

Міщенко В.І.,

доктор економічних наук, професор,
директор Центру наукових досліджень
Національного банку України,

Жупанин В.В.,

головний економіст
ВАТ “Державний експортно-імпорتنний
банк України”

ОРГАНІЗАЦІЯ ЗАЛУЧЕННЯ ЗАОЩАДЖЕНЬ НАСЕЛЕННЯ НА ОСНОВІ ВИПУСКУ КАЗНАЧЕЙСЬКИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ УКРАЇНИ

Авторами висвітлено роль державних цінних паперів у залученні заощаджень населення, вивчено досвід розвинутих країн з організації обігу таких цінних паперів, досліджено переваги ощадних облігацій СРСР. Запропоновано вдосконалену схему емісії казначейських зобов'язань України для фінансування стратегічних державних проектів за рахунок коштів населення.

The authors elucidate the role of state securities in attracting the population's savings; study the experience of advanced countries in organizing the circulation of such securities; investigate the advantages of savings bonds in the USSR; and suggest an improved scheme of issuing treasury obligations of Ukraine for funding strategic state projects at the expense of the population.

Найнадійнішим позичальником держави в разі значної потреби у фінансових ресурсах було й залишається населення. Проте сьогодні, в період становлення національної економіки й дефіциту довгострокових коштів, взаємодія між населенням як кредитором і державою практично відсутня, хоча для реалізації стратегічного курсу на інноваційно-інвестиційний розвиток держава потребує довгострокових і дешевих ресурсів.

Зношеність основних засобів на більшості вітчизняних підприємств досягла критичного рівня, наслідком чого є зниження їх конкурентоспроможності, підвищення технологічних і екологічних ризиків, збільшення енерго- й матеріалоемності виробництва, поглиблення соціальних проблем, неможливість подальшого нарощування економічних і соціальних показників розвитку України. Зношеність основних засобів у промисловості в цілому становить 58,3 % їхньої вартості, на металургійних та металообробних підприємствах — 68,8 %, на підприємствах із видобування неенергетичних матеріалів — 67,6 %, а на підприємствах хімічної й нафтохімічної промисловості — 64,1 %¹.

Для стабілізації ситуації Україні потрібно щонайменше 600 млрд грн інвестицій у основні засоби, тож необхідно знайти джерела таких коштів.

¹ Про погодження проекту розпорядження Кабінету Міністрів України “Про схвалення Концепції Державної програми розвитку лізингу на період до 2011 року”: Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України № 6916 від 06.03.2007.

Проблеми вдосконалення структури державного боргу й випуску державних боргових інструментів досліджувалися провідними економістами. Зокрема, такими відомими зарубіжними науковцями, як Ш. Бланкарт, Б.І. Альохін, А.В. Захаров, Ю.Н. Івонін, Ю.А. Гоголін. Проте, як показала практика, їхні розробки не завжди можна адаптувати до фінансового ринку України. А в нашій країні проблеми емісії державних боргових цінних паперів останнім часом досліджувалися такими провідними вченими, як В.Д. Базилевич, В.М. Геєць, О.Д. Данілов, В.В. Корнєєв, В.Д. Лагутін, І.О. Луніна, І.О. Лютий, С.В. Науменкова, В.М. Опарін, Д.В. Полозенко, В.П. Ходаківська, І.Я. Чугунов, А.А. Чухно, та іншими. У їхніх працях ґрунтовно розглянуто основні питання управління державним боргом, шляхи оптимізації й розвитку нових фінансових інструментів, особливості організації роботи фінансових інститутів на фондовому ринку. Утім, практичні питання залучення коштів населення шляхом випуску державних боргових цінних паперів потребують подальшого вивчення та обґрунтування механізмів, які могли б забезпечити такі залучення.

У зв'язку з цим метою дослідження є вивчення зарубіжного й вітчизняного досвіду залучення заощаджень населення шляхом емісії державних цінних паперів, аналіз властивих цьому процесові ризиків і загроз, а також обґрунтування механізму використання залучених коштів населення для фінансування пріоритетних національних інноваційно-інвестиційних проектів.

Накопичений світовий досвід, у тому числі колишнього СРСР, свідчить про практичну доцільність і високу ефективність залучення державою коштів населення для фінансування економіки та, зокрема, реалізації довгострокових державних програм. Так, у країнах із розвинутою ринковою економікою майже чверть національних заощаджень формуються саме за рахунок коштів населення. А що стосується України, то на сьогодні в руках її населення зосереджено *понад 111 млрд грн*, що становить значну частину суми, потрібної державі для забезпечення інноваційно-інвестиційного розвитку. Отже, необхідно запровадити певну систему стимулів і заходів, а також розробити адекватний механізм залучення зазначених ресурсів до активного обігу².

Практично вперше такий метод мобілізації грошових ресурсів був використаний на початку ХХ століття, у передвоєнні й воєнні роки Першої світової. Частка коштів, отриманих шляхом державних позик, у загальному обсязі державних витрат під час Першої світової війни становила, зокрема, у США — 61 %, у Великобританії — 68 %, Франції — 81 %, Німеччині — 84 %³. Підтвердженням надзвичайно великих розмірів сучасних міжнародних ринків державних запозичень є загальна сума зобов'язань за всіма проведеними емісіями державних облігацій, яка на початку 2000-х років, за оцінкою експертів, перевищила 15 трлн дол.

