткострокових державних цінних паперів належать казначейські векселі (терміном на 3, 6 та 12 місяців, номіналом не менше 10 000 доларів США) та векселі управління готівкою (на термін до 50 днів, для покриття короткострокових касових розривів у бюджеті з номіналом не менше 1 млн. доларів США). Середньострокові державні цінні папери включають казначейські ноти (терміном на 2, 3, 5, 7 років, номіналом до 5 000 доларів США) та купонні цінні папери на термін до 10 років (відсоток виплачується по відривних купонах на відміну від казначейських векселів, які є дисконтними паперами, за якими відсоткові платежі сплачуються в момент погашення у вигляді різниці між ціною початкового продажу та ціною погашення). Довгострокові державні цінні папери представлені казначейськими облигаціями (на 10, 30 років з номіналом від 1 тисячі доларів США) та ощадними облигаціями (номіналом від 50 до 10 000 доларів США і терміном обігу від 10 років, відсоткова ставка за такими облигаціями, як правило, прив'язана до відсоткової ставки по казначейських нотах) [9].

В Японії офіційним позичальником виступає уряд Японії, а емітентом (безпосереднім позичальником) – Міністерство фінансів Японії. Також до числа емітентів належать такі основні державні установи Японії як: Японська корпорація житлового будівництва, Японська державна корпорація по дорогах, Корпорація з фінансування місцевих державних підприємств, спеціальні корпорації, які діють у сфері

розвитку інфраструктури (наприклад, корпорація з розвитку електроенергетики) та інші.

Основними видами внутрішніх державних цінних паперів, що випускаються в Японії, є облігації та векселі, зокрема: короткострокові облігації терміном на 3, 6, та 12 місяців та казначейські векселі (для покриття короткострокових касових розривів у бюджеті, терміном на 60 днів); середньострокові облігації державних позик терміном від 2 до 9 років, зокрема дисконтні облігації, виплата відсотків за якими відбувається в момент їх погашення у вигляді різниці між ціною розміщення з дисконтом та ціною погашення; довгострокові облігації державних позик терміном випуску на 6, 10, 15 та 20 років [5].

У Німеччині офіційним позичальником виступає Федеративна республіка, а емітентом (безпосереднім позичальником) – федеративний уряд країни. Окрім федеративного уряду випуском облігацій займаються такі державні установи як: Єдиний Фонд Німеччини, Казначейство Німеччини, федеративна залізниця, федеративна пошта та Німецький Федеративний банк (Бундесбанк) [3, с. 78].

Основними видами внутрішніх державних цінних паперів, що випускаються в Німеччині, є: федеральні облігації, цільові федеральні ноти, ноти федерального уряду та зобов'язання державного казначейства.

Зазначені внутрішні державні цінні папери поділяються за терміном обігу на:

- короткострокові казначейські зобов'язання фінансування (терміном 3, 6 та 12 місяців, випускаються з дисконтом регулярними серіями);
- середньострокові внутрішні державні цінні папери (терміном випуску від 2 - 9 років), що представлені: казначейськими зобов'язаннями фінансування (випускаються з дисконтом регулярними серіями для значної кількості інвесторів), середньостроковими зобов'язаннями державного казначейства (zero-ноти, випускаються нерегулярними серіями для крупних інституційних інвесторів) та федеральними облігаціями (процентні цінні па-

пери з фіксованою відсотковою ставкою);

- довгострокові облігації федеральних позик (терміном на 10, 15, 20 та 30 років) – виплата доходу відбувається один раз на рік за фіксованою відсотковою ставкою [10].

Офіційним позичальником у Великобританії виступає Уряд Об'єднаного Королівства, а емітентом (безпосереднім позичальником) – Контора з управління боргом.

У Великобританії випускаються різні види внутрішніх державних цінних паперів зі значною варіацією видів та умов випуску, з фіксованою та плаваючою ставками, з широким спектром термінів погашення, з індексацією та без індексації основної суми боргу відсотків та інше. Зокрема, основними видами внутрішніх державних цінних паперів у Великобританії виступають державні облігації та гілтси - «золотообрізні цінні папери», які бувають двох типів: договірними та індексованими терміном випуску від 1 до 50 років.

