

# СУЧАСНИЙ СТАН ВІТЧИЗНЯНОГО РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Володимир  
Ільченко,  
здобувач ДВНЗ  
«Київський  
національний  
економічний  
університет  
ім. Вадима  
Гетьмана»

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

*Ринок державних облігацій як основна частина ринку державних запозичень виконує важливі макроекономічні функції. По суті, цей ринок визначає кредитні ставки, стан бюджету, дохідність інших фінансових інструментів. Залучені кошти поживляють економічний кругообіг, при цьому регулюється рівень державних доходів і витрат, сплачуються борги, фінансуються різноманітні продуктивні та соціальні програми, підтримується ліквідність фінансових інститутів.*

*Тимчасово вільні кошти фізичних та юридичних осіб можуть використовуватися для фінансування дефіциту бюджету країни шляхом випуску і реалізації державних цінних паперів. Залучення коштів державою на фондовому ринку в оптимальних розмірах є найбільш прийнятним способом покриття дефіциту бюджету на відміну від його прямого фінансування за рахунок кредитів НБУ. Державні облігації широко використовуються урядами багатьох країн світу як інструменти залучення позикових коштів для фінансування поточного бюджетного дефіциту та обслуговування державного боргу. Розвинутий ринок внутрішніх державних облігацій виступає важливим інструментом формування ефективної грошово-кредитної політики країни<sup>1</sup>.*

У більшості країн світу внутрішні державні облігації є найважливішою складовою у структурі державного боргу і суттєво впливають на функціонування економіки. У розвинутих країнах практично вся заборгованість держави зазвичай втілена у цінних паперах, які випускаються для внутрішнього та зовнішнього ринку. Емітуючи цінні папери, держава на фінансових ринках виконує роль позичальника. На ринку цінних паперів державні структури є найбільшими позичальниками. Левова частка цінних паперів, що емітуються державами, розміщена на їх внутрішніх ринках. Окрім того, на внутрішні державні облігації в переважній більшості країн припадає і основна частка національних ринків цінних паперів із фіксованим доходом<sup>2</sup>.

Окремим питанням державних запозичень присвячені роботи видатних економістів минулого: А. Сміта, Р. Барро, А. Вагнера, Дж. М. Кейнса, А. Лернера, Д. Рікардо та інших вчених.

В наш час у розроблення проблеми впливу державних цінних паперів на економічну систему значний внесок здійснили зарубіжні дослідники М. Алексеев, В. Никифорова, В. Островська, Ю. Данілов, Д. Коен, В. Муратов, С. Майоров, М. Обстфельд, Дж. Сакс та ін.

У вітчизняних економічних дослідженнях проблеми розвитку ринку державних запозичень розглядаються науковцями: О. Барановським, Т. Вахненко, О. Гаврилюком, Т. Ковальчуком, В. Козюком, В. Корнеєвим, Г. Кучер, І. Луїною, І. Лютим, О. Мозговим та ін.

Відаючи належне напрацюванням вітчизняних і зарубіжних економістів, здійсненим у галузі теорії, методики та організації ринку державних цінних паперів, слід зауважити, що дана проблема стає все більш важливою, виникають нові аспекти використання державних цінних паперів у фінансовій системі держави, фінансовій політиці уряду особливо на тлі фінансової кри-

<sup>1</sup> Охріменко О. Вплив ринку державних цінних паперів України на функціонування кредитного ринку // Економічний часопис-XXI. - 2004. - № 9. - С.28-32.

<sup>2</sup> Охріменко О. Вплив ринку державних цінних паперів України на функціонування кредитного ринку // Економічний часопис-XXI. - 2004. - № 9. - С.28-32.

зи. Відповідно, це визначає необхідність її всебічного дослідження в економічній системі України. Зазначене й обумовило актуальність обраної теми.

