

УДК 336.763

О. І. Петренко,

к. е. н., доцент кафедри перевезень і маркетингу, Київська державна академія водного транспорту ім. гетьмана Петра Конашевича-Сагайдачного, м. Київ

РИНОК ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ЗАКОНОМІРНОСТІ, ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ

O. Petrenko,

candidate of Economic Sciences, docent of department of transportation and marketing,
Kyiv State Academy of Water Transport named of hetman Peter Konashevich-Sagaidachny

MARKET OF THE STATE SECURITIES: REGULARITIES, PROBLEMS AND PROSPECTS

Проаналізовано закономірності функціонування сучасного ринку державних цінних паперів, виділено проблеми існування внутрішнього ринку державних цінних паперів та визначено заходи для їх усунення та можливі перспективи розвитку.

Analyzed regularity of functioning of the modern market of the state securities, allocated problems of existence of a domestic market of the state securities and actions for their elimination and possible prospects of development are defined.

Ключові слова: ринок державних цінних паперів, внутрішній ринок державних цінних паперів, облигації внутрішніх державних позик, облигації зовнішніх державних позик, казначейські зобов'язання, цільові облигації внутрішніх державних позик, приватизаційні папери.

Key words: market of the state securities, domestic market of the state securities, bonds of domestic state loans, bonds of external state loans, treasury obligations, target bonds of domestic state loans, privatization papers.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

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. 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 Україні [16].

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Дослідженням проблем функціонування ринків державних запозичень займалися у своїх працях багато вітчизняних та закордонних економістів, зокрема: О. Барановський, Т. Вахненко, О. Гаврилюк, В. Ільченко, Г. Кучер, І. Лютий, С. Марченко, О. Мозговий, Н. Приказнюк, Р. Рак, С. Брю, Дж. Кейнс, К. Макконелл, Г. Марковіц, Ф. Модільяні, Дж. Стігліц, Дж. Хікс тощо.

НЕ ВИРІШЕНА РАНІШЕ ЧАСТИНА ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ

Водночас в умовах ринку, який динамічно розвивається, виникає потреба в більш детальних дослідженнях сучасного вітчизняного ринку державних цінних паперів та визначені напрямів його розвитку з урахуванням зарубіжного досвіду.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Проаналізувати закономірності функціонування ринку державних цінних паперів, визначити нагальні пробле-

ми існування внутрішнього ринку державних цінних паперів, запропонувати заходи для їх усунення з урахуванням зарубіжного досвіду, а також розглянути можливі перспективи розвитку державного ринку цінних паперів України в цілому.

ВИКЛАДЕННЯ ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Ринок цінних паперів України виступає однією з найважливіших складових української економіки, яка є показником розвитку не тільки ринку капіталу, а й всієї фінансової системи. Світова практика свідчить, що державні цінні папери вважаються найліквіднішим і найнадійнішим видом капіталовкладень, який приваблює корпорації та населення. Подібно до компаній уряд може залучати кошти за рахунок продажу різних видів цінних паперів інвесторам. Головне завдання ринку є оптимальне забезпечення потреб державного бюджету [16].

Зрозуміло, що частину необхідних коштів держава могла б взяти у формі кредиту у Центрального банку, який завжди володіє певними резервними фінансовими ресурсами. Однак така форма кредитування ніколи не практикується, оскільки це зменшило б фонди кредиту Центрального банку як основного кредитора комерційних банків. А комерційні банки безпосередньо фінансують економіку країни та її соціальну сферу, тому зменшення потоку кредитування економіки країни негативно впливає на процес насичення передусім внутрішнього ринку необхідними товарами. Законодавство деяких країн, наприклад Данії, взагалі забороняє державі брати кредити у Національного банку [8].

Попри те, що сьогодні в Україні ринок цінних паперів все ще перебуває на стадії розвитку та не повною мірою виконує свою головну функцію — створення фінансового механізму для залучення інвестицій та перерозподілу капіталу, але держава останнім часом почала нарощува-

ти темпи випуску та обігу державних цінних паперів. Основними причинами, якими керується держава при випуску державних цінних паперів, можуть бути: 1) фінансування бюджету; 2) розрахунки за існуючими борговими зобов'язаннями; 3) створення передумов розвитку фінансових ринків через випуск еталонних інструментів [11]; 4) регулювання грошової маси в обігу; 5) згладжування нерівномірного надходження податкових платежів; 6) забезпечення комерційних банків ліквідними цінними паперами [16].

Державні цінні папери — це державні зобов'язання, що випускаються в документарній формі або електронних формах центральним урядом, місцевими органами влади і окремими державними підприємствами з метою розміщення позик і мобілізації грошових ресурсів у відповідні бюджети [4].

В Україні існують наступні види державних цінних паперів:

- 1) облігації внутрішніх державних позик України (ОВДП);
- 2) облігації зовнішніх державних позик України (ОЗДП);
- 3) цільові облігації внутрішніх державних позик України (ЦОВДП);
- 4) казначейські зобов'язання України (КЗ);
- 5) приватизаційні папери.

Цільові облігації внутрішніх державних позик, казначейські зобов'язання, приватизаційні папери в Україні 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, при цьому найпоширенішим видом державних цінних паперів є облігації внутрішніх державних позик, що в основному мають на меті покриття касових розривів та фінансування дефіциту держбюджету [16].

У свою чергу, значну перевагу ОВДП можна також пояснити тим, що внутрішні боргові зобов'язання не несуть для держави такої небезпеки щодо втрати фінансової незалежності, як зовнішні позик. Крім того, розвинений внутрішній ринок державних цінних паперів дозволяє використовувати кошти фізичних осіб та інших суб'єктів господарювання як джерело ресурсного забезпечення інвестиційної діяльності [12].

