

**Приказюк Н.В.,**

кандидат економічних наук,  
асистент кафедри фінансів,  
грошового обігу та кредиту  
Київського національного університету  
імені Тараса Шевченка

**Моташко Т.П.,**

аспірант кафедри фінансів,  
грошового обігу та кредиту  
Київського національного університету  
імені Тараса Шевченка

## **РИНОК ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: СВІТОВИЙ ДОСВІД ТА ВІТЧИЗНЯНІ РЕАЛІЇ**

*Досліджено теоретичні й практичні аспекти функціонування ринку державних цінних паперів, розглянуто зарубіжний досвід їх випуску та обігу. Розроблено рекомендації щодо активізації ринку державних цінних паперів в Україні.*

*Theoretical and practical aspects of functioning the market of state securities are investigated. Foreign experience of issue and circulation of state securities is considered. Proposals that may enhance market of state securities in Ukraine are developed.*

Ринок державних цінних паперів – важливий сегмент економіки будь-якої країни. За ринкової системи господарювання державні цінні папери можуть стати дійовим інструментом, здатним позитивно впливати на інвестиційні процеси в країні. З одного боку, за умови спрямування коштів, залучених у результаті випуску державних цінних паперів, на інноваційно-інвестиційні цілі може відбуватися фінансування новітніх пріоритетних проектів, що, у свою чергу, сприятиме забезпеченню економічного зростання держави. З другого, за умови стабільної економічної ситуації в країні державні цінні папери виступають привабливим інвестиційним інструментом, який надає можливість приватним інвесторам тримати кошти в низькоризикових і високоліквідних активах, які приносять стабільний дохід, а великим інституційним інвесторам – збалансовувати свої портфелі. Разом із тим державні цінні папери слугують орієнтиром для визначення дохідності по інших фінансових інструментах. Крім того, використання державних цінних паперів для фінансування соціальних видатків державного бюджету в короткостроковому періоді надає можливість управляти макроекономічною ситуацією за рахунок збільшення попиту на товари і послуги в країні. Отже, розвиток ринку державних цінних паперів за рахунок випуску тих, які відповідали б інвестиційним характеристикам певних інструментів високорозвиннутих країн, повинен стати важливим напрямом фінансової політики України.

Дослідженню ряду питань теорії і практики функціонування ринку державних цінних паперів та окремих фінансових інструментів присвячено праці таких

українських і зарубіжних учених-економістів, як А. Сміт, А. Вагнер, Дж.М. Кейнс, А. Лернер, В. Муратов, Дж. Сакс, О. Барановський, Т. Вахненко, В. Козюк, Г. Кучер, І. Лютий, Л. Новосад та ін. Однак, ураховуючи всі ґрунтовні наукові напрацювання в даній сфері, слід зазначити, що на сьогодні існує потреба в подальшому дослідженні національного ринку державних цінних паперів, розробці заходів, що сприятимуть формуванню цивілізованого ринку державних цінних паперів і випуску фінансових інструментів з високими інвестиційними характеристиками.

Метою статті є дослідження зарубіжного та вітчизняного досвіду функціонування ринку державних цінних паперів, виявлення проблем та окреслення перспектив його розвитку в Україні.

Ринок державних цінних паперів являє собою важливу складову фінансового ринку будь-якої країни. Уряди розвинутих країн використовують випуск державних цінних паперів як неемісійне джерело для фінансування дефіциту бюджету. Для кожної країни характерна своя специфіка емісії та розповсюдження державних цінних паперів, зумовлена особливостями історичного й економічного розвитку країни та ринку позикових капіталів. У цілому державні цінні папери — це такі цінні папери, ініціатором емісії яких виступає держава; вони можуть використовуватися з метою збалансування видаткової й дохідної частин бюджету або реалізації інвестиційних цілей.

На практиці існують різні види державних цінних паперів. Так, залежно від місця розміщення їх поділяють на внутрішні та зовнішні<sup>1</sup>. Однак у більшості країн провідну роль у загальній структурі державного боргу відіграють внутрішні державні цінні папери, які не становлять загрози їх економічній незалежності. Слід зазначити, що саме внутрішні боргові зобов'язання країни не несуть для неї такої небезпеки, як зовнішні, адже, залучаючи кошти на зовнішньому ринку, позичальник досить часто зазнає ризику втрати фінансової незалежності. Крім того, розвинутий внутрішній ринок державних цінних паперів дозволяє використовувати вільні кошти фізичних осіб та інших суб'єктів господарювання як одне з джерел інвестиційних ресурсів.

Досить важливим є поділ державних цінних паперів на ринкові та неринкові. Ринкові цінні папери вільно продаються і купуються, а тому є основними при фінансуванні бюджетного дефіциту. А неринкові, навпаки, — не можуть вільно змінювати свого власника і випускаються державою, як правило, з метою залучення окремих інвесторів. Саме такі цінні папери використовуються урядами розвинутих країн для мобілізації ресурсів страхових компаній і недержавних пенсійних фондів. Їх випуск засвідчив свою дієвість, отже, на нашу думку, доцільним є детальне дослідження існуючої практики та впровадження позитивного досвіду в Україні.

З метою залучення коштів на інвестиційні цілі для держави пріоритет залишається за випуском довгострокових державних цінних паперів. Залежно від

---

<sup>1</sup> Фінансы / Под ред. проф. Л.А. Дробозиной. — М.: ЮНИТИ, 2002. — 527 с.

термінів обігу їх у цілому поділяють на короткострокові (поточні, як правило, до 1 року), середньострокові (від 1 до 5 років) і довгострокові (понад 5 років). Однак і довгострокові державні цінні папери можуть бути погашені до обумовленого терміну, оскільки, залежно від обов'язку позичальника дотримуватися строків погашення позики, виділяють позики з правом дострокового погашення й без такого права.

З огляду на те, які інвестори купують державні цінні папери, виділяють цінні папери, розміщені серед населення, серед юридичних осіб, й такі, що розміщені як серед населення, так і серед юридичних осіб (універсальні державні цінні папери)<sup>2</sup>.

Важливим моментом для інвестора є дохідність державних цінних паперів. Так, вони можуть бути процентними (власники отримують дохід із розрахунку певних, як правило фіксованих, річних процентів), безпроцентними, чи дисконтними (реалізуються за ціною, нижчою від їх номінальної вартості), виграшними (реалізуються без встановлення фіксованих процентів (власники отримують дохід за умови включення даного номера облігації до виграшного тиражу погашення), безпрограшними (випускаються з умовою, що протягом терміну дії державної позики виграшними будуть усі облігації), з нульовим купоном (не передбачають виплати прибутку, однак гарантують одержання товару, на який не задовольняється попит на ринку).

Загальна класифікація державних цінних паперів наведена на рис. 1.

За нормального функціонування фінансового ринку країни державним цінним паперам притаманні висока ліквідність та низька ризиковість, однак досить часто ці характеристики не дотримуються. Не виняток і державні цінні папери нашої країни.

Світовий ринок внутрішніх державних запозичень представлений різноманітними інструментами і характеризується певними особливостями (табл. 1). Зокрема, заслуговують на увагу “золотообрізні цінні папери” Великобританії — гілтс, які характеризуються значним терміном обігу (до 50 років).

Загальне уявлення про розвиток внутрішнього ринку боргових цінних паперів провідних країн світу і частку на ньому державного сектору надають дані табл. 2.

Також про місткість внутрішнього ринку державних облігацій свідчить співвідношення суми емітованих державних цінних паперів і ВВП. Так, на ринках Аргентини, Гонконгу, Росії це співвідношення нижче 10%; у Китаї, Кореї та Мексиці його значення становить близько 20%. У таких країнах, як Бразилія, Чехія, Канада, Німеччина, Угорщина, Індія, Малайзія, Польща, Іспанія, Швеція, Швейцарія, Великобританія і США, ці співвідношення перебувають у діапазоні від 1/3 до 2/3 національних ВВП. В Італії обсяг ринку державних цінних паперів трохи

---

<sup>2</sup> Шуляк П.Н., Белотелова Н.П. Финансы. — М.: Издательско-торговая корпорация “Дашков и К”, 2002. — 456 с.

