

РОЗВИТОК РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ЯК СКЛАДОВА УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ

У статті проаналізовано потенціалу ринку державних цінних паперів як механізму трансформації заощаджень населення у державні запозичення. Визначено заходи щодо підвищення привабливості державних цінних паперів України для інвесторів-домогосподарств. Запропоновано концепцію побудови роздрібною системою продажу бездокументарних державних цінних паперів населенню.

Ключові слова: управління державним боргом, ринок державних цінних паперів, бездокументарні цінні папери, депозитарна система, депозитарні послуги.

Постановка проблеми. Основним завданням ринку державних цінних паперів є забезпечення держави позиковими фінансовими ресурсами. Таке забезпечення повинно здійснюватися на засадах ефективності та економності, тобто жоден з елементів ринку, у тому числі інфраструктура ринку, не повинен обтяжувати боргову політику держави додатковими витратами, викликаними необхідністю підтримання того чи іншого елемента або недоліками у їх роботі.

Залежно від того, чи виконує ринок своє основне завдання у сфері державних запозичень, складається внутрішня структура державного боргу: при стабільно функціонуючому ринку переважає внутрішній державний борг, при нестабільності та вузькості національного ринку – зовнішній державний борг. Україну можна віднести до країн з другою структурою державного боргу, тому актуальність досліджень потенціалу національного ринку державних цінних паперів генерувати необхідні державі додаткові фінансові ресурси понад бюджетні доходи не викликає сумніву.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню ринку державних цінних паперів присвячено наукові роботи багатьох вчених. В праці Г. Кучера [9] розкрито особливості розвитку внутрішнього ринку державних боргових зобов'язань в Україні. Цікавим є аналіз стану розвитку ринку державних запозичень в Україні в контексті проблематики покриття державного дефіциту [16].

Окрема група науковців досліджує сучасні напрями реалізації боргової політики в Україні та засади управління державним боргом, приділяючи значну увагу управлінській складовій цього процесу «debt management», специфіці управління в умовах дисбалансів світової економіки, проблемам обслуговування державного боргу тощо [4; 11; 15]. Треба відзначити, що результати досліджень, проведених К. Єкимовою, В. Каменською, Н. Кондрацькою [5-7], містять пропозиції по активізації діяльності на ринку державних цінних паперів з метою зниження вартості залучення та обслуговування державних запозичень.

Невирішені частини проблеми. Вітчизняні науковці визначають широке коло заходів із вдосконалення стратегії та тактики управління державним боргом України: регулювання державного дефