

ДО ПИТАННЯ МІСЦЯ ТА РОЛІ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

**Богдан
Стеценко,**
к.е.н., доцент
кафедри
«Фінансові ринки»
ДВНЗ «КНЕУ
імені
Вадима
Гетьмана»

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Проблематика державних запозичень та ринку державних цінних паперів досить часто є надто політизованою в українських реаліях, що не завжди створює можливості для неупередженого наукового аналізу справді актуальних та важливих проблем, пов'язаних із функціонуванням цього сектору. Зазначимо, що оцінка стану ринку державних цінних паперів та його ролі у державних запозиченнях може кардинально відрізнятися і визначатися політичними поглядами: від «прийняттого рівня» до «загрозливого, з точки зору національної безпеки». Окрім того, в Україні існує певна «вибірковість» досліджень цього питання – відсутність уваги в окремі періоди часу та її активізація, насамперед, у зв'язку з фіскальними потребами держави. Як показує минулий досвід України (та й цілого ряду інших країн), подібний спрощений підхід до розвитку ринку державних цінних паперів є потенційно небезпечним, оскільки призводить до штучного «звуження» його місця та ролі в макроекономічних процесах виключно в контексті бюджетної політики.

Розвиток сек'юритизованих фінансових інструментів держави розглядався в роботах багатьох вітчизняних і закордонних економістів. Зокрема, слід відзначити роботи М. Галабурди, В. Корнеєва, Я. Міркіна, Ю. Онищенко, В. Опаріна, Р. Рак, Б. Рубцова, Ю. Смоляр, Т. Тьюлза, В. Федосова та інших науковців.

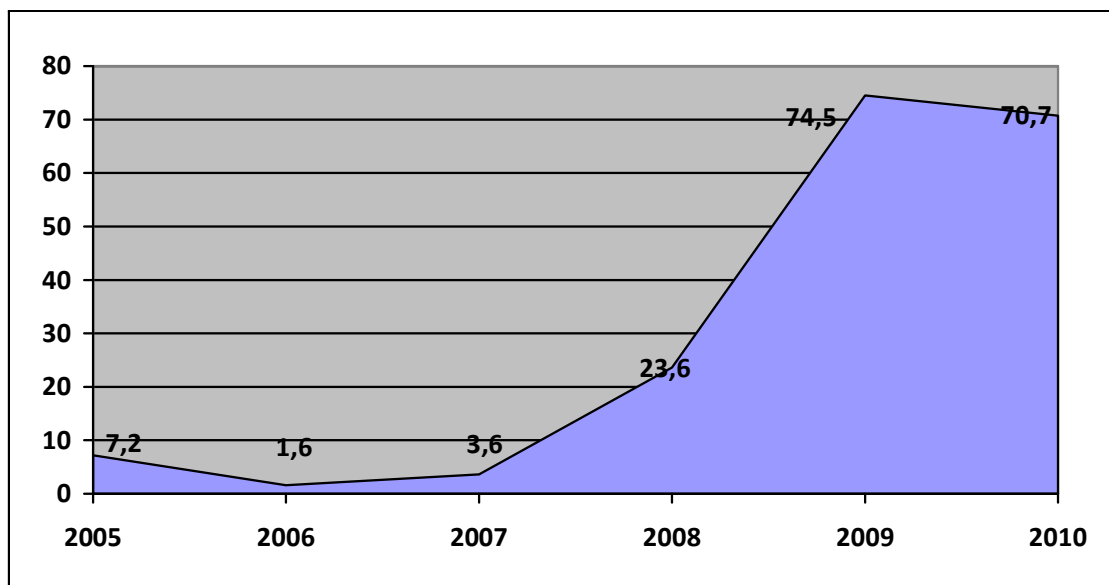
Разом з тим, не заперечуючи важливості та актуальності робіт вказаних авторів, зазначимо, що абсолютна більшість з них розглядають проблематику ринку державних цінних паперів як важливу частину боргової політики держави, відсуваючи на задній план місце та роль цього сегменту в структурі фінансового ринку. Разом з тим дослідження теоретичних та прагматичних аспектів функціонування ринку державних цінних паперів на вітчизняному фінансовому ринку є актуальним та своєчасним.