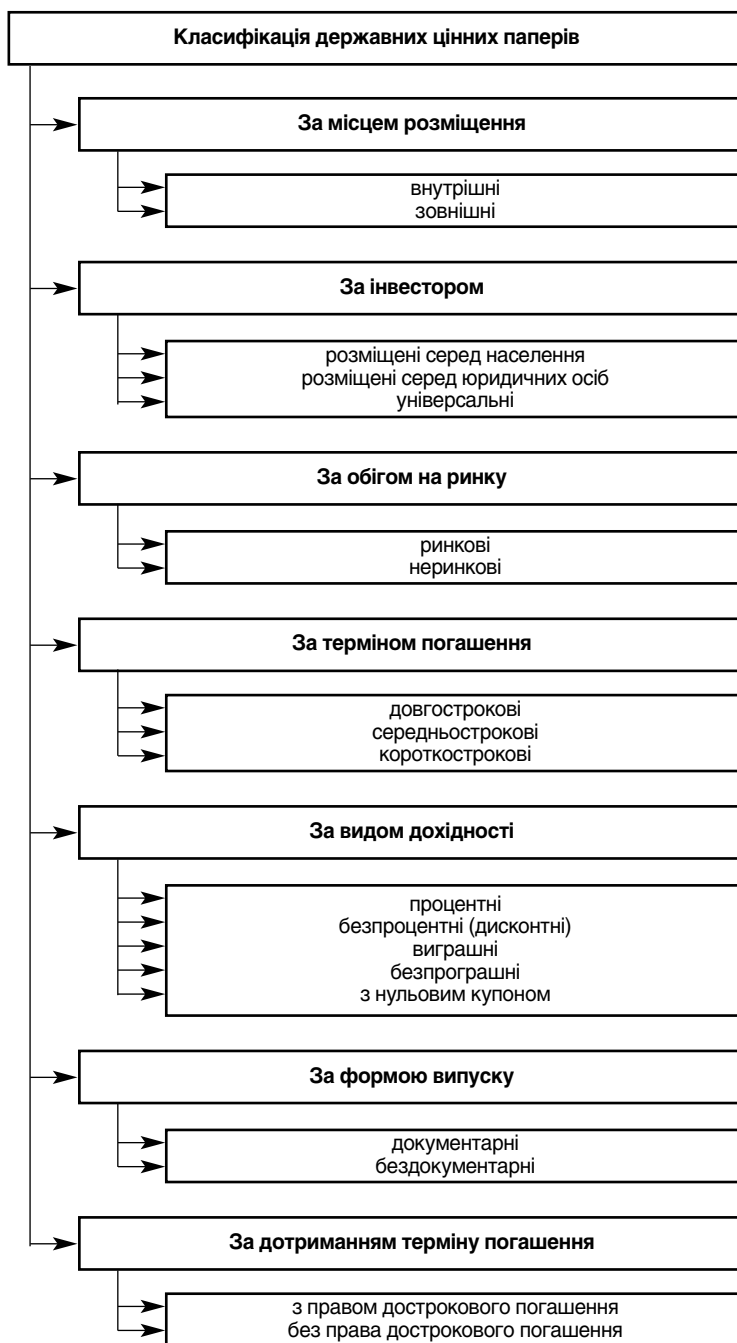


Рис. 1. Класифікація державних цінних паперів

Таблиця 1. Види внутрішніх державних цінних паперів країн — членів ЄС

Країна	Інструмент внутрішнього ринку запозичень
Франція	Короткострокові дисконтні інструменти (BTF; на 13, 26 і 52 тижні) та надкороткі облигації (на 4—7 тижнів)
	Середньострокові процентні облигації (BTAN; від 2 до 5 років)
	Довгострокові процентні облигації (OAT; від 7 до 30 років)
ФРН	Середньострокові облигації (Bobl (Bundesobligationen); на 5 років) — процентні папери з фіксованою процентною ставкою
	Довгострокові облигації (Bund (Bundesanleihen); на 10 років). Виплата доходу відбувається один раз на рік за фіксованою процентною ставкою
Португалія	Державні (урядові) бонди з фіксованою процентною ставкою
	Казначейські векселі
Великобританія	Гілти (gilts) — “золотообрізнi цінні папери” (від 1 до 50 років). Уряд емітує два основних типи цінних паперів гілти: договірні та індексовані
	Казначейські векселі — це короткострокові боргові зобов’язання (до 12 місяців), які під час емісії мають термін погашення 1, 3 або 6 місяців

Джерело: складено авторами на основі даних офіційного сайту Рахункової палати України. — <http://www.ac-rada.gov.ua>.

Таблиця 2. Внутрішні ринки боргових цінних паперів країн світу (станом на кінець 2007 року)

Країна	Усі емітенти, млрд дол.	уряди		Фінансові інститути		корпоративний сектор	
		млрд дол.	%	млрд дол.	%	млрд дол.	%
Австралія	649,8	117,7	18,1	487,0	74,9	45,1	6,9
Бразилія	900,2	658,8	73,2	234,5	26,0	6,9	0,8
Канада	1134,1	717,3	63,2	284,1	25,1	132,7	11,7
Китай	1528,7	1042,0	68,2	400,3	26,2	86,4	5,7
Франція	2652,6	1377,1	51,9	983,6	37,1	292,0	11,0
Німеччина	2457,8	1312,0	53,4	974,2	39,6	171,6	7,0
Італія	2942,0	1746,2	59,4	852,0	29,0	343,9	11,7