² Монетарний огляд Національного банку України за 2007 рік. — К.: НБУ, 2008. — С. 3.

³ *Хорошковський В.* Державні запозичення України: використані можливості чи втрачені шанси? // Вісник НАНУ. — 2002. — № 8. — С. 3.

США. Ця сума порівнянна із сукупним обсягом валового внутрішнього продукту США або країн Єврозони⁴.

Державні запозичення можна класифікувати за такими ознаками:

- за місцем розміщення: *внутрішні*, тобто такі, що надаються й погашаються всередині країни, та *зовнішні*, які розміщуються на зовнішніх ринках;
- за терміном погашення: короткострокові, середньострокові й довгострокові;
- за видами дохідності: дисконтні, процентні й виграшні. Прикладом облігацій, що випускаються на *дисконтній основі*, є казначейські векселі США, які не мають процентних нарахувань, а реалізуються зі знижкою від номінальної вартості, тоді як зворотний їх викуп казначейство здійснює за номінальною вартістю, й таким чином власники векселів одержують дохід у вигляді купонної знижки. За *виграшними* (лотерейними) облігаціями проводяться розіграші на різні суми, які сплачуються залежно від призового фонду й номінальної вартості облігації. На відміну від них *процентні* облігації забезпечують власникам фіксований або “плаваючий” дохід залежно від умов встановлення процентної ставки. Облігації з “плаваючим” доходом з’явилися порівняно недавно, що зумовлено мінливістю фінансових ринків. Дохід за ними коливається відповідно до рівня позикового процента, що робить такі облігації привабливими як для позичальника, так і для кредитора;

- за типом позичальника: установи сектору державного управління, органи грошово-кредитного регулювання, банки, нефінансові корпорації, інші підприємства й установи;

- за метою використання: облігації для покриття державного боргу, дефіциту державного бюджету, для реалізації інвестиційних програм, виконання соціальних програм тощо;

- за характером обігу на ринку: ринкові (публічні) й неринкові. *Ринкові* облігації більш поширені, мають високу ліквідність, проте власники цих облігацій не можуть претендувати на їх погашення до визначеного терміну. На відміну від них *неринкові* облігації не підлягають відкритому продажу. Зазвичай вони реалізуються через спеціальні фінансові інститути — пенсійні, ощадні фонди тощо. Такі облігації можна пред’явити до оплати в будь-який час за бажанням власника. Проте при достроковій оплаті розмір доходу різко знижується. Неринкові ощадні облігації випускаються в обіг із метою залучення до фінансування державного боргу навіть невеликих сум заощаджень населення. Слід також зазначити, що деякі неринкові облігації можуть індексуватися, тобто можливі їх погашення й виплата процентів за ними з урахуванням індексу інфляції.

Найпоширенішою формою залучення коштів до економіки є облігаційна ощадна позика, що за своєю організаційно-правовою формою є свідомством про надання кредитором позики за умови одержання щорічного доходу, як правило

⁴ Хорошковський В. Зазнач. праця.

у вигляді процента. На відміну від акцій облігації після закінчення визначеного терміну підлягають викупу за номінальною вартістю, а їх власники одержують певну суму купонного та/або дисконтного доходу.

На думку науковців і практиків, основними перевагами використання державних ощадних облігацій є:

— надійність. Облігації емітуються державою — найнадійнішим позичальником зі стабільними доходами, який гарантує захист і номінальної вартості облігації, й суми накопиченого доходу від втрати через коливання кон'юнктури ринку чи інших ризиків. Такі цінні папери, як правило, реєструються на ім'я держателя, а тому можуть бути легко й безкоштовно поновлені в разі втрати, крадіжки чи псування;

— висока ліквідність. Погашення облігацій і доходів за ними відбувається в повному обсязі відповідно до зобов'язань — на вимогу держателя або у визначений термін, за рахунок державного бюджету;

— конкурентна дохідність, яка характеризується оптимальним співвідношенням показників ризику та доходу, що наближається до середніх показників доходу за депозитними сертифікатами;

— можливість капіталізації доходів. Держатель має право обирати між регулярним отриманням процентів та їх автоматичною капіталізацією. У другому випадку проценти виплачуються разом із основною сумою боргу;

— можливість індексації номіналу облігації чи процентів, передбачена умовами випуску облігацій як форма захисту коштів від інфляції;

— можливість пільгового оподаткування доходів;

— зручність придбання завдяки наявності дрібних номіналів, розповсюдженню через систему максимально наближених до населення точок продажу, Інтернет;

— зручність зберігання.

На підставі аналізу світового досвіду та вітчизняної практики виділимо чотири основних інституційних механізми розміщення й обслуговування державних ощадних облігацій:

- 1) бюро державного боргу,
- 2) самостійне урядове агентство,
- 3) державна корпорація,
- 4) уповноважені установи.

Наприклад, у США роботу з державними облігаціями веде Бюро державного боргу, на яке згідно із законодавством покладено обов'язки щодо емісії та погашення облігацій, конвертації облігацій одного виду (випуску, серії) в інші, нарахування процентів, ведення рахунків держателів тощо. Крім цього, на урядовому рівні створено фонд дострокового погашення облігацій, який є частиною федерального бюджету.

Створення й функціонування самостійних урядових агентств, що спеціалізуються на управлінні роздрібним державним боргом, характерне для Канади.

Таке агентство відповідальне за забезпечення стабільного й низьковитратного фінансування урядових програм шляхом розробки і впровадження роздрібних продуктів, у тому числі й повністю гарантованих урядом номінальних та індексованих ощадних облігацій. Кошти для дострокового погашення облігацій надаються із державного бюджету.

У Великобританії для обслуговування державного роздрібногo боргу створено державну корпорацію, що функціонує як виконавче агентство уряду з метою залучення фінансових ресурсів на основі надання населенню зручних засобів накопичення⁵.

Використання системи уповноважених установ, якими можуть бути банки чи інші фінансово-кредитні установи, характерне для вітчизняної практики, й саме цей варіант найприйнятніший для наших умов.

Казначейство Сполучених Штатів Америки, фінансування державного боргу яких станом на 01.01.2008 сягає 8,42 трлн дол., на регулярній основі здійснює випуск державних цінних паперів із терміном обігу від 13 тижнів до 30 років, які широко доступні для громадян. Випускається кілька типів державних цінних паперів: казначейські векселі (*T-bills*), казначейські ноти (*treasury notes*), казначейські облігації (*treasury bonds*) і ощадні облігації (*savings bonds*), за якими щороку проводиться близько 125 аукціонів⁶.

Ощадні облігації у США являють собою неринкові довгострокові іменні цінні папери уряду, що продаються тільки фізичним особам. Головна функція ощадних облігацій — забезпечення державної підтримки національної системи заощаджень, надання фізичним особам-резидентам можливості вкладення їхніх заощаджень у високонадійні цінні папери, прибутковість яких зазвичай перевищує дохідність казначейських векселів, нот і навіть ставку банківських депозитів. До того ж придбання, володіння та пред'явлення до викупу ощадних облігацій інвесторові нічого не коштує, а доходи не оподатковуються. Утім, попри великі обсяги запозичень частка ощадних облігацій у формуванні доходів бюджету залишається незначною та становить лише близько 3% від суми державного боргу.

Випускається три серії ощадних облігацій: “ЕЕ”, “НН” та “І”, які істотно різняться за формою випуску, умовами розміщення й обігу.

Ощадні облігації серії “ЕЕ” випускаються з терміном обігу 30 років і є дисконтними цінними паперами. Вони мають різну номінальну вартість — від 50 дол. до 10 тис. дол. Дохід за облігаціями цієї серії нараховується кожні півроку та сплачується при погашенні або достроковому викупі облігацій на вимогу інвестора. У цьому випадку вартість облігацій підвищується при кожному нарахуванні доходу.

⁵ Алехин Б.И., Захаров А.В. Государственные сберегательные облигации для населения // Финансы. — 2005. — № 12. — С. 51.

⁶ International Monetary Fund // World Economic Outlook Database. — April 2008. — <http://www.imf.org>.

Ощадні облігації серії “НН” є купонними цінними паперами та розміщуються за номінальною вартістю. Купонний дохід нараховується і виплачується раз на півроку. Такий дохід за ощадними облігаціями серії “НН” є фіксованим та може змінюватися кожні 10 років після розміщення облігацій. Номінальна вартість облігацій цієї серії дещо вища, ніж ощадних облігацій серії “ЕЕ”, і становить від 500 дол. до 10 тис. дол.

Ощадні облігації серії “І” випускаються з терміном обігу 30 років і є купонними облігаціями, які розміщуються за номінальною вартістю. Вони мають різну номінальну вартість — від 50 дол. до 10 тис. дол. Головна особливість ощадних облігацій цієї серії полягає в індексації доходів за ними залежно від темпів зростання інфляції. Дохід за такими облігаціями складається з двох частин: фіксованого купонного доходу та змінного купонного доходу, що дорівнює індексу інфляції за 6 місяців (публікується Бюро праці у травні та грудні кожного року)⁷.

Випуск і обіг практично всіх ощадних облігацій характеризуються такими додатковими умовами:

— дохід нараховується кожні півроку, але виплачується тільки при погашенні або достроковому викупі облігацій на вимогу інвестора. У такому випадку вартість облігацій підвищується при кожному нарахуванні доходу;

— пред’явлення ощадних облігацій для дострокового викупу протягом 5 років з моменту придбання передбачає застосування санкцій до інвестора у вигляді знижки з викупної вартості в розмірі 3-місячного доходу за облігаціями;

— протягом календарного року один інвестор має право придбати облігації на суму, що не перевищує 30 тис. доларів⁸.

У Канаді державні ощадні облігації користуються великою довірою серед населення вже понад півстоліття, демонструючи свою конкурентоспроможність на ринку залучення заощаджень населення. Їх висока ліквідність гарантується державою, а обміняти облігації на готівку та отримати фактично нараховані проценти можна вже через місяць після випуску в будь-якому банку. Ставка доходу за ощадними облігаціями гарантована, а в окремих випадках може навіть підвищуватися. Такі цінні папери є іменними, що, враховуючи ментальність населення, досить зручно, особливо для громадян середньої і старшої вікових категорій, а додатковою перевагою є можливість їх використання як застави, наприклад при отриманні банківського кредиту.

Емітуються ощадні облігації двох видів: *R-bond* — облігація з простими процентами, що виплачуються раз на рік, та *C-bond* — облігація з капіталізованими процентами, які виплачуються одноразово при погашенні. Майже мільйон громадян Канади придбали ощадні облігації за Програмою заощадження заробітку за допомоги

⁷ *Абрамов А.Е.* Новые технологии на рынке государственных ценных бумаг США // Вестник Национального депозитарного центра. — 2001. — № 1. — С. 11.

⁸ Там само.

роботодавців. Крім того, з 2000 року канадці дістали можливість придбати ошадні облігації по телефону, а згодом і через Інтернет⁹.

У Німеччині метою федерального уряду з 1960-х років було пряме розміщення урядових боргових інструментів серед приватних інвесторів шляхом емісії адміністрацією федерального боргу 5-річних спеціальних федеральних облігацій і ошадних облігацій, які випускаються терміном на 6, 7 років із щорічною виплатою процентів або з їх капіталізацією.

Власниками федеральних ошадних облігацій і спеціальних федеральних облігацій у Німеччині можуть бути виключно фізичні особи, благодійні організації та церкви. Для таких цінних паперів не існує вторинного ринку, а їх ліквідність гарантується федеральним бюджетом за умови пред'явлення облігацій до погашення не раніше, ніж через 30 днів після придбання¹⁰.

З точки зору наукового дослідження, велике практичне значення має накопичений вітчизняний досвід організації роботи з державними борговими цінними паперами, оскільки за роки радянської влади ошадні облігації були фактично єдиним видом цінних паперів у обігу на території Радянського Союзу упродовж майже 70-ти років. За 1922—1957 роки у СРСР було випущено близько шістдесяти облігаційних позик, а в 1957—1990 роках — п'ять.

На початку 1920-х років в умовах високої інфляції випускалися не тільки грошові, а й натуральні облігаційні позики (хлібна — на 30 млн пудів хліба, цукрова — на 1 млн пудів цукру). Погашення позики проводилося натурою або грошовою сумою відповідно до ринкової ціни хліба чи цукру. Щоправда, переважна частина випусків облігацій була примусовою, особливо в період 1922—1957 років. Ще в 1923-му було ухвалено рішення про реалізацію у примусовому порядку першої державної 6-процентної виграшної позики серед заможних верств населення (підрядників, комісіонерів, постачальників). Фактично лише після 1957 року облігаційні позики, поширювані серед населення за підпискою, перестали бути примусовими, а в 1970—1990 роках вони були вже ринковим інструментом, який давав змогу одержувати додатковий дохід.

Цільове призначення облігаційних позик було різноманітним: на індустріалізацію (3 позики в 1927—1929 роках), на розвиток сільського господарства (1925, 1927 роки), на військові потреби (1937-й — початок 1940-х років), на розвиток народного господарства (11 позик п'ятирічок у 1930-ті роки; 7 позик розвитку в 1950-ті роки), на відновлення народного господарства (5 позик у 1946—1950 роках). Починаючи з 1920-х випускалися державні процентні виграшні позики (9-процентна позика в 1930-му, 35-річні позики 1938, 1947, 1966 і 1982 років). Винятково важливу роль облігаційні позики відіграли в роки Великої вітчизняної війни. За офіційними даними, 15% воєнних витрат у 1941—1945 роках було покрито за рахунок саме цього джерела фінансування.

⁹ *Алехин Б.И., Захаров А.В.* Зазнач. праця. — С. 51.

¹⁰ *Там само.* — С. 52.

У 1920-х — на початку 1930-х років було випущено близько тридцяти галузевих позик (“автомобільні зобов’язання”, “велосипедні зобов’язання” та ін.), гарантованих державою. Здійснювалися випуски безпроцентних короткострокових платіжних зобов’язань із дрібним номіналом (1927), які одночасно використовувалися як засоби платежу.

Хоча розміщення більшості випусків облігаційних позик мало примусовий характер, держава намагалася максимально зацікавити громадян у придбанні речових зобов’язань шляхом надання пільг їх власникам. Наприклад, за умовами випуску “велосипедних зобов’язань”, санкціонованих постановою РНК СРСР від 26 березня 1930 року, одне таке зобов’язання коштувало 160 крб, оплачувалося в розстрочку та видавалося в разі сплати первинного внеску. Після настання встановленого терміну зобов’язання обмінювалося на велосипед. Причому термін сплати повної суми покупець визначав самостійно шляхом вибору відповідної серії зобов’язання (у даному випадку було чотири серії зобов’язань із терміном оплати 12—28 місяців). Протягом терміну дії зобов’язання на суми сплачених внесків нараховувалося 6 % річних, які зараховували при сплаті останнього внеску. У разі порушення термінів сплати внесків власникові зобов’язання поверталися раніше сплачені кошти без права придбати велосипед¹¹.