В будь-якому випадку, аналіз вказаної проблеми неможливий без детермінації головних тенденцій, що притаманні ринку державних внутрішніх запозичень. Насамперед зазначимо, що 2009–2010 рр. стали періодом гігантського зростання обсягів випуску облігацій

внутрішньої державної позики, що наглядно продемонстровано на рис. 1.

Як видно з рис. 1, з 2008 року відбулося різке нарощування обсягів випуску ОВДП в Україні – темпи приросту у 2008–2009 рр. порівняно з попереднім періодом становили 6,5 раза та 3,2 раза, відповідно. Серед найбільш вагомих причин такої тенденції слід відмітити наступні:

- з середини 2008 року у вітчизняній економіці розпочалися кризові явища, що призвели до значного погіршення основних макроекономічних показників. Зокрема, уповільнення темпів приросту ВВП до 2,3 % у 2008 році змінилося різким падінням цього показника до 14,8 % у 2009 році і тільки у 2010 році вдалося відновити зростання на рівні 4,2 %. Аналогічну динаміку демонстрували в цей період інші показники: інвестиції в основний капітал за даними 2009 року становили тільки 58,5 % від попереднього періоду; індекс промислової продукції за вказаний період становив 78,1 % від попереднього року; а частка збиткових підприємств склала 41,1 % від їх загальної кількості. Проте навіть по-



Джерело: складено автором за даними Національного банку України [10] та Міністерства фінансів України [4]

Рис. 1. Обсяги випуску ОВДП в Україні у 2005–2010 рр., млрд грн

кращення головних макропоказників у 2010 році не призвело до зменшення потреби у ресурсах через активізацію ряду інфраструктурних проектів за участю держави;

- за даними Міністерства фінансів України, розпис доходів Державного бюджету України у 2009 році був недовиконаний на 45,6 млрд грн (на 17,9%), надходження порівняно із 2008 роком скоротились на 22,0 млрд грн, або на 9,5 відсотка. В 2009 році реальний дефіцит державних фінансів сягнув 169,2 млрд грн, або 18,5 відсотка ВВП;

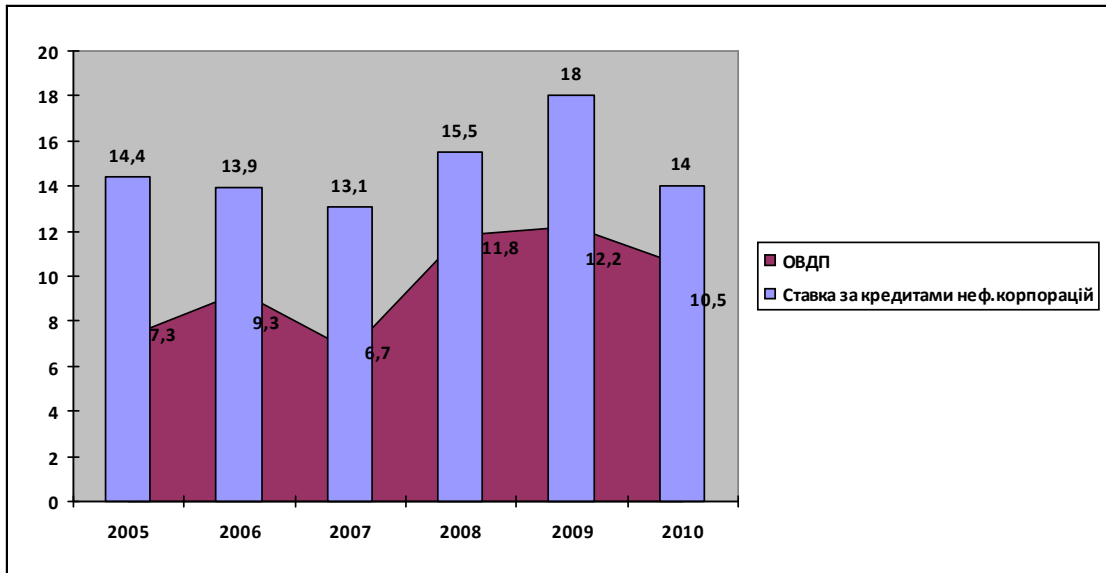
- механізм ринку державних цінних паперів використовується в Україні не тільки для наповнення Державного бюджету, а і для досягнення інших цілей – наприклад, у 2009 році з метою рекапіталізації окремих банківських установ було випущено ОВДП на суму 23,3 млрд грн, для реструктуризації боргу перед Національним банком України – 7,99 млрд грн [10], який на певному етапі перетворився в одного із найбільших «інвесторів» на ринку державних інструментів.