Японія	8706,7	7034,1	80,8	969,6	11,1	703,0	8,1
Мексика	330,2	185,6	56,2	117,7	35,6	26,9	8,1
Нідерланди	878,8	309,2	35,2	499,3	56,8	70,3	8,0
Польща	144,9	144,9	100,0	—	0,0	—	0,0
Португалія	207,8	119,2	57,4	49,5	23,8	39,1	18,8
Південна Корея	1118,8	476,2	42,6	373,1	33,3	269,5	24,1
Іспанія	1532,3	492,1	32,1	578,9	37,8	461,3	30,1
Швеція	367,0	139,5	38,0	190,0	51,8	37,5	10,2
Великобританія	1354,2	901,0	66,5	429,7	31,7	23,5	1,7
США	23 899,5	6480,8	27,1	14 499,9	60,7	2918,8	12,2
Інші країни	4584,0	2947,0	64,3	1129,9	24,6	506,9	11,1
Разом	55 389,4	26 200,7	47,3	23 053,3	41,6	6135,4	11,1

Джерела: складено авторами на основі даних сайту Bank for International Settlements. — <http://www.bis.org>.

менший від ВВП (92,4 %), а в Японії — навіть значно перевищує його розмір (142,2 %)³. В Україні дане співвідношення є незначним.

Загалом у вітчизняній практиці внутрішні державні цінні папери випускаються у вигляді казначейських зобов'язань (векселів) та облігацій з такими строками обігу: короткострокові — до 1 року, середньострокові — від 1 до 5 років і довгострокові — 5 і більше років.

Казначейські зобов'язання (векселі) — це боргові зобов'язання, що спрямовуються на покриття бюджетного дефіциту з виплатою доходів у формі процента. Як правило, ними оформлюються короткострокові позики (іноді середньострокові — казначейські ноти). Казначейські зобов'язання відрізняються від облігацій цілями випуску, формою виплати доходу і вільним обігом.

Облігації державних позик символізують державне боргове зобов'язання і надають їх власникам право після закінчення визначеного терміну одержати назад суму боргу і проценти. Облігації внутрішніх державних позик України (ОВДП) — 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 розміщення⁴.