З 1938 року в СРСР у обіг почали випускатися облігації державних 3-процентних внутрішніх виграшних позик, які вільно продавалися населенню за готівку в установах Ощадного банку й користувалися великою популярністю серед населення майже до початку 1990-х років. У практиці розміщення облігацій державних позик застосовувалися різні їх види: процентні, процентно-виграшні, безпрограшні та виграшні¹².

Процес випуску й обігу державних облігацій у нашій країні регламентовано Законом України “Про цінні папери і фондовий ринок”, згідно зі ст. 10 якого облігації внутрішніх державних позик України — це державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку та підтверджують зобов’язання України щодо відшкодування пред’явникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій¹³. Згідно із зазначеним законом державні облігації можуть бути довгостроковими (понад 5 років), середньостроковими (від 1 до 5 років) та короткостроковими (до 1 року).

Державні облігації поділяються на облігації внутрішніх державних позик, облігації зовнішніх державних позик та цільові облігації внутрішніх державних позик України.

¹¹ *Ивонин Ю.Н., Гоголин Ю.А.* Каталог облигаций государственных внутренних займов СССР. — М.: Финансы и статистика, 1990. — С. 75.

¹² *Ходаківська В.П., Данілов О.Д.* Ринок фінансових послуг: Навч. посіб. — Ірпінь: Академія ДПС України, 2001. — С. 137.

¹³ Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV.

Облігації внутрішніх державних позик — це державні цінні папери, що розміщуються урядом виключно на внутрішньому фондовому ринку та підтверджують його зобов'язання перед резидентами України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

Цільові облігації внутрішніх державних позик — це облігації внутрішніх державних позик, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених законом про державний бюджет України на відповідний рік, та в межах граничного розміру державного боргу. Основним і обов'язковим реквізитом таких облігацій є зазначення передбаченого законом про держбюджет України на відповідний рік напряму використання залучених від розміщення таких облігацій коштів.

Кошти, залучені до держбюджету від розміщення цільових облігацій внутрішніх державних позик, використовуються виключно для фінансування державних або регіональних програм та інвестиційних проектів на умовах їх повернення й у обсягах, передбачених на ці цілі законом про державний бюджет України на відповідний рік. Фінансування здійснюється відповідно до кредитних договорів, що укладаються між державою в особі Міністерства фінансів та одержувачем коштів. Умови кредитних договорів повинні відповідати умовам емісії цільових облігацій внутрішніх державних позик України з обов'язковим встановленням дати обслуговування та погашення кредиту за п'ять днів до дати обслуговування й погашення таких облігацій.

Облігації зовнішніх державних позик України — це державні боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облігацій їх номінальну вартість із виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій.

Казначейські зобов'язання України є ще одним видом державних цінних паперів, які розміщуються виключно на добровільних засадах серед фізичних осіб, посвідчують факт заборгованості державного бюджету перед власниками казначейських зобов'язань, дають їм право на отримання грошового доходу та погашаються відповідно до умов розміщення. Обсяг емісії казначейських зобов'язань у сукупності з емісією державних облігацій внутрішніх державних позик, як зазначено в Законі “Про цінні папери та фондовий ринок”, не може перевищувати граничного обсягу внутрішнього державного боргу й обсягу пов'язаних із обслуговуванням державного боргу видатків, визначених законом про держбюджет України на відповідний рік.

Емісія казначейських зобов'язань є частиною бюджетного процесу, а отже не підлягає регулюванню Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Регулюванням обігу цього виду державних цінних паперів займається виключно Міністерство фінансів України. Відповідно до законодавства погашення та сплата доходу за казначейськими зобов'язаннями гарантується доходами держбюджету.

Емітентом казначейських зобов'язань є держава в особі Міністерства фінансів, яке діє на доручення Кабінету Міністрів України. Казначейські зобов'язання можуть бути іменними або на пред'явника та розміщуватися як у документарній, так і в бездокументарній формі. У разі їх розміщення в документарній формі власнику видається сертифікат, у якому зазначається вид цінного папера, найменування й місце знаходження емітента, сума платежу, дата виплати грошового доходу, дата погашення, місце, де має бути здійснено погашення, дата й місце видачі казначейського зобов'язання, серія та номер його сертифіката, підпис керівника емітента або іншої вповноваженої особи, засвідчений печаткою емітента. У сертифікаті іменного казначейського зобов'язання України, окрім того, зазначається ще ім'я власника.

Рішення про розміщення казначейських зобов'язань приймається згідно з Бюджетним кодексом України, а особливості погашення й реалізації прав за ними визначаються умовами їх розміщення. Зокрема, умови розміщення казначейських зобов'язань можуть передбачати їх погашення шляхом зменшення зобов'язань власника казначейського зобов'язання перед державним бюджетом України на вартість конкретного зобов'язання.

Порядок визначення вартості продажу казначейських зобов'язань під час їх розміщення встановлюється Міністерством фінансів України, а особливості провадження депозитарної діяльності з ними визначаються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку й Національним банком України.