Таким чином, саме значне погіршення макроекономічної ситуації можна розглядати як визначальний фактор активізації держави на ринку облігацій внутрішньої державної позики – в умовах кризи дефіцит фінансових ресурсів фактично змусив державу вдатися чи не до єдиного доступного на цей момент джерела. Про певний «вимушений» характер емісійної діяльності держави на фондовому ринку України говорить ди-

наміка показника вартості запозичень – безальтернативність залучення призводила до різкого подорожчання ресурсів, залучених на ринку. Для порівняння розглянемо дохідність облігацій внутрішньої державної позики та динаміку відсоткових ставок за кредитами для юридичних осіб в Україні (нефінансових корпорацій) (рис. 2).

Як бачимо з рис. 2, разом зі збільшенням обсягів випуску ОВДП в Україні у 2008–2010 рр. адекватно зростала і вартість залучення ресурсів для держави за допомогою таких фінансових інструментів. Разом з тим, слід зазначити, що наведені дані не зовсім адекватно відображають ситуацію на ринку ОВДП: по-перше, вони є середніми і тому не репрезентують випадки, коли держава в пікові періоди виплат залучала ресурси за допомогою цінних паперів під 25–30% річних; по-друге, в Україні існує значна різниця між дохідністю ОВДП, що випущені для залучення коштів до бюджету, та дохідністю інших ОВДП. Так, у 2009 році дохідність «бюджетних» ОВДП перевищила 20% річних, що значно більше відсоткових ставок за кредитами нефінансовим корпораціям в Україні.

Окрім того, привертає увагу тенденція до скорочення спреда між дохідністю ОВДП та відсотковими ставками за кредитами нефінансовим корпораціям: якщо у 2005 році цей показник знаходився на рівні 7,1%, то у 2010 році – тільки 3,5%. На наш погляд, саме в частині особливих кількісних та



Джерело: складено автором за даними НБУ [10] та Міністерства фінансів України [4]

Примітки: 1. Дані за 2010 рік – попередні

Рис. 2. Динаміка доходності ОВДП та відсоткових ставок за кредитами банків нефінансовим корпораціям

якісних характеристик державних цінних паперів формуються певні диспропорції, що визначають специфіку цього сегменту в сегментарній структурі вітчизняного фондового ринку.

Насамперед, розглянемо ємність ринку ОВДП з позиції обсягів випуску інших фінансових інструментів в Україні (Табл. 1).

Як видно з даних табл. 1, умови державних запозичень, у першу чергу їхня вартість, не тільки ставлять під сумнів можливості держави обслуговувати настільки колосальні борги, а й, фактично, не мінімізують здатність випускати боргові зобов'язання для органів місцевого самоврядування та значно знижують її для приватних позичальників, адже для будь-якого підприємства фінансування під відсотки, які дозволяє собі держава, є фактично пря-

мою дорогою до банкрутства. А, зважаючи на стан державних фінансів у короткостроковій перспективі, розраховувати на різке скорочення державних запозичень не варто. Поодинокі випуски корпоративних облігацій аж зовсім не схожі на той справжній бум, що його переживав ринок зовсім нещодавно.

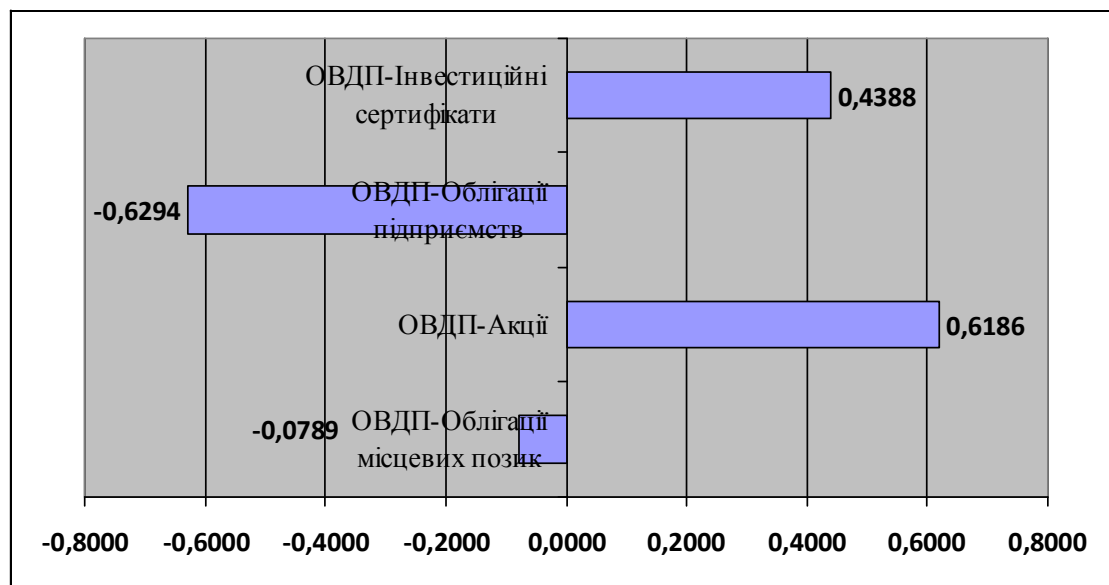
Йдеться про своєрідний «ефект витіснення», коли активна емісійна стратегія держави призводить до скорочення інших сегментів ринку цінних паперів. Якщо математично обрахувати рівень зв'язку за допомогою коефіцієнта кореляції, отримаємо цілком прогнозований результат: від'ємний показник кореляції для облігацій місцевих позик та облігацій підприємств, що фактично підтверджує існування «ефекту витіснення» (рис. 3).

Таблиця 1

Обсяги випуску окремих цінних паперів в Україні

Показник	Роки					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Випуск облігацій внутрішніх державних позик (млрд грн)	7,2	1,6	3,6	23,5	74,5	70,7
Випуск облігацій внутрішніх місцевих позик (млрд грн)	0,35	0,083	0,156	0,974	0,37	0
Випуск акцій (млрд грн)	24,81	43,54	50	46,14	101,7	41,46
Випуск облігацій підприємств (млрд грн)	12,74	22,07	44,48	31,35	10,11	9,41
Випуск інвестиційних сертифікатів (млрд грн)	23,06	16,61	31,12	65,37	47,2	36,6

Джерело: складено автором за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і Національного банку України [2, 10]



Джерело: розрахунки автора

Рис. 3. Кореляція показників обсягів випуску окремих видів цінних паперів та ОВДП в Україні

Однак зводити проблему ринку державних цінних паперів в Україні тільки до надмірного домінування фіскальних інтересів держави в поєднанні з витісненням інших позичальників з ринку боргового капіталу, на нашу думку, не варто. Важливою проблемою є також відповідність характеристик облігацій внутрішніх державних позик інвестиційним уподобанням головних груп інвесторів в Україні. Саме диспропорції у цій площині містять головні загрози для стабільного розвитку цього сегменту у середньотривалості перспективі, адже ситуація, коли основним покупцем таких фінансових інструментів є

банківські установи разом з Національним банком України, є неприйнятною та небезпечною з погляду макроекономічних тенденцій.