При цьому найбільшого поширення набувають ОВДП із середньостроковим терміном обігу, що в основному мають на меті покриття касових розривів та фінансування дефіциту держбюджету. Однак у сучасній економіці роль ринку внутрішніх державних запозичень зводиться до засобу фінансування не тільки бюджетного дефіциту, а й економічного розвитку держави. Уряд може залучати кошти під великі суспільно необхідні й водночас рентабельні інвестиційні проекти. Але для цього потрібна ефективно діюча структура, яка здійснювала б оцінку та відбір таких проектів. На жаль, сьогодні в Україні не створено необхідних умов для успішної реалізації зазначеної практики.

У розвинутих країнах державні цінні папери завдяки їхній безризиковості є привабливим фінансовим інструментом. А в Україні, хоча їм і присвоєно нульовий рівень ризику (згідно з Інструкцією про порядок урегулювання діяльності банків в Україні⁵), фактично вони є ризиковими інвестиційними інструментами.

Таким чином, щоб бути привабливими для інвесторів, державні цінні папери повинні мати відповідну прибутковість. Як свідчить практика, в Україні їх номінальна дохідність є досить високою, але якщо проаналізувати їхню реальну прибутковість (виходячи з рівня інфляції), то побачимо, що ситуація не зовсім втішна (табл. 3).

---

<sup>3</sup> Стахович Л.В., Рыжаская Л.Ю. Необходимость и сущность управления государственным внутренним долгом // Финансы и кредит. — 2006. — № 15. — С. 56—63.

<sup>4</sup> Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 № 3480-IV. — <http://www.rada.gov.ua>.

<sup>5</sup> Затверджена постановою Правління Національного банку України від 28.08.2001 № 368.

Таблиця 3. Агреговані річні історичні дані щодо розміщення ОВДП на первинному ринку

Рік	Кількість проведених аукціонів	Кількість розміщених облігацій, тис. од.	Сума коштів, залучених до бюджету, млн грн	Дохідність (середньозважена), %	Середньорічна інфляція, %
1995	28	294,0	304,0	85,59	376,7
1996	285	31 474,1	3062,9	70,93	80,3
1997	591	105 087,6	8321,8	32,76	16,7
1998	539	117 152,9	8164,3	54,83	10,5
1999	141	46 845,8	3841,8	27,51	22,8
2000	87	20 388,7	1892,1	20,49	28,2
2001	120	1271,1	1190,1	15,68	12,3
2002	152	2947,9	2848,6	10,81	0,8
2003	172	1189,2	1161,3	9,75	5,2
2004	102	2224,3	2203,8	11,24	9,0
2005	25	6898,8	7153,4	7,25	11,0
2006	37	1582,4	1597,6	9,26	13,0
2007	28	3573,0	3622,9	6,71	16,6

Джерела: складено авторами на основі даних Національного банку України (<http://www.bank.gov.ua>) і Міністерства фінансів України (<http://www.minfin.gov.ua>).

Так, у період бурхливого розвитку ринку ОВДП реальні ставки дохідності були занадто високими, що, з одного боку, сприяло залученню досить великих коштів від нерезидентів, а з другого — призвело до величезного навантаження на бюджет у вигляді витрат на обслуговування боргу за ОВДП. Однак в останні роки спостерігається протилежна ситуація: дохідність ОВДП є досить низькою, часом — навіть нижчою за рівень інфляції (рис. 2).

Для того щоб внутрішній ринок державних запозичень ефективно функціонував, необхідно створити відповідну структуру його учасників, зокрема інституціональних інвесторів (страхові компанії, банківські установи, пенсійні фонди, інститути спільного інвестування). Адже державні цінні папери, що характеризуються високою ліквідністю та низькою ризикованістю, виступають привабливим інструментом інвестування активів недержавних пенсійних фондів та страхових компаній багатьох країн світу. Так, наприклад, у Болгарії та Чехії, частка державних цінних паперів у загальній структурі активів недержавних пенсійних фондів становить близько 50 %, в Угорщині — більше 70 %, а в Україні — лише 1,1 % при ліміті 50 %. Частка ОВДП у загальній структурі цінних паперів ІСІ дорівнює близько 1 %, що також є незадовільним<sup>6</sup>.