Причому, досвід США та інших країн показує, що чим більша можливість держави розміщати нові випуски державних облігацій за допомогою позик у приватних інвесторів і небанківських фінансових інститутів, тим слабкіше інфляційні ефекти. Купівля державних зобов'язань приватними чи небанківськими інвесторами (а, отже, і можливий продаж державних зобов'язань) безпосередньо не впливає на стан банківських резервів і грошових агрегатів. У цьому випадку відбувається лише зміна власників депозитів: із приватних рук вони переходять у державні [28].

Державні облігації України (ОВДП, ОЗДП, ЦОВДП) можуть бути: короткострокові (з терміном обігу до 1 року); середньострокові (з терміном обігу від 2 до 5 років); довгострокові (з терміном обігу понад 5 років) [10].

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 облігацій [16]. ОВДП, зазвичай, випускаються Міністерством фінансів України від імені держави.

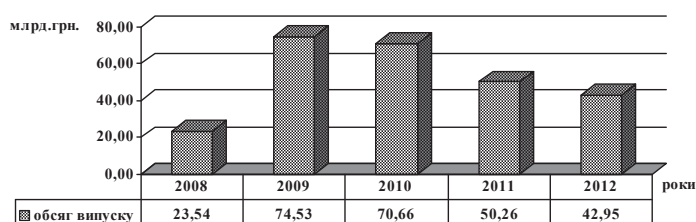


Рис. 1. Обсяги випуску ОВДП в Україні у 2008—2012 рр.

Джерело: [21].

ОВДП та КЗ є основою внутрішнього ринку державних цінних паперів.

У 1995 році вперше були емітовані ОВДП у гривні, а починаючи з 10 грудня 2011 року — вони можуть бути номіновані не лише в гривні, а й і в іноземній валюті (доларах США та євро).

Обсяги випуску облігацій внутрішніх державних позик протягом 2008—2012 років представлені на рис. 1, а їх структура — в табл. 1.

Як видно з рис. 1, випуск облігацій внутрішніх державних позик зростає до 2009 року, але потім спостерігається загальна тенденція до зниження. Значне зростання в 2009 році відбулося внаслідок того, що держава була змушена вдатися до різноманітних залучень у вигляді позик через погіршення макроекономічної ситуації в країні, що було визвано світовою фінансовою кризою. А причиною скорочення обсягу випуску ОВДП з 2010 року — стало падіння попиту з боку інвесторів внаслідок зменшення загального рівня доходності ОВДП.

Як видно з табл. 1, частка залучення ОВДП до бюджету в період 2008—2012 роки в основному мала тенденцію до зростання, крім 2011 року. Основною причиною збільшення залучення державних ОВДП до бюджету є зростання дефіциту (дефіцит 2008 році становив 12,50 млрд грн., в 2009 році — 19,87 млрд грн., в 2010 році — 64,42 млрд грн., в 2011 році — 23,60 млрд грн., в 2012 році — 53,39 млрд грн. [20]).

Протягом досліджуваного періоду найбільш поширеними були облігації короткострокового та середньострокового терміну обігу. У найбільш кризові роки — 2009 та 2010 — основний акцент робився на короткострокові цінні папери, на які приходилося 66,19% та 56,70% відповідно від загального обсягу залучення до бюджету ОВДП. Це здійснювалося для того, щоб держава швидко могла покрити дефіцит державного бюджету та сплатити державний борг. У 2012 році структура ОВДП, номінованих у національній валюті, вже має більш збалансований вигляд: 24,46% приходить на короткострокові ОВДП; 51,55% — на середньострокові ОВДП; 23,99% — на довгострокові ОВДП. Середньозважена доходність ОВДП, залучених до бюджету у вітчизняній валюті, протягом досліджуваного періоду змінювалася нерівномірно: з 2008 по 2009 рік та з 2012 року зростала, а з 2010 по 2011 рік, — навпаки, мала спадаючу тенденцію.

Крім цього, потрібно відмітити, що в 2011 та 2012 роках з'явилися нові державні облігації з валютною прив'язкою. У 2011 році були випущені ОВДП, номіновані в доларах США, причому всі вони мали короткостроковий термін обігу (до 1 року). А в 2012 році були ще випущені ОВДП, номіновані в євро. Найбільшу питому вагу в 2012 році складала ОВДП з валютною прив'язкою з терміном обігу до 2 років. Середньозважена доходність ОВДП, номінованих у валюті, протягом 2011—2012 років залишалася незмінною на рівні 8,92% для ОВДП, номінованих у доларах США, та 4,80% для ОВДП, номінованих в євро.

Таблиця 1. Структура та середньозважена дохідність ОВДП первинного ринку протягом 2008—2012 років

Напрями розміщення ОВДП первинного ринку	Роки									
	2008		2009		2010		2011		2012	
	млн	дохід., %	млн	дохід., %	млн	дохід., %	млн	дохід., %	млн	дохід., %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. Проведені аукціони ОВДП з метою залучення до бюджету, розміщених в національній валюті, грн., у т.ч. за терміном обігу:	9771,74	14,85	18841,29	20,07	40424,37	12,69	28905,86	8,92	35947,88	13,56
- до 1 року	1187,55	14,32	12470,20	19,76	22921,47	11,39	9726,19	7,93	8791,19	13,55
- до 2 років	1033,48	15,16	1054,41	24,59	7786,06	12,48	4785,14	9,17	4535,19	14,96
- до 3 років	3410,26	14,93	3912,79	21,43	6626,02	17,44	9883,78	9,77	4665,29	9,56
- до 4 років	3460,99	14,72	-	-	2601,04	12,52	-	-	-	-
- до 5 років	679,46	15,60	366,05	15,60	489,78	13,24	2803,16	8,75	9331,13	14,29
- понад 5 років	-	-	1037,84	15,60	-	-	1707,59	9,30	8625,08	14,22
2. Проведені аукціони ОВДП з метою залучення до бюджету, розміщених в доларах США, \$, в т.ч. за терміном обігу:	-	-	-	-	-	-	412,95	8,92	2542,84	8,92
- до 1 року	-	-	-	-	-	-	412,95	8,92	255,11	9,30
- до 2 років	-	-	-	-	-	-	-	-	1622,61	9,17
- до 3 років	-	-	-	-	-	-	-	-	665,12	8,15
3. Проведені аукціони ОВДП з метою залучення до бюджету, розміщених в євро, €, в т.ч. за терміном обігу:	-	-	-	-	-	-	-	-	316,56	4,80
- до 1 року	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- до 2 років	-	-	-	-	-	-	-	-	276,31	4,80
- до 3 років	-	-	-	-	-	-	-	-	40,25	4,80
4. Для збільшення формування статутного капіталу банків, грн.	13770,00	9,74	23323,81	9,50	6390,00	9,50	8854,00	9,50	-	-
5. Для збільшення формування статутного капіталу НАК «Нафтогаз України», грн.	-	-	24376,20	9,50	7400,00	9,50	12500,00	9,50	6000,00	9,45-9,95
6. Для збільшення формування статутного капіталу ПАТ «Укргідроенерго», грн.	-	-	-	-	-	-	-	-	1000,00	9,95
7. ПДП-облігації, грн.	-	-	-	-	16442,69	5,50	-	-	-	-
8. Для реструктуризації заборгованості КМУ перед НБУ, грн.	-	-	7991,35	9,83	-	-	-	-	-	-
Загальний обсяг в національній валюті, грн.	23541,74	11,86	74532,65	12,21	70657,06	10,39	50259,86	9,17	42947,88	12,94
Загальний обсяг в іноземній валюті, \$	-	-	-	-	-	-	412,95	8,92	2542,84	8,92
Загальний обсяг в іноземній валюті, €	-	-	-	-	-	-	-	-	316,56	4,80

Джерело: розроблено автором на основі джерел [1—2; 20—21].

Крім ОВДП, залучених до бюджету, протягом досліджуваного періоду випускалися також і інші ОВДП, серед яких хотілося б виділити ПДВ-облігації. ПДВ-облігації — це фінансовий інструмент, створений державою для часткової компенсації порушених прав суб'єктів господарювання, що порушуються власне державою [5]. ПДВ-облігації випускаються для компенсації заборгованості держави з ПДВ перед вітчизняними експортерами.

ПДВ-облігації були випущені лише в 2010 році, а з 2013 році було запропоновано продовження їх випуску, але вже у вигляді казначейських векселів.

Поряд з первинним ринком ОВДП потрібно розглянути вторинний ринок, який є не менш важливий у формуванні ефективного ринку державних цінних паперів та національного фондового ринку в цілому.

Загальний обсяг за сумою основного боргу та обсяг операції з розміщення на відкритому ринку облігацій внутрішніх державних позик протягом 2008—2012 років представлені на рис. 2, а їх структура — в табл. 2.

Як видно з рис. 2, обсяг операцій на вторинному ринку ОВДП та загальний обсяг за сумою основного боргу протягом досліджуваного періоду загалом має тенденцію до

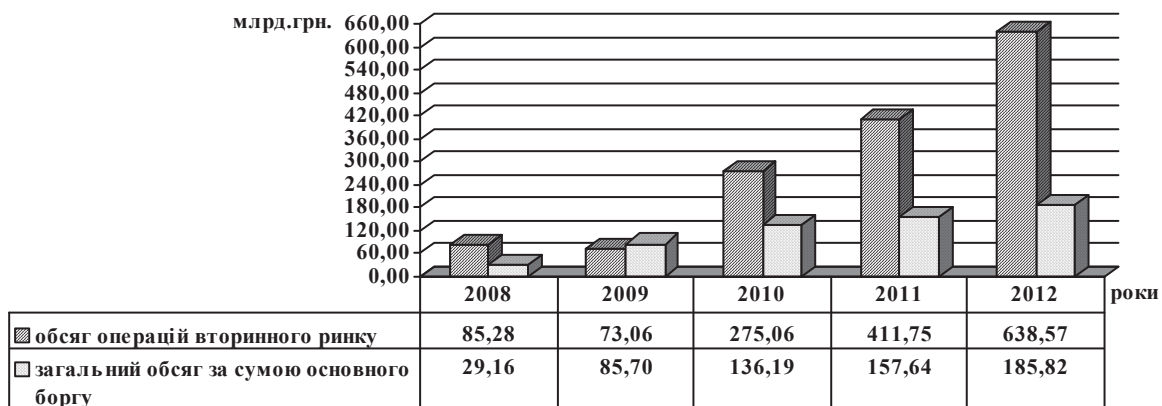


Рис. 2. Обсяг операцій на вторинному ринку та загальний обсяг за сумою основного боргу ОВДП в Україні у 2008—2012 рр.

Джерело: [21].

Таблиця 2. Структура ОВДП, що перебувають в обігу, та ОВДП вторинного ринку протягом 2008—2012 років

Напрями розміщення ОВДП	Роки									
	2008		2009		2010		2011		2012	
	млн	питома вага,%	млн	питома вага,%	млн	питома вага,%	млн	питома вага,%	млн	питома вага,%
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Структура операцій вторинного ринку ОВДП за суб'єктами										
<i>1. Національний банк України</i>	47980,00	56,26	41334,00	56,58	51822,00	18,84	57610,00	13,99	129980,00	20,35
- купівля/продаж НБУ на біржовому ринку, грн.	6568,00	7,70	3862,00	5,29	20673,00	7,52	10426,00	2,53	4443,00	0,70
- купівля/продаж НБУ на позабіржовому ринку, грн.	2000,00	2,35	33266,00	45,53	28396,00	10,32	17036,00	4,14	36748,00	5,75
- рефінансування банків НБУ, включаючи угоди прямого РЕПО, грн.	39412,00	46,21	4206,00	5,76	748,00	0,27	28549,00	6,93	88789,00	13,90
- угоди НБУ зворотного РЕПО, грн.	-	-	-	-	2005,00	0,73	1599,00	0,39	-	-
<i>2. Суб'єкти господарювання</i>	37301,00	43,74	31722,00	43,42	223234,00	81,16	354138,00	86,01	508593,00	79,65
- купівля/продаж суб'єктами господарювання на біржовому ринку, грн.	3982,00	4,67	4018,00	5,49	40075,00	14,57	88637,00	21,53	173086,00	27,11
- купівля/продаж суб'єктами господарювання на позабіржовому ринку, грн.	33232,00	38,97	27575,00	37,75	182749,00	66,44	265372,00	64,45	334757,00	52,42
- надані/отримані кредити суб'єктами господарювання, у т.ч. за угодами РЕПО, грн.	87,00	0,10	129,00	0,18	410,00	0,15	129,00	0,03	750,00	0,12
Загальний обсяг, грн.	85281,00	100,00	73056,00	100,00	275056,00	100,00	411748,00	100,00	638573,00	100,00
Структура ОВДП, що перебувають в обігу										
1. ОВДП у власності НБУ, грн.	8547,12	29,31	50102,06	58,46	63329,89	46,50	84322,00	53,49	105566,49	56,81
2. ОВДП у власності банків, грн.	16969,07	58,20	20580,96	24,01	54696,50	40,16	58175,24	36,90	66052,40	35,55
3. ОВДП у власності нерезидентів, грн.	461,98	1,58	430,35	0,50	11259,98	8,27	4453,41	2,83	5442,82	2,93
4. ОВДП у власності інших учасників, грн.	3179,77	10,91	14591,37	17,03	6901,04	5,07	10684,57	6,78	8760,52	4,71
Загальний обсяг за сумою основного боргу, грн.	29157,94	100,00	85704,74	100,00	136187,41	100,00	157635,22	100,00	185822,23	100,00

Джерело: розроблено автором на основі джерел [21].

зростання. Винятком є 2009 рік, коли відбулося незначне скорочення обсягу операцій на вторинному ринку ОВДП на 14,33%. Крім того, потрібно відмітити, що найбільше зростання обсягу операцій на вторинному ринку в 3,76 разів та загального обсягу за сумою основного боргу в 2,94 рази було в 2009 році порівняно з 2008 роком. Збільшення обсягів торгів на вторинному ринку пов'язане із меншою ризикованістю порівняно з цінними паперами приватних емітентів, привабливим рівнем доходності, з обмеженістю доступу до первинного ринку (з 19 лютого 2010 року доступ до участі в аукціонах з первинного розміщення ОВДП мають лише 16 банків — первинних дилерів [21]).

Як видно з табл. 2, в 2008 та 2009 роках основна діяльність на вторинному ринку проводилася НБУ. А, починаючи з 2010 року, більше операцій з ОВДП на вторинному ринку здійснювали суб'єкти господарювання, причому обсяг угод щорічно зростав, попри те, що питома вага змінювалася нерівномірно.

Окремо потрібно відмітити значну питому вагу рефінансування банків НБУ в 2008 році, яка пояснюється активізацією збільшення Нацбанком портфеля державних облігацій, надаючи таким чином додаткові ресурси для подолання кризи ліквідності банківської системи. Здебільшого це відбулося через тимчасове законодавче зобов'язання НБУ щодо монетизації ОВДП, випущених з метою рекапіталізації банків. У результаті цих операцій обсяг державних боргових цінних паперів, що перебували у вільному обігу на ринку, був обмежений. В усі інші роки переважаючими як для суб'єктів господарювання, так і для НБУ були операції, які здійснювалися на позабіржовому ринку.

Що стосується структури ОВДП, які перебували в обігу, то 2008—2012 роки характеризуються домінуванням НБУ та банків серед його учасників, а також можна констатувати факт значного відтоку нерезидентів з ринку ОВДП у 2011 та 2012 році у порівнянні з 2010 роком. Така структура власників є загрозою для розвитку ринку та створює небезпечну ситуацію для економіки в цілому [12].

У свою чергу середньозважена доходність організованого (біржового) вторинного ринку ОВДП характеризується значним рівнем волатильності (рис. 3).

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 з виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій. Розміщення, обслуговування та погашення облігацій зовнішніх державних позик України здійснює Міністерство фінансів України, яке може залучати для цього банки, інвестиційні компанії тощо. Рішення про випуск державних облігацій на зовнішніх ринках ухвалює у кожному конкретному випадку Уряд своєю Постановою, якщо кошти від випуску цих облігацій передбачені законом про Державний бюджет. Якщо в бюджеті цього не передбачено, то рішення про випуск облігацій ухвалює Верховна Рада з подання Уряду [10].

Активність уряду України на ринку зовнішніх позик можна охарактеризувати як помірну (рис. 4), хоча протягом 2010—2012 років спостерігається зростання обсягу залучення зовнішнього фінансування. В свою чергу, подальший ріст ОЗДП може негативно вплинути на фінансовий стан нашої країни.

Цільові облігації внутрішніх державних позик України — це облігації внутрішніх державних позик, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік, та в межах граничного розміру державного боргу.

Основним реквізитом ЦОВДП є зазначення на відповідний рік напряму використання залучених від розміщення таких облігацій коштів. Кошти від розміщення ЦОВДП використовуються виключно для фінансування державних або регіональних програм і проектів на умовах їх повернення в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік. Фінансування здійснюється відповід-

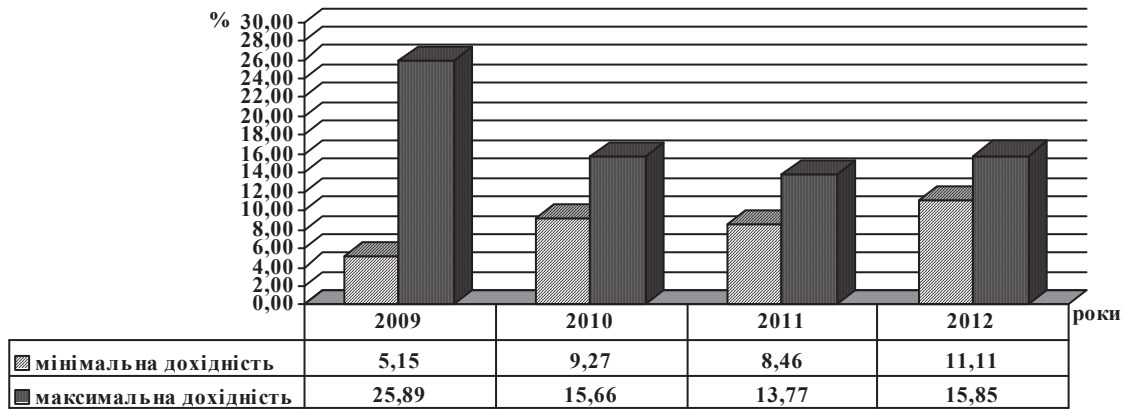


Рис. 3. Середньозважена мінімальна та максимальна дохідність організованого вторинного ринку ОВДП в Україні у 2009–2012 рр.

Джерело: [1–2; 21].

но до кредитних договорів, що укладаються між державою в особі Міністерства фінансів України та отримувачем коштів.

НБУ, у свою чергу, виконує операції з обслуговування державного боргу, пов'язані з розміщенням, погашенням і виплатою доходів за ними, а також провадить депозитарну діяльність щодо ЦОВДП. Таку ж саму функцію НБУ виконує стосовно ОВДП [10].

Інформація щодо випуску та розміщення ЦОВДП представимо у вигляді рис. 5.

Як видно з рис. 5, обсяги випуску ЦОВДП в Україні є незначними і мають загальну тенденцію до зниження (за винятком 2010 року). В основному ЦОВДП здійснюються для наповнення Стабілізаційного фонду та кредитування Аграрного фонду.

Казначейське зобов'язання України — це державний цінний папір, що розміщується виключно на добровільних засадах серед фізичних осіб, посвідчує факт заборгованості Державного бюджету України перед власником казначейського зобов'язання України, дає власнику право на отримання грошового доходу та погашається відповідно до умов розміщення казначейських зобов'язань України. Емісія казначейських зобов'язань України відноситься до бюджетного процесу і не підлягає регулюванню з боку Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку (НКЦПФР) [10].

Випуск казначейських зобов'язань має певні переваги та недоліки.

Перевагами такого інструменту інвестування коштів для населення є: надійність, гарантована державою, доступна номінальна вартість; випуск в документарній формі на пред'явника, що значно спрощує процедуру купівлі,

обігу та погашення; відсутність оподаткування доходів, отриманих у результаті купонних виплат та продажу казначейських зобов'язань; можливість заощадити кошти із одночасним запобіганням можливих втрат від інфляції.

До недоліків можна віднести: значна вартість залучення та обслуговування боргових паперів, що негативно впливає на ефективність використання даного інструменту; неможливість дострокового погашення, що потребує стимулювання розвитку вторинного ринку цих боргових паперів для підвищення їх дієвості [31].

Україна вже має певний досвід з випуску та розміщення КЗ (табл. 3). На жаль, цей досвід важко назвати вдалим, оскільки найчастіше із запланованої кількості серій та загальної суми випуску було розміщено лише незначну їх частину. Основними причинами незначного попиту на КЗ, на думку автора, є: недовіра населення до держави; недостатній рівень поінформованості населення; менша дохідність у порівнянні з ОВДП.

Окрему групу державних цінних паперів представляють приватизаційні цінні папери.

Приватизаційні цінні папери — це особливий вид державних цінних паперів, які засвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного фонду, земельного фонду [10].

Випуск приватизаційних паперів здійснюється НБУ, хоча органом, що приймає рішення про випуск, виступає Кабмін України. Приватизаційні папери підлягають використанню лише з метою обміну їх на акції або документи, що свідчать право власності на об'єкти приватизації. Обіг приватизаційних паперів має низьку специфічних рис, а саме:

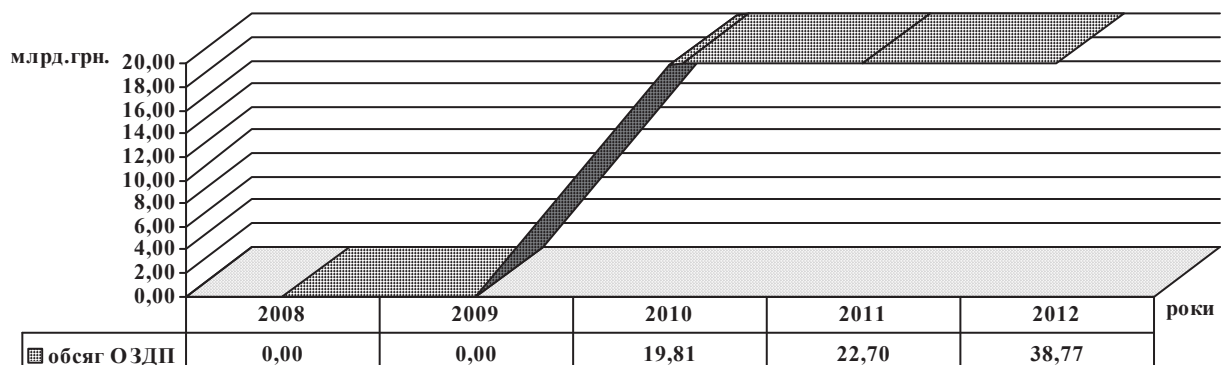


Рис. 4. Обсяги випуску ОЗДП у 2008–2012 рр.