Якщо орієнтуватися на обсяг виконаних договорів торгівцями цінними паперами в розрізі окремих фінансових інструментів, виявиться тенденція до поступового і невпинного зростання цього показника для державних цінних паперів як в абсолютному значенні, так і з погляду частки в загальному обсязі. Так, у 2009 році державні облігації вийшли на третє місце за обсягом договорів, випередивши облігації підприємств та поступаючи акціям та векселям (табл. 2)

Таблиця 2

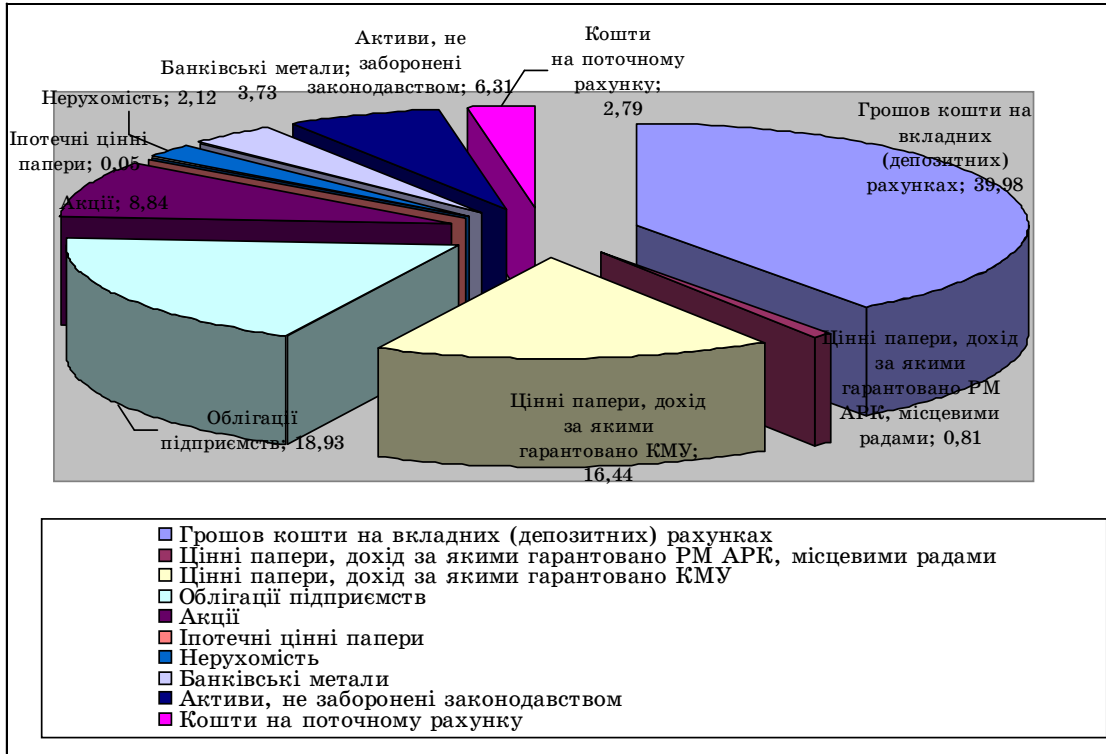
Обсяги виконаних договорів торгівцями цінних паперів в розрізі окремих інструментів

Тип інструмента	Роки			
	2006	2007	2008	2009
обсяг виконаних договорів торгівцями цінних паперів, млрд грн	492,78	754,31	883,42	1067,26
акції	225,65	283,54	352,82	470,73
векселі	142,23	212,64	191,84	268,76
депозитні сертифікати НБУ	1,08	14,85	15,94	0
державні облігації	40,85 (4)	59,86 (4)	62,49 (4)	98,99 (3)
облігації підприємств	62,38	134,73	205,21	81,13
ощадні сертифікати	3,1	3,2	7,68	70,35
інвестиційні сертифікати	14,24	40,43	43,94	76,31
деривативи	0,26	0,15	0,27	0,1
облігації місцевих позик	2,85	4,31	2,2	0,66
іпотечні цінні папери	0,11	0,56	0,67	0,1
заставні цінні папери	0,03	0,04	0,36	0,14
сертифікати ФОН	0	0	0	0,01

Джерело: складено автором за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [2]

Проте тенденція до збільшення обсягів договорів, виконаних торгівцями цінними паперами, не відображається адекватно на збільшенні частки державних цінних паперів в активах інституційних інвесторів – недержавних пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування та стра-

хових компаній, залишаючись переважно «банківським» ринком. Так, якщо орієнтуватися на структуру інвестування коштів НПФ, то цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, у 2009 році займали тільки 16,44 % (або 141 031,47 тис. грн) (рис. 4).



Джерело: складено автором за даними Держфінпослуг [11].

Рис. 4. Напрями інвестування грошових коштів учасників НПФ у 2009 році

Зазначимо, що загальна стратегія інвестування для недержавних пенсійних фондів відрізняється від інших інституційних інвесторів і орієнтована, насамперед, не на отримання високих прибутків, а на збереження капіталу, що відповідно пояснює доволі значну частку державних цінних паперів у структурі активів вітчизняних НПФ. Разом з тим, за результатами 3 кварталу 2010 року відбулося незначне збільшення абсолютного показника інвестування в державні цінні папери з одночасним скороченням частки таких інвестицій. Станом на початок 4 кварталу 2010 року цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, становили 155.9 млн грн, або 14,7% від загальної вартості активів НПФ.

Деяко відмінною є ситуація з інвестуванням на ринку державних цінних паперів інститутами спільного інвестування (вона, насамперед, визначаєть-

ся типологією інвестиційних фондів) (табл. 3).

З даних табл. 3 чітко видно залежність між типом інституту спільного інвестування та часткою державних цінних паперів у структурі їхніх активів. Зокрема, найбільш привабливими такі фінансові інструменти є для фондів, щодо яких висуюються найвищі вимоги до ліквідності активів – ІСІ відкритого та інтервального типів, тоді як для закритих і венчурних ІСІ такий вид інвестування активів фактично не використовується.

Не надто популярними напрямками вкладень коштів є цінні папери, що емітуються державою, і з погляду вітчизняних страхових компаній – так, протягом 2007–2009 рр. частка цього виду активів коливалася в межах 1,0–2,2% [11]. Підкреслимо, що хоча офіційна статистика не дає можливості чітко визначити частки кожної з головних груп інвесторів, існують опосе-

**Частка облігацій внутрішньої державної позики в структурі активів ІСІ
в Україні у 2006–2009 рр.,%**

Тип ІСІ	Роки			
	2006	2007	2008	2009
ІСІ відкритого типу	4,97	3,37	2,67	8,57
ІСІ інтервального типу	1,55	0,99	3,26	3,91
Закриті ІСІ (невенчурні)	0	0	0	0,52
Венчурні фонди	0	0	0	0,03

Джерело: складено автором за даними УАІБ [1]

редковані факти, які дозволяють зробити висновок про повну відсутність індивідуальних інвесторів на ринку облігацій внутрішньої державної позики в Україні.