Таким чином, низька дохідність та нерозвинутість відповідного інституційного середовища стримують розвиток внутрішнього ринку державних запозичень

<sup>6</sup> <http://www.dfp.gov.ua>.

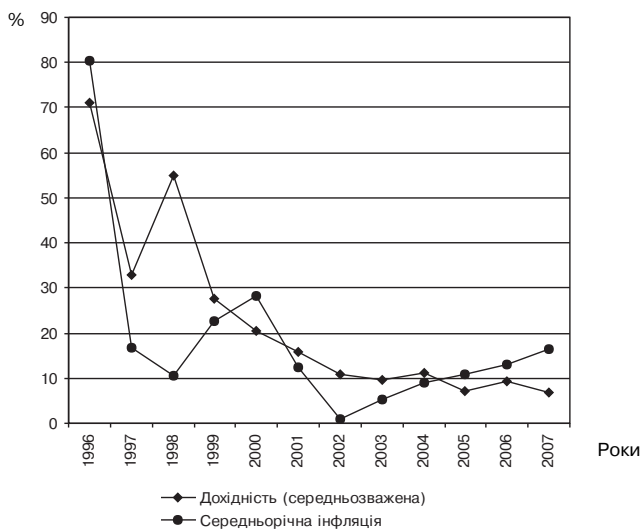


Рис. 2. Динаміка дохідності ОВДП та середньорічного рівня інфляції

України. Крім того, величезні потенційні можливості для розвитку фінансового ринку є у населення, адже у країнах з розвинутою ринковою економікою чверть національних заощаджень формується саме за рахунок коштів громадян. 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 на державні боргові зобов'язання. Так, досить важливу роль у системі підтримки національних заощаджень і створенні умов для вкладання коштів громадян у державні облігації мають спеціальні урядові програми ("New Canada Savings Bonds Program", Канада; "Easy Saver", США), які дають можливість власникам малого та середнього бізнесу організувати заощадження найманих працівників<sup>7</sup>.

Підвищити рівень залучення коштів населення на придбання державних цінних паперів можна, використовуючи стимулюючий вплив податків: доцільно звільнити повністю, або на певний період від сплати податків, запровадити спеціальні умови оподаткування. Дієвість податкового стимулювання підтверджено позитивним досвідом США та Великобританії.

В Україні участь фізичних осіб в інвестиційних процесах характеризується гранично низьким рівнем, що є наслідком недовіри населення до суб'єктів фінансового ринку і держави в цілому, а також негативного досвіду, одержаного в роки функціонування командно-адміністративної економіки. Саме тому першочерговим завданням у цьому напрямі є відновлення довіри населення до держави і

<sup>7</sup> Смоляр Ю. Зарубіжний досвід використання державних цінних паперів для підтримки національних заощаджень // Наукові праці НДФІ. — 2002. — № 2 (17). — С. 88—95.



розробка нових видів державних цінних паперів для задоволення потреб різних груп інвесторів. Крім того, такі цінні папери можуть стати джерелом фінансування певних програм, які відповідали б напрямам використання залучених коштів (медичне забезпечення, розвиток бізнесу та здобуття вищої освіти, соціальні перетворення).

Проаналізувавши зарубіжний досвід у сфері обігу державних цінних паперів і ситуацію на українському ринку цих інструментів, слід зазначити, що на сьогодні без вжиття дійових заходів з боку держави активізація даного ринку неможлива. Удосконалення та розвиток ринку державних цінних паперів України потребують розробки і запровадження цілісної стратегії, яка поєднуватиме завдання вдосконалення нормативно-правового та інституційного забезпечення політики державних запозичень, інструменти радикального підвищення ефективності інвестиційної складової бюджетних видатків. Розвиток інструментарію урядових позик для підтримки індивідуальних заощаджень і створення відповідної інфраструктури, — надійної та доступної для громадян, — мають стати ключовими напрямами державної економічної політики.