З метою забезпечення оптимального функціонування ринку державних цінних паперів, зокрема державних облігацій та казначейських зобов'язань, в Україні створено відповідну інституційну інфраструктуру. Головними її елементами є Міністерство фінансів України — емітент і гарант своєчасного погашення облігацій, що діє від імені уряду та одержує кошти для фінансування бюджетного дефіциту, а також Національний банк України, який виконує обов'язки генерального агента з обслуговування випуску й погашення державних облігацій, забезпечує організаційні основи функціонування ринку державних цінних паперів, зокрема проводить аукціони, погашення, підготовку необхідних документів тощо. Згідно з Положенням про Міністерство фінансів України Міністерство фінансів на доручення Кабінету Міністрів України здійснює у встановленому порядку випуск державних цінних паперів, визначає обсяги емісії облігацій внутрішньої державної позики за термінами погашення в межах загального обсягу емісії, виступає від імені Кабінету Міністрів гарантом своєчасного погашення випущених облігацій та в межах своїх повноважень організовує виготовлення бланків цінних паперів і документів суворого обліку, затверджує нормативно-технічну документацію з цих питань тощо¹⁴.

Національний банк України бере активну участь у роботі ринку державних облігацій як дилер. Ця функція дає йому змогу, по-перше, проводити операції

¹⁴ Положення про Міністерство фінансів України, затверджене Указом Президента України від 26 серпня 1999 року № 1081/99.

з купівлі-продажу облігацій від свого імені та за власний рахунок із метою здійснення грошово-кредитної політики, а по-друге, концентрувати попит і пропозицію інвесторів на території всієї України через свої регіональні установи.

Перші державні цінні папери для населення — *облігації внутрішньої державної ощадної позики* — в Україні почали випускатися ще в 1997-му. Якщо протягом першого року обігу банки — агенти уряду — розмістили серед населення лише 21 тис. облігацій номіналом 50 грн, то тільки за червень 1999-го було розміщено понад 25 тис. облігацій. Збільшенню обсягів розміщення сприяло головним чином те, що термін погашення облігацій зменшився до одного року, а звільнений від оподаткування процентний дохід у 34 % річних на тлі загального падіння депозитних ставок банків був досить привабливим¹⁵.

Та попри зростання обсягів продажу облігацій проблема пошуку ресурсів для цільових довгострокових проектів залишалася актуальною. Тому у 2002 році Міністерство фінансів із метою розширення кола покупців державних облігацій розпочало розробку програми випуску середньо- й довгострокових боргових зобов'язань, а також запровадило нові фінансові інструменти, зокрема казначейські зобов'язання, що випускаються спеціально для населення.

Перші серії 24-місячних державних облігацій для населення, випущені 15 травня 2002 року на суму 50 млн грн, були вдало розміщені завдяки низькому рівню інфляції та стабільності фінансового ринку¹⁶. Ці боргові цінні папери на пред'явника номіналом 50 грн мали термін обігу два роки. Їх номінальна дохідність становила близько 16 %, а проценти виплачувалися щокварталу в сумі 2 грн на одну облігацію.

Ці казначейські зобов'язання продавалися через філіальну мережу Ощадбанку. Реальна ціна продажу встановлювалася на кожний конкретний день за визначеною методикою. Зокрема, ціна реалізації значною мірою залежала від рівня облікової ставки Національного банку, середньозваженої процентної ставки за депозитами банків і середньозваженої дохідності державних облігацій на первинному ринку. На момент розміщення середня дохідність облігацій на первинному ринку становила приблизно 16 %.

Загалом Міністерство фінансів України мало намір випустити таких облігацій на 400 млн грн. Увесь випуск планувалося розбити на вісім серій (серії А—Н) по 50 млн грн кожна. Особливість цих зобов'язань полягала в тому, що уряд окрім повернення боргу й виплати процентів обіцяв звільнити доходи за цими облігаціями від оподаткування¹⁷. У кінцевому підсумку загальна вартість угод сягнула 556,13 млн грн.

¹⁵ Кошовий Д. Мінфін хоче повернути собі довіру інвесторів // Галицькі контракти. — 2002. — № 11. — С. 12.

¹⁶ Місячний економічний моніторинг України / ІЕДПК. — 2002. — № 7 (21). — С. 3.

¹⁷ Про реформування системи компенсацій знецінених грошових заощаджень громадян України по вкладах Ощадного банку України та Укрдержстраху: Проект Закону України від 24.03.1999 № 3153; Про випуск казначейських зобов'язань серії А: Наказ Міністерства фінансів України від 18.03.2002 № 184.

Отже, за результатами дослідження до позитивних наслідків перших кроків держави із залучення заощаджень населення шляхом випуску облігацій можна віднести:

- початок ефективної роботи із залучення фінансових ресурсів населення, яке в розвинутих країнах є основним інвестором розвитку економіки;
- забезпечення прозорого формування доходності державних цінних паперів;
- запровадження зручних для населення умов інвестування, зокрема оптимального на той час номіналу, процентних ставок, умов придбання й погашення.

Разом із тим слід вказати й на певні недоліки, а саме:

- відсутність підтримки урядом вторинного ринку облігацій;
- недосконалість механізму захисту облігаційних доходів від інфляції;
- недостатній рівень інформування й заохочення населення;
- короткий термін обігу облігацій тощо.