Загалом, державні цінні папери, що випускаються у Великобританії, можна поділити на короткострокові державні цінні папери, що представлені: казначейськими векселями (терміном випуску на 3 та 6 місяців), облігаціями (терміном випуску до 1 року) та національними ощадними сертифікатами, які випускаються виключно для населення в індексованій та в не індексованій формах; середньострокові облігації терміном випуску від 1 – 10 років; довгострокові облігації (терміном випуску від 10, 15, 20 та 30 років) і безстрокові облігації (не мають кінцевих термінів погашення) [10].

У Франції офіційним позичальником виступає Міністерство фінансів Франції, а емітентом (безпосереднім позичальником) – Казначейство Франції.

Ринок внутрішніх державних цінних паперів Франції характеризується в основному випуском: над короткострокових облігацій (на 4 – 7 тижнів), короткострокових дисконтних інструментів (ВТФ; на 13, 26 і 52 тижні), середньострокових відсоткових облігацій (ВТАН; від 2 до 5 років) та довгостро-

кових відсоткових облігацій (ОАТ; від 7 до 30 років).

В Португалії офіційним позичальником та емітентом (безпосереднім позичальником) виступає Інститут управління суспільним кредитом (IGCP). В Португалії ринок внутрішніх державних цінних паперів представлений в основному державними (урядовими) бонами з фіксованою відсотковою ставкою та казначейськими векселями [2, с.77].

У таких країнах як Австрія, Індія, Іспанія, Італія, Канада, Китай, Південна Африка, Польща, Фінляндія та Швеція ринок державних цінних паперів представлений переважно державними облігаціями, що випускаються на різних умовах. Інформація про офіційних позичальників та емітентів державних цінних паперів у таких країнах наведено у табл. 1.

З огляду на вищезазначене впливає, що внутрішні ринки державних цінних паперів зарубіжних країн представлені досить широким колом цінних паперів, зокрема: облігаціями, казначейськими зобов'язаннями, векселями, нотами та іншими державними борговими зобов'язаннями, що випускаються на різноманітні терміни. Зокрема, до короткострокових державних цінних паперів належать дер-

жавні цінні папери, що випускаються терміном до 1 року; до середньострокових – державні цінні папери, що випускаються терміном від 1 до 10 років; а до довгострокових – більше 10 років та безстрокові державні цінними паперами. Також ринки державних цінних паперів у зарубіжних країнах характеризуються різноманітними способами виплати доходів за державними цінними паперами, зокрема: встановлення фіксованого відсоткового платежу, застосування ступінчатої відсоткової ставки, використання плаваючої ставки відсоткового доходу, індексування номінальної вартості цінних паперів, реалізація боргових зобов'язань зі знижкою проти їх номінальної ціни, проведення виграшних позик та інше.

Крім того, тенденцією останніх років у зарубіжних країнах є запровадження урядом, з метою залучення дешевих коштів для фінансування своїх потреб, різноманітних роздрібних боргових програм. Прикладом є США, Канада і Великобританія, які досягли значного прогресу в акумулюванні та подальшій підтримці заощаджень громадян. Їх успіх забезпечений саме наявністю спеціальних урядових програм і добре організованого механізму стимулювання попиту населення

Таблиця 1

Офіційні позичальники та емітенти державних цінних паперів у деяких зарубіжних країнах*

Країна	Офіційний позичальник	Емітент (безпосередній позичальник)
Австрія	Австрійська республіка	Австрійський уряд
Індія	Республіка Індія	Державне казначейство за розпорядженням міністерства фінансів Індії
Іспанія	Казначейство Іспанії	Казначейство Іспанії
Італія	Італійська Республіка	Казначейство Італії
Канада	Уряд Канади	Департамент фінансів
Китай	Китайська Національна Республіка	Міністерство фінансів Китаю
Південна Африка	Південно-Африканська Республіка; державні агенства: Еском, Телком, Трансет	Південно-Африканська Республіка; державні агенства: Еском, Телком, Трансет
Польща	Республіка Польща	Казначейство Польщі
Фінляндія	Фінська республіка	Державне казначейство за розпорядженням міністерства фінансів Фінляндії
Швеція	Королівство Швеції	Уряд Швеції

*Джерело: складено автором за даними [6; 7; 8].

на державні боргові зобов'язання. Так, досить важливу роль у системі підтримки національних заощаджень і створенні умов для вкладання громадянами коштів у державні облігації відіграють спеціальні урядові програми («New Canada Savings Bonds Program» Канада, «Easy Saver» США), які дають можливість власникам малого та середнього бізнесу організувати заощадження найманих працівників [2, с. 80].