Джерело: [20].

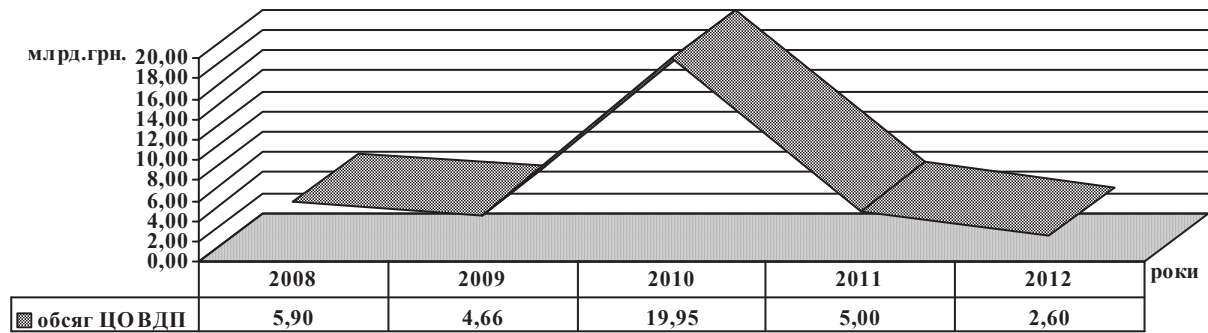


Рис. 5. Обсяг випуску ЦОВДП в Україні у 2008–2012 рр.

Джерело: [20].

- не відповідають вільному обігу;
 - продаж або відчуження іншим способом, який не передбачений законодавством, є недійсним;
 - не враховуються і не сплачуються за ними дивіденди або відсотки;
 - придбані з порушенням законодавчих вимог, вважаються недійсними;
 - не можуть використовуватися як засіб розрахунку або як застава для забезпечення платежів і розрахунків.
- Основними видами приватизаційних паперів є: майнові сертифікати, житлові чеки, земельні бони [19].

Найбільш поширеним видом приватизаційних паперів був майновий сертифікат, який застосовувався під час проведення масової приватизації, але на сьогоднішній день його обіг завершено. Інші приватизаційні папери широкого застосування в Україні не мали, що пояснюється особливостями житлового та земельного законодавства [15].

Отже, на основі проведеного аналізу можна констатувати, що вітчизняний ринок боргових зобов'язань являє собою деформовану систему випуску й обігу державних цінних паперів. Основними проблемами функціонування внутрішнього ринку державних запозичень в Україні є:

- відсутність розвинутої інфраструктури ринку;
- нестабільність ринку державних цінних паперів;
- недостатнє врахування інтересів інвесторів та учасників ринку;
- недосконалий кількісний та якісний склад цінних паперів;
- дуже низький рівень участі фізичних осіб як інвесторів;
- невисокий рівень інформаційної культури та довіри інвестора;
- короткостроковий характер ринку цінних паперів та розміщення боргових зобов'язань з метою рефінансування вже накопиченого боргу [12];
- низький рівень ліквідності вітчизняного ринку державних цінних паперів.

Серед перспективних напрямів розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів з урахуванням зарубіжного досвіду, які дозволять подолати існуючі проблеми, слід виділити:

- 1) створення широкого спектра фінансових інструментів (наприклад, розповсюдження амортизаційних облігацій або ПДВ-облігацій, фінансових векселів, облігацій з плаваючою ставкою, облігацій, індексованих відповідно до темпів інфляції, тощо);
- 2) здійснення державою комплексу заходів економічної політики, зорієнтованого на економічне зростання, підвищення інвестиційної активності, поступове і вчасне погашення й обслуговування державного боргу, забезпечення політичної стабільності, покращення макроекономічних показників, продовження співробітництва з

міжнародними фінансовими організаціями, що дозволить отримати від міжнародних кредитних рейтингових агентств вищі рейтинги інвестиційного класу за борговими зобов'язаннями [14];

3) забезпечення прозорості діяльності держави щодо випуску цінних паперів та доступність і зрозумілість умов інвестування у такі інструменти;

4) вдосконалення організаційної бази функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів [18];

5) надання пріоритету у структурі внутрішнього боргу саме середньо та довготерміновим зобов'язанням, а не короткостроковим (так, наприклад, серед англосаксонських країн — Канада, США — середній період обігу державних цінних паперів становить близько 6 років, серед країн Європи — Німеччина, Великобританія, Франція — близько 10 років [12]). Це дасть змогу розподілити боргове навантаження в часі між різними групами інвесторів та забезпечить ефективніше управління ними [13];

6) встановлення граничного обсягу перебування в активах НБУ ОВДП, а також зазначення терміну усунення таких порушень у разі їх виникнення;

7) випуск ОВДП під конкретні інвестиційні програми, тим самим підвищуючи їх інвестиційну привабливість та зменшуючи частку запозичень на покриття бюджетного дефіциту;

8) використання коштів єдиного казначейського рахунку для підтримки ліквідності державних цінних паперів на умовах тимчасової їх купівлі;

9) домінування у структурі власників ОВДП небанківських інституційних інвесторів (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% [30]), що надасть можливість створити додаткову базу потенційних інвесторів [12].