З 2003 року випуск облігацій внутрішньої державної позики для населення було припинено. Надалі робилися спроби реанімувати ідею їх випуску, але вони не дали результату. Так, до Верховної Ради України було внесено законопроект, що передбачав уведення в обіг окремого типу цінних паперів на пред'явника — компенсаційних ощадних облігацій, які планувалося видавати в рахунок погашення заборгованості держави за вкладами населення в державні банківські установи. Згідно з цим законопроектом компенсаційні ощадні облігації мали видаватися кожному вкладникові державних банківських установ відповідно до суми його грошових заощаджень на банківських рахунках. Таким чином передбачалося забезпечити юридичне оформлення взаємовідносин держави і вкладника, коли держава бере на себе чітко визначені зобов'язання, які виконуватимуться в міру підвищення фінансової спроможності вітчизняної економіки.

Зауважимо, що в разі запровадження “облігаційної” схеми погашення заборгованості громадяни могли б отримати інформацію щодо термінів, у межах яких вони одержать грошові кошти в рахунок погашення заборгованості. Уряд мав би час для стабілізації ситуації з погашенням заборгованості та можливість сконцентрувати зусилля в цьому напрямку, аби звести до мінімуму неминучий інфляційний сплеск¹⁸.

Підсумовуючи викладене, зазначимо: незважаючи на невеликий досвід залучення заощаджень населення до економіки України за часи незалежності, потреба у використанні такого фінансового інструмента є, що підтверджується позитивним досвідом багатьох країн світу з різними типами економіки й рівнем економічного розвитку.

Дослідження показало, що в Україні аналогом ощадних облігацій як державних цінних паперів для населення можуть бути казначейські зобов'язання.

¹⁸ Про реформування системи компенсацій знецінених грошових заощаджень громадян України по вкладах до Ощадного банку України та Укрдержстраху: Проект Закону України від 24.03.1999 № 3153.

Враховуючи вітчизняний і зарубіжний досвід залучення державою фінансових ресурсів населення, вважаємо за доцільне з метою фінансування розвитку економіки рекомендувати випуск та розміщення серед фізичних осіб казначейських зобов'язань України.

Для прикладу розглянемо можливість забезпечення фінансування будівництва й реконструкції крупного підприємства атомної енергетики, відповідно до Енергетичної стратегії України на період до 2030 року, за рахунок випуску й розміщення серед населення казначейських зобов'язань. За попередніми висновками фахівців ДП НАЕК “Енергоатом”, на будівництво й реконструкцію зазначеного підприємства, з урахуванням ступеня готовності, потрібно 8,17 млрд грн, а для початку будівництва першої черги — 5 млрд грн. Якраз стільки пропонується залучити на основі емісії державних цінних паперів¹⁹.

Виходячи із зазначених умов і враховуючи вітчизняне законодавство, нами розроблено принципову схему реалізації поставленого завдання (рис.) та запропоновано таку послідовність дій усіх суб'єктів даного процесу.

1. Казначейські зобов'язання України випускаються на суму 5 млрд грн як іменні зобов'язання в документарній формі та розміщуються серед населення виключно на добровільних засадах.

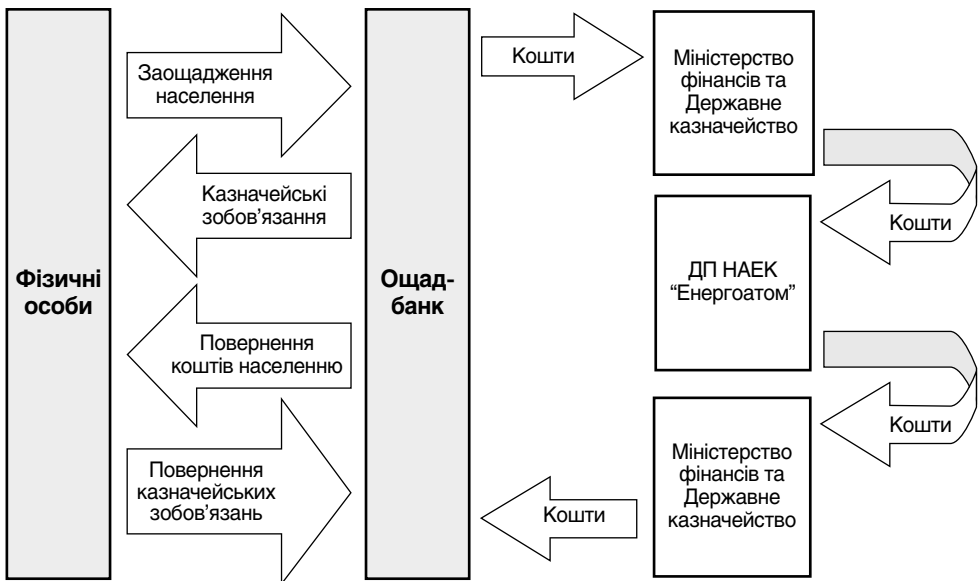


Рис. Схема емісії та обігу казначейських зобов'язань України для фінансування будівництва й реконструкції підприємства атомної енергетики ДП НАЕК “Енергоатом”

¹⁹ Енергетична стратегія України на період до 2030 року: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 15.03.2006 № 145-р.

2. Номінальна вартість казначейських зобов'язань становить 250 грн, а термін обігу — 60 місяців від дня випуску. Казначейські зобов'язання розміщуються виключно за номіналом.