Запровадження роздрібних боргових програм дозволяє індивідуальному інвестору придбати державні цінні папери на первинному ринку. Цінні папери, які запропоновані роздрібним інвесторам на первинному ринку світова практика ділить на два види. Перший вид – це стандартний ринковий інструмент, куплений оптовими інвесторами. Роздрібні інвестори можуть придбати ці інструменти, беручи участь в регулярних боргових аукціонах, часто на неконкурентній основі. Другий вид інструменту – це цінні папери, які спеціально розроблені та орієнтовані на фізичних осіб та домогосподарств (табл. 2).

Загалом, як свідчать дані табл. 2, державні цінні папери, що випускаються центральними та місцевими органами влади з метою залучення грошових ресурсів населення, є в основному неринковими державними борговими зобов'язаннями, серед яких найбільшого поширення набули ощадні облігації. Особливістю неринкових державних боргових зобов'язань є те, що для них відсутній вторинний ринок, оскільки, вони не можуть використовуватися в якості застави за позиками та вільно переходити від одного власника до іншого.

Таким чином, проаналізувавши зарубіжний досвід організації внутрішніх

ринків державних цінних паперів, слід зазначити, що є деякі елементи організації внутрішніх ринків державних цінних паперів, які доцільно було б запровадити на вітчизняному внутрішньому ринку державних цінних паперів. Зокрема це:

- розроблення та запровадження роздрібною борговою програми для залучення заощаджень громадян;

- запровадження в обіг принципово нових видів цінних паперів для задоволення потреб різноманітних інвесторів, наприклад, випуск цінних паперів з механізмом індексації доходності залежно від рівня індексації, розширення спектра термінів обігу цінних паперів;

- розроблення та затвердження загальної стратегії державного стимулювання й підтримки інвесторів, яка має зосереджуватися на розробці урядових цінних паперів із характеристиками, що задовольняють вимоги як фізичних, так і юридичних осіб щодо надійного вкладення коштів.

Отже, використання зарубіжного досвіду організації внутрішніх ринків державних цінних паперів в Україні сприятиме зростанню обсягів залучених коштів за допомогою державних цінних паперів та ефективного функціонуванню внутрішнього ринку державних цінних паперів України.

ЛІТЕРАТУРА

1. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: підручник. – 2-е вид., стер. – К.: Знання, 2008. – 535 с.

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

3. Рак Р.В. Інновації на ринку державних цінних паперів України//

Таблиця 2

Державні цінні папери, призначені для фізичних осіб та домогосподарств*

Види державних цінних паперів	Країни
Ринкові цінні папери (ноти, казначейські векселі)	Бразилія, Великобританія, Індія, Ірландія, Італія, Німеччина, Пакистан, США, Швеція
Неринкові цінні папери (ощадні та виграшні облігації, ощадні сертифікати)	Бельгія, Болгарія, Великобританія, Індонезія, Індія, Ірландія, Італія, Канада, Китай, Німеччина, Пакистан, США, Швеція, Японія

*Джерело: складено автором за даними джерел [4; 6; 8].

Фінанси України. - 2009. - № 12. - С.72 – 80.

4. Debt and reserves management report 2010-11: [Electronic resource] – Available: http://www.direct.gov.uk/prod_consum_dg/groups/dg_digitalassets/@dg/@en/documents/digitalasset/dg_186446.pdf

5. Naoyuki Yoshino Bond Market Development in Japan, 2008: [Electronic resource] – Available: http://www.unescap.org/pdd/projects/bondmkt/3_bond_Japan.pdf.

6. The euromoney international debt capital markets handbook 2011: [Electronic resource] – Available: http://treasury.worldbank.org/cmd/pdf/Euromoney_2011_Handbook_International_Debt_Capital_Markets.pdf

7. Improving efficiency in the European government bond market by

Avinash D. Persaud // A report. By ICAP plc. – 2006. – P. 17.: [Electronic resource] – Available: http://www.eurocapitalmarkets.org/files/ICAP_Brussels_Nov2006.pdf

8. Developing corporate bond markets in Asia// BIS Papers, Monetary and Economic Department,

No 26, February 2006. – P. 160. [Electronic resource] – Available: http://www.bis.org/arp/conf_0602.pdf

9. <http://www.bloomberg.com/> - Business & Financial News, Breaking News Headlines.

10. - U.S. Department of The Treasury.