Останнім часом цікавість до ринку державних цінних паперів почала зростати з боку держави (в частині регулювання, реформування, вдосконалення). Проте слід зазначити, що така цікавість викликана лише гострою необхідністю наповнення Державного бюджету, а не бажаннями системних змін в цій сфері. Так, у квітні 2008 року Міністерство фінансів України презентувало Концепцію розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2008-2011 роки. Документ мав на меті створити такі умови для розвитку цього ринку, які б забезпечували фінансування потреб держави з мінімально можливим рівнем витрат, здешевлювали старі борги та враховували інтереси всього кола інвесторів. У Міністерстві фінансів України наголошували на необхідності реформування засад внутрішнього ринку державних цінних паперів, головною проблемою якого є низька ліквідність таких цінних паперів, незначний попит на них з боку інвесторів, повільна торгівля на вторинному ринку капіталу<sup>3</sup>. До останнього часу вирішення цього питання так і залишалось на рівні дискусій та обговорень. Але критична ситуація навколо дефіциту Державного бюджету все ж таки змусила урядовців зробити певні кроки в розвитку ринку державних цінних паперів України. Урядом була ухвалена «Концепція розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні на 2009-2013 роки».

Концепція покликана створити застави та умови для забезпечення розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів протягом 2009-2013 років. Метою розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів є зниження вартості державних запозичень при мінімізації ризиків, створення умов для активізації вторинного ринку державних цінних паперів і розбудова ліквідного, добре структурованого фінансового ринку України в цілому.

<sup>3</sup> Концепція розвитку ринку державних цінних паперів // Газета «Цінні папери України». - 2008. - № 15(507) 17 квітня. - С .23-24.

<sup>4</sup> Розвиток ринку державних цінних паперів // Газета «Цінні папери України». - 2009. - № 20(562) 29 травня. - С .25-26.

Документ передбачає здійснення таких заходів: запровадження ринкового ціноутворення при розміщенні внутрішніх державних облігацій; розширення спектра інструментів державної позики; створення системи первинних дилерів державних цінних паперів; підвищення прозорості здійснення державних запозичень; розміщення коштів єдиного казначейського рахунка; управління ризиками, які пов'язані з державним боргом.

Нові механізми, які запроваджуються на внутрішньому ринку державних цінних паперів, обговорювалися з фахівцями Міжнародного валютного фонду, Світового банку, Агентства США з міжнародного розвитку, представниками державних регуляторів інших країн, а також учасниками вітчизняного фондового ринку<sup>4</sup>.

Протягом останніх років в Україні активно обговорювалося питання щодо запровадження інституту первинних дилерів з учасниками ринку державних цінних паперів та представниками потенційних кандидатів на отримання статусу первинних дилерів – банків, що є найбільш активними учасниками цього ринку.

Результати цієї роботи знайшли своє відображення у постанові Кабінету Міністрів України №363 від 14.04.09 «Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів» та проекті порядку відбору та функціонування первинних дилерів, розробленому Міністерством фінансів.

Останнім, зокрема, передбачається встановити порядок конкурсного відбору первинних дилерів, затвердження методики оцінювання кандидатів та первинних дилерів, типові договори з первинними дилерами. Порядок передбачає запровадження ринкових механізмів, привабливих для учасників ринку державних облігацій, що спонукатимуть банки співпрацювати з Міністерством фінансів у частині розвитку ринку державних цінних паперів.

Первинними дилерами можуть бути банки, які, зокрема, мають ліцензію на

провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з торгівлі цінними паперами; сплачений статутний капітал, еквівалентний не менше ніж 10 млн євро; практичний досвід роботи на ринку облігацій внутрішньої позики (загальний обсяг торгівлі ОВДП не менше 1 млрд грн).

Первинні дилери повинні брати участь у розміщенні облігацій внутрішніх державних позик, викуповувати при цьому не менше 3% загального обсягу їх розміщення протягом кожного півріччя, а також здійснювати постійні двосторонні котирування ОВДП шляхом постійного (кожного робочого дня) забезпечення пропозиції іншим первинним дилерам щодо купівлі та продажу ОВДП за переліком, погодженим з усіма первинними дилерами<sup>5</sup>.

Дійсно, робота із залучення коштів до Державного бюджету шляхом розміщення облігацій внутрішньої державної позики активізувалась, проте найбільшим попитом користуються короткострокові облігації внутрішньої державної позики з терміном погашення до 1 року. Слід зазначити, що протягом січня-червня 2009 року Міністерством фінансів було розміщено за номіналом облігацій внутрішніх державних позик на загальну суму 13 660,8 млн грн, з них 4 700,0 млн грн (34,41% від загальної суми випуску в 2009 році) – для збільшення формування статутного капіталу банків, а облігацій внутрішньої державної позики з терміном обігу до 1 року – на загальну суму 6 125,78 млн грн (44,84% від загальної суми випуску в 2009 році)<sup>6</sup>.