3. Казначейські зобов'язання за встановленою Міністерством фінансів України формою випускаються п'ятьма серіями: А, В, С, D, Е; обсяг випуску кожної з яких за номіналом становить 1000 млн грн.

4. Казначейські зобов'язання кожної наступної серії розміщуються лише після продажу зобов'язань попередньої серії.

5. Купонний період становить один рік, а тому казначейські зобов'язання мають 5 купонів, розмір виграшу за кожним із яких — 25 грн, виходячи із процентної ставки 10 % річних.

6. Казначейські зобов'язання за бажанням покупця можуть бути придбані за готівкові або безготівкові кошти. Погашення та/або виплата виграшу за бажанням власника теж здійснюється в готівковій або безготівковій формі шляхом зарахування коштів на рахунок, зазначений держателем казначейських зобов'язань.

7. Придбання, виплата виграшу й погашення казначейських зобов'язань здійснюються виключно в національній валюті.

8. Погашення казначейських зобов'язань та/або виплата доходу за ними здійснюється починаючи з другого робочого дня, що настає після закінчення терміну обігу казначейських зобов'язань та/або купонного періоду.

9. Під час погашення казначейських зобов'язань їх держателям виплачується номінальна вартість і дохід за останнім купоном. Дохід фізичних осіб за купоном не підлягає оподаткуванню.

10. Казначейські зобов'язання можуть бути погашені достроково. Купони, відокремлені від казначейських зобов'язань, не дають права на отримання виграшу. Під час дострокового погашення казначейських зобов'язань купонний дохід за неповний купонний період на сплачується.

11. Доставка, інкасація, обслуговування обігу, погашення та знищення казначейських зобов'язань здійснюються на договірних засадах уповноваженими установами (банками), визначеними Кабінетом Міністрів України окремим рішенням (наприклад, установами Ощадбанку) або на конкурсних засадах. Під час виконання функцій генерального агента уряду з розміщення казначейських зобов'язань уповноважена установа відповідно до законодавства може дістати право залучати до їх розміщення інших торговців цінними паперами, уклавши з ними відповідні угоди.

12. Виплати виграшу та погашення казначейських зобов'язань здійснюються вповноваженою установою лише за рахунок коштів, що надходять від Державного казначейства, яке, у свою чергу, отримує їх від ДП НАЕК “Енергоатом” як процентні виплати за кредитом.

13. У разі продажу казначейських зобов'язань уповноважена установа не пізніше трьох днів після початку продажу перераховує отримані кошти на окремий рахунок Державного казначейства.

14. Для розрахунків за казначейськими зобов'язаннями (виплати доходу та погашення казначейських зобов'язань) ДП НАЕК “Енергоатом” перераховує кошти Державному казначейству, яке, у свою чергу, перераховує їх на кореспондентський рахунок уповноваженого банку в Національному банку України не пізніше останнього робочого дня відповідного купонного періоду або терміну обігу казначейських зобов'язань у межах сум, потрібних для повного погашення відповідної серії цінних паперів.

15. Усі витрати на повернення й обслуговування казначейських зобов'язань ДП НАЕК “Енергоатом” здійснює виключно за рахунок прибутків, одержаних від власної операційної діяльності.

16. З метою підвищення привабливості цінних паперів та їх захисту від інфляції умови випуску можуть передбачати індексацію одержуваного купонного доходу на рівень інфляції.

У розвинутих країнах, де добре налагоджена робота з державними облігаційними позиками, з метою інформування та стимулювання населення розробляються спеціальні інформаційні (рекламні) програми, які набувають національного значення. Тільки за такого ґрунтовного підходу до проблеми використання державою заощаджень населення на основі випуску й розміщення облігацій державних позик можна реалізувати їх позитивний вплив на інвестиційний клімат країни.

З метою забезпечення високої ліквідності таких цінних паперів, на нашу думку, необхідно також розробити й запровадити механізм гарантування дострокового погашення казначейських зобов'язань на вимогу держателя. Це можуть бути зобов'язання Міністерства фінансів України щодо дострокового викупу таких цінних паперів за рахунок коштів держбюджету з наступною компенсацією коштів із рахунків підприємства, яке використовувало залучені таким чином кошти (у нашому прикладі — ДП НАЕК “Енергоатом”). У разі пред'явлення казначейських зобов'язань для дострокового викупу може бути передбачено застосування до інвестора санкцій, приміром у розмірі повної суми чи певної частини річного купонного доходу за казначейським зобов'язанням.

Запровадження запропонованої схеми випуску й реалізації казначейських зобов'язань України, на наш погляд, надасть населенню новий надійний об'єкт інвестицій, держава отримає надійного кредитора, а бюджет і відповідна галузь економіки — довгострокові фінансові ресурси. При цьому єдиною гарантією ефективного інвестування отриманих ресурсів може бути витнятковий цільовий характер використання коштів і самоокупність фінансованого проекту. Тому до залучення фінансових ресурсів Кабінетом Міністрів України обов'язково має бути розроблено й публічно представлено проспект емісії державних облігацій і проект цільового використання залучених таким чином ресурсів для конкретного інноваційно-інвестиційного проекту чи певної програми економічного розвитку.