Що стосується всього ринку державних цінних паперів, то основними напрямками його вдосконалення можуть бути:

- розробка та запровадження цілісної стратегії, яка поєднуватиме завдання вдосконалення нормативно-правового та інституційного забезпечення політики державних запозичень, інструменти радикального підвищення ефективності інвестиційної складової бюджетних видатків [18];

- стимулювання диверсифікації та розвитку нових фінансових інструментів на державному ринку цінних паперів;

- збільшення частки боргових зобов'язань внутрішнього ринку державних цінних паперів та скорочення питомої ваги зовнішніх запозичень до 5% від загальної суми заборгованості країни, що дасть можливість звести фінансову нестабільність держави до мінімуму.

Таблиця 3. Особливості випуску та обігу КЗ України в різні роки

Рік випуску КЗ	Підстава випуску КЗ	Особливості випуску та обігу КЗ	Результати розміщення КЗ
2002 рік	2 Постанова КМУ «Про випуск казначейських зобов'язань» від 10.01.2002 року №15	3 Передбачено випуск 8 серій КЗ (А, В, С, D, E, F, G, H) в документарній формі на пред'явника. Номінальна вартість 50 гривень із терміном обігу 24 місяці на загальну суму 400 млн грн. КЗ мають 8 купонів із щоквартальним купонним доходом 2 грн. (16% річних). Передбачено, що випуск кожної серії здійснюється після продажу попередньої. Генеральним агентом доставки, інкасації, обслуговування обігу, погашення та розміщення КЗ визначено було Ощадбанк України, який мав право залучати до розміщення КЗ інших торговців цінними паперами, укладанням з ними відповідних угод та в установленому порядку забезпечував ведення обліку бланків сертифікатів. Виплата виграшу та погашення КЗ передбачено за рахунок коштів, що надходять від Державної казначейської служби. Придбання, виплата виграшу та погашення КЗ повинно здійснюватися виключно у гривнях. КЗ не можуть бути погашені раніше від дати, зазначеної на КЗ.	4 Було випущено лише 3 серії КЗ (А, В, С). Продаж КЗ серії А було розпочато 15.05.2002 року за ціною 50,37 грн., що відповідає дохідності до погашення 16,44%. Перший транш було продано протягом перших двох місяців з дати початку продажу. 05.07.2002 року почався продаж серії В (уже і через обласні дирекції Ощадбанку) за ціною 51,52 грн., що відповідає дохідності до погашення 14,95%, який тривав 5 місяців від початку торгів. Почавши продавати КЗ серії С за ціною 54,42 грн., що відповідає дохідності до погашення 11,48%, Міністерство фінансів наблизив їх дохідність до середньозваженої дохідності за державними борговими цінними паперами 2002 року – 10,8%. За офіційними даними було залучено лише 102,6 млн грн., що в 4 рази менше номінальної вартості з випуску цих цінних паперів.
2009 рік	Постанова КМУ «Про випуск казначейських зобов'язань» від 14.04.2009 року №362	Передбачено випуск КЗ різними серіями в документарній формі на пред'явника. Номінальна вартість 500 гривень із терміном обігу 12 місяців. Загальна вартість кожної серії встановлена на рівні 200 млн грн. КЗ мають 4 купони із щоквартальним купонним доходом 20 грн. (16% річних). Передбачено, що випуск кожної серії здійснюється після продажу попередньої. Генеральним агентом доставки, інкасації, обслуговування обігу, погашення та розміщення КЗ визначено було Ощадбанк України, який мав право залучати до розміщення КЗ інших торговців цінними паперами, укладанням з ними відповідних угод та в установленому порядку забезпечував ведення обліку бланків сертифікатів. Виплата виграшу та погашення КЗ передбачено за рахунок коштів, що надходять від Державної казначейської служби. Придбання, виплата виграшу та погашення КЗ повинно здійснюватися виключно у гривнях. КЗ не можуть бути погашені достроково.	Було випущено лише одна серія КЗ (А). Продаж КЗ серії А було розпочато 23.09.2009 року за ціною 500 грн. Протягом вересня-листопада вдалося розмістити КЗ лише на 1,33 млн грн., що в 150 разів менше номінальної вартості з випуску цієї серії цінних паперів.
2012 рік	Постанова КМУ «Про випуск казначейських зобов'язань» від 05.09.2012 року №836	Передбачено випуск КЗ двома серіями (А, Б) в документарній формі на пред'явника. Номінальна вартість 500 доларів США із терміном обігу 24 місяці. Загальна вартість кожної серії встановлено на рівні 100 млн доларів США. КЗ мають 4 купони із купонним доходом 23 долари США (для КЗ серії А) та 20 доларів США (для КЗ серії Б). Дохід виплачується 1 раз в 6 місяців. Таким чином, дохідність за КЗ серії А становитиме 9,2% річних, а для КЗ серії Б – 8% річних. Передбачено, що випуск кожної серії здійснюється після продажу попередньої. Розміщення КЗ проводиться безпосередньо ПАТ «Ощадбанк» із залученням ним інших банків. Доставку, інкасації, обслуговування обігу та погашення здійснюється Ощадбанком України. Виплата виграшу та погашення КЗ передбачено за рахунок коштів Державного бюджету, що надходять від Казначейства. Придбання, виплата виграшу та погашення КЗ повинно здійснюватися виключно у валюті їх випуску. КЗ не можуть бути погашені достроково.	Було випущено серія А та Б КЗ. Продаж КЗ серії А було розпочато 10.10.2012 року за ціною 500 доларів США. Перша серія КЗ розійшлася за 50 днів. За данною серією вдалося розмістити всі КЗ та спрямувати на фінансування бюджету 826,2 млн грн. Продаж КЗ серії Б було розпочато 30.11.2012 року. За листопад-квітень вдалося розмістити КЗ лише на 7,4 млн доларів США, що в 14 разів менше номінальної вартості з випуску цієї серії цінних паперів.
II півріччя 2013 року		Планується випуск КЗ в національній валюті в двох серіях, термін обігу яких складе 2 та 3 роки.	