Мабуть, чи не головною проблемою українського ринку внутрішніх державних боргових цінних паперів є те, що Національний Банк України з головного агента уряду на первинному ринку перетворився на головного покупця облігацій внутрішньої державної позики (рис. 1). До березня 2008 року включно в активах Національного Банку України облігацій внут-

рішньої державної позики не було. З посиленням негативних явищ на світових фінансових ринках, які відбилися на національній економіці і, як результат, на виконанні Державного бюджету України, частка облігацій внутрішньої державної позики, що знаходились в обігу, в активах Національного Банку України починає зростати, в той час, коли частка володіння облігаціями внутрішньої державної позики нерезидентами – зменшується. Розглядаючи таку ситуацію з точки зору очікувань інвесторів, можна стверджувати, що вітчизняні державні цінні папери не стали ще надійним активом, якому можуть довіряти не тільки внутрішні інвестори, а й зовнішні. Так, наприклад, станом на 01.02.2007 нерезиденти володіли 34,66% облігацій внутрішньої державної позики, що на той час знаходились в обігу, а вже станом на 13.07.2009 ця частка становила 0,31%<sup>7</sup>.

На перший погляд, ситуація щодо збільшення частки володіння банками облігаціями внутрішньої державної позики свідчить про довіру хоча б вітчизняних фінансових установ до таких цінних паперів, але слід пригадати збільшення статутних капіталів АТ «Ощадбанк» та АТ «Укресімбанк» за рахунок облігацій внутрішньої державної позики.

На організованому ринку облігації внутрішньої державної позики не користуються значним попитом, враховуючи те, що на фондовій біржі представлені інтереси широкого кола інвесторів (рис. 2). Найбільшими торговцями облігаціями внутрішньої державної позики на організованому ринку є банки, які в свою чергу укладають угоди на значні суми, порівняно із угодами з корпоративними облігаціями<sup>8</sup>. Так, наприклад, у 2006 році при приблизно рівному об'ємі торгів, кількість угод з корпоративними облігаціями перевищила в чотири рази кількість угод з облігаціями внутрішньої державної позики<sup>9</sup>. Професійні учасники ринку цінних паперів – небанківські устано-

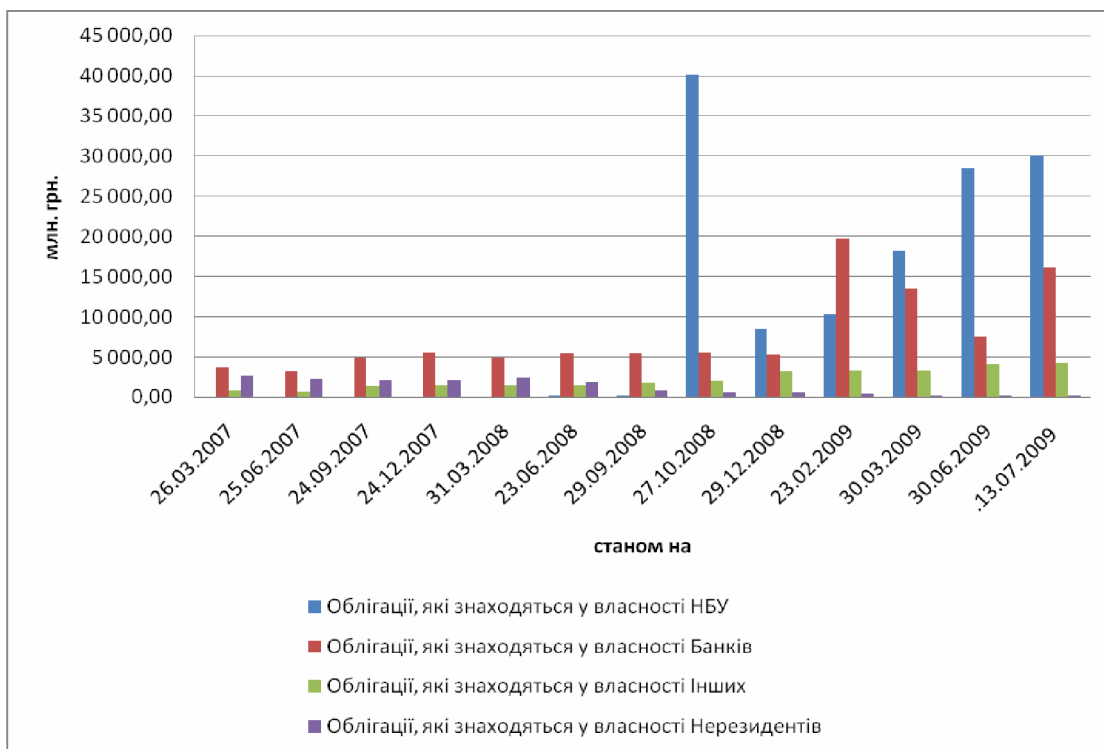
<sup>5</sup> Розвиток ринку державних цінних паперів // Газета «Цінні папери України». - 2009. - № 20(562) 29 травня. - С. 25-26.