Отже, оцінюючи місце та роль ринку державних цінних паперів на фондовому ринку України, необхідно, на наш погляд, виходити з наступного:

- внутрішній ринок державних цінних паперів залишається нестабільним з високою волатильністю, а головні параметри його розвитку формуються на рівні фіскальних потреб держави, з мінімальним врахуванням інтересів учасників фондового ринку. Відповідно, на сучасному етапі існує певний «розрив» між ринком державних цінних паперів та іншими сегментами вітчизняного фінансового ринку;

- кількісні та якісні параметри фінансових інструментів не задовольняють як самого емітента (державу), так і потенційних інвесторів. В умовах дефіциту ресурсів формується висока вартість запозичень, що призводить до зростання боргового навантаження на державний бюджет, разом з тим, на рівні інвесторів сформовано високий рівень недовіри до державних цінних паперів;

- однією із визначальних проблем вітчизняного ринку державних інструментів залишається майже повна відсутність на ньому індивідуальних інвесторів. Без вирішення цієї проблеми не варто розраховувати на зростання інвестиційного потенціалу цього сегменту фондового ринку.

Таким чином, можна зробити висновок, що необхідна докорінна зміна ідеології розвитку ринку державних цінних паперів в Україні, оскільки як в прагматичній площині, так і в правовому оформленні його відносин [7] продовжує домінувати бажання держави здійснювати емісію таких фінансо-

вих інструментів у періоди дефіциту фінансових ресурсів на будь-яких умовах.

Відповідно, першочерговим завданням є забезпечення стабільності в розвитку сек'юритизованого сегменту державних запозичень, що створить передумови для покращення інвестиційних характеристик державних цінних паперів. Відхід від суто фіскальних підходів є вигідним і державі-емітентові, і іншим суб'єктам, які отримують привабливий інструмент для інвестування в Україні.

ЛІТЕРАТУРА

1. Аналітичні матеріали [Електронний ресурс.] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу [сайт] УАІБ. — Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua>. — Назва з екрану.
2. Аналітика [Електронний ресурс.] // Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку [сайт]. — Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua>. — Назва з екрану.
3. Бюджетний менеджмент [Текст]: підручник / В. Федосов [та ін.]; заг. ред. В. Федосов; Київський національний економічний ун-т. - К.: КНЕУ, 2004. - 864 с.
4. Державний борг [Електронний ресурс.] // Міністерство фінансів України [сайт] Мінфін України. — Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>. — Назва з екрану.
5. *Заверуха І.Б.* Державний борг України: проблеми правового регулювання [Текст] / І. Б. Заверуха; Львівський національний ун-т ім. Івана Франка. - Л.: Видавничий центр ЛНУ ім. І.Франка, 2006. - 309 с.
6. *Зражевська Н. В.* Зовнішній державний борг у фінансовій системі України [Текст]: дис... канд. екон. наук: 08.04.01 / Зражевська Наталія Вікторівна; Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. - К., 2005. - 246 арк.

7. Концепція розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009-2013 роки [Електронний ресурс] // Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>. - Назва з екрана.

8. *Опарін В. М.* Фінансова система України [Текст]: теоретико-методологічні аспекти / В. М. Опарін; Київський національний економічний ун-т. - К.: КНЕУ, 2005. - 239 с.

9. *Рак. Р.В.* Світовий досвід функціонування ринку державних цінних паперів // Науковий вісник Національного університету ДПС України (економіка, право). - 1(48). - 2010. - с. 166-122.

10. Річний звіт [Електронний ресурс.] // Національний банк України [сайт] НБУ. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>. - Назва з екрану.

11. Українські ринки фінансових послуг [Електронний ресурс.] // Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України [сайт] Держфінпослуг України. — Режим доступу: <http://www.dfp.gov.ua>. - Назва з екрану.

12. *Федосов В.М.* Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями [Текст] / В. Федосов [и др.]; наук. ред. В. Федосов; Київський національний економічний ун-т. - К.: КНЕУ, 2002. - 387 с.

РІПНУ