Джерело: розроблено автором на основі джерел [3; 7; 17; 20; 22—27; 29; 31].

ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВА ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК

Ринок державних цінних паперів — важливий компонент фінансового ринку країни. Завдання ринку полягає в оптимальному забезпеченні потреб державного бюджету, у підтримці ліквідності фінансової системи та регулюванні економічної активності. Хоча ринок державних цінних паперів і має численні диспропорції та проблеми, але його можна вважати перспективним та доволі динамічним. При усвідомленні його важливості це допоможе вирішувати не лише проблеми бюджетні, а й проблеми функціонування фінансового ринку загалом.

У подальшому є потреба в дослідженні нових фінансових інструментів, таких як ПДВ-облігації, фінансові векселі, облігації, індексовані відповідно до темпів інфляції тощо, які не знайшли відповідного використання на ринку державних цінних паперів в Україні, але які можуть диверсифікувати ринок боргових зобов'язань держави та покращити його стан.

Література:

1. Аналітичний огляд ринку облігацій України за 2010 рік НРА "Рюрик" [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_2010_review.pdf
2. Аналітичний огляд ринку облігацій України за 2012 рік НРА "Рюрик" [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_2012_review.pdf
3. Борг обернути в держпапери [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://vkurse.ua/ua/economics/obernut-v-gosbumagi.html>
4. Боринець С.Я. Економічна природа та призначення державних цінних паперів / С.Я. Боринець, Л.В. Могилко // Інвестиції: практика та досвід. — 2011. — № 13. — С. 29—31.
5. Васишин Р.С. Проблеми обігу ПДВ-облігацій в Україні [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://libfor.com/index.php?newsid=386>.
6. Вусик У. Вплив ОВДП на державні фінанси України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://libfor.com/index.php?newsid=646
7. Гривневі казначейські зобов'язання складуть конкуренцію депозитам [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://news.finance.ua/ua/~ /1/0/all/2013/04/25/300969>
8. Державні та місцеві облігації [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://cinnipaperi.org.ua/derzhavni-ta-miscevi-obligacii>
9. Дубихвіст О. Якісне оновлення державних фондів інструментів — передумова подолання проблеми ліквідності ринку облігацій / О. Дубихвіст, В. Лановий / Вісник НБУ. — 2012. — № 1. — С. 3—6.
10. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23.02.2006 р. — №3480-IV (зі змінами і доповненнями) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>
11. Звіт FINREP "Важливість ринку державних цінних паперів в Україні" [Електронний ресурс]. — Режим доступу: finrep.kiev.ua/download/journalist_infofair_1mar-2012_govsecurities_ua.pdf
12. Ісаєва О.В. Особливості функціонування сучасних внутрішніх ринків державних цінних паперів [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/pprbsu/2012_35/35_01_32.pdf
13. Коблик І.І. Внутрішні державні запозичення: оцінка та перспективи розвитку / І.І. Коблик // Науковий вісник НЛТУ України. — 2012. — №22.3. — С. 222—228.
14. Комаревцева Н.В. Особливості функціонування ринку цінних паперів України в сучасних умовах [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://libfor.com/index.php?newsid=1346>
15. Лісовий В.П. Торгівля цінними паперами: навч. посібник [Електронний ресурс] / В.П. Лісовий, К.Г. Отченаш, В.В. Токар. — Режим доступу: http://bib.convdoes.org/v/27369/лісовий_в.п.,отченаш_к.г.,токар_в.в._торгівля_цінними_паперами.
16. Марченко С.К., Чернелівська Я.В. Ринок державних цінних паперів в Україні [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.rusnauka.com/30_NIEK_2011/Economics/3_96167.doc.htm
17. Мінфін розмістив казначейські зобов'язання серії Б на \$7,4 млн [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ukrinform.ua/ukr/news/minfin_rozmistiv_kaznacheyски_zobov'yazannya_seriii_b_na_74 mln_1817070
18. Моташко Т.П. Напрями підвищення активності населення на внутрішньому ринку державних запозичень України / Т.П. Моташко // Інвестиції: практика та досвід. — 2011. — №6. — С. 45—47.
19. Облігації та приватизаційні папери. Облігації, їх види та роль в економіці [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://bibl.com.ua/pravo/7036/index.html>
20. Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>
21. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.
22. Офіційний сайт Ощадбанку України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.oschadnybank.com>.
23. Офіційний сайт ПрАТ "Української міжбанківської валютної біржі" [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://uice.com.ua>
24. Офіційний сайт Рахункової палати України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ac-rada.gov.ua>
25. Постанова КМУ "Про випуск казначейських зобов'язань" від 10.01.2002 року № 15 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ac-rada.gov.ua>
26. Постанова КМУ "Про випуск казначейських зобов'язань" від 14.04.2009 року №362 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.zakon2.rada.gov.ua/laws/show/362-2009-%D0%BF>
27. Постанова КМУ "Про випуск казначейських зобов'язань" від 05.09.2012 року №836 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ac-rada.gov.ua>
28. Рак Р.В. Регулювання ринку державних цінних паперів у розвинутих країнах / Р.В. Рак // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка: Серія. Економіка. — 2007. — № 92. — С. 24—27.
29. Українці перестали купувати державні казначейські зобов'язання [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://news.finance.ua/ua/~ /1/0/all/2013/03/10/297913>
30. Федорків М. Зарубіжний досвід функціонування ринку державних облігацій [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://libfor.com/index.php?newsid=279>
31. Федосов В.М. Бюджетна система: підручник / В.М. Федосов, С.І. Юрія. — К.: ТОВ "Центр учбової літератури", 2012. — 871 с.

Стаття надійшла до редакції 25.06.2013 р.