<sup>6</sup> Розраховано автором за даними НБУ ([www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)).

<sup>7</sup> Розраховано автором за даними НБУ ([www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)).

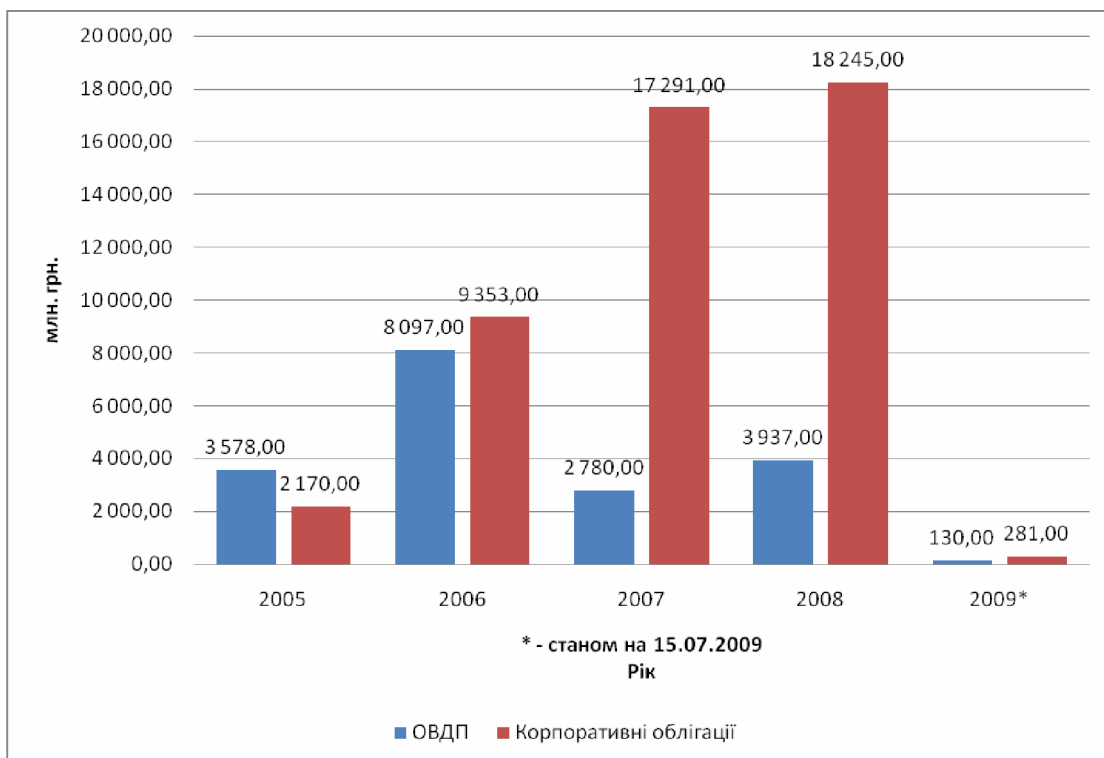
<sup>8</sup> За даними ПФТС (<http://www.pfts.com/uk/ratings>).

<sup>9</sup> Розраховано автором за даними ПФТС (<http://www.pfts.com>).



Джерело: складено автором на основі даних Національного Банку України (www.bank.gov.ua)

Рис. 1. ОВДП, які знаходяться в обігу



Джерело: складено автором на основі даних ПФТС (www.pfts.com)

Рис. 2. Угоди з борговими цінними паперами на організованому ринку

ви на даному етапі становлення ринку державних цінних паперів не можуть забезпечити ліквідність для таких цінних паперів.

Визначивши нагальні проблеми ринку державних цінних паперів, що стримують його розвиток та перешкоджа-

ють його ефективному функціонуванню, доцільно було б зазначити шляхи їх подолання:

- встановлення граничного обсягу перебування в активах Національного Банку України облігацій внутрішньої державної позики, а також зазначення

терміну усунення таких порушень в разі їх виникнення;

- використання коштів єдиного казначейського рахунку для підтримання ліквідності державних цінних паперів на умовах тимчасової їх купівлі<sup>10</sup>;

- здійснення залучень шляхом випуску облігацій внутрішньої державної позики під конкретні інвестиційні програми, тим самим підвищуючи їх інвестиційну привабливість, при цьому зменшуючи частку запозичень на покриття бюджетного дефіциту;

- обов'язкове котирування державних цінних паперів на організаторах торгівлі з використанням системи маркетмейкерів;

- визначення стратегії державних внутрішніх запозичень.

Розвиток ринку внутрішніх державних цінних паперів є досить складним та довгостроковим завданням. Деякі із важливих передумов його ефективного розвитку неможливо досягти за короткі строки. Це є, наприклад, створення потужних національних довгострокових інвесторів, таких як пенсійні та інвестиційні фонди та компанії зі страхування життя<sup>11</sup>. Тому постійне вдосконалення законодавства та, враховуючи національні особливості, приведення його до міжнародних стандартів дає змогу розширити коло потенційних інвесторів. Пильна увага з боку професійних учасників ринку цінних паперів до вирішення проблем ринку внутрішніх державних цінних паперів пояснюється потенційною привабливістю таких активів.

В сьогоденних умовах усвідомлення важливості вітчизняного ринку державних цінних паперів є запорукою вирішення не лише бюджетних проблем, а і проблем функціонування фінансового ринку загалом. Державні цінні папери повинні перетворитись із банального засобу наповнення Державного бюджету та покриття тимчасових касових розривів на дієвий засіб регулювання ринків позичкового капіталу, орієнтир на ринку боргових цінних паперів, який керується ринковими законами, а не тимчасовими проблемами уряду.

## Література

1. Постанова Кабінету Міністрів України «Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів» від 14.03.2009 № 363. – [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).

2. Розпорядження Кабінету Міністрів України «Про схвалення Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009-2013 роки» від 25 березня 2009 р. № 316-р. – [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).

3. Кучер Г. В. Управління державним боргом. / – К. : Київ. нац. торг.-економ. ун-т. – 2002. – 342 с.

4. Концепція розвитку ринку державних цінних паперів // Газета «Цінні папери України». – 2008. – № 15(507) 17 квітня. – С .23-24.

5. Розвиток ринку державних цінних паперів // Газета «Цінні папери України». – 2009. – № 20(562) 29 травня. – С .25-26.

6. Варфоломеев С. Український ринок внутрішніх державних облігацій / / Проект технічної допомоги Агентства США з міжнародного розвитку. – 2003. – [www.atci.com.ua](http://www.atci.com.ua).

7. Ланішко М. Л., Ланішко З. Я. Значення державних облігацій для розвитку ринку внутрішніх інвестицій // Соц.-економ. дослідж. в перех. період. – 2005. – Вип. 6. – С .153-160.

8. Охріменко О. Вплив ринку державних цінних паперів України на функціонування кредитного ринку // Економічний часопис - XXI. - 2004. - № 9. – С.28-32.

9. Хорошковський В. Державні запозичення України: використані можливості чи втрачені шанси?// Вісник НАН України. – 2002. – №8. – С .23-31.

РІСПУ

<sup>10</sup> Розпорядження Кабінету Міністрів України «Про схвалення Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009-2013 роки» від 25 березня 2009 р. N 316-р. - [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).

<sup>11</sup> Варфоломеев С. Український ринок внутрішніх державних облігацій // Проект технічної допомоги Агентства США з міжнародного розвитку. - 2003. - [www.atci.com.ua](http://www.atci.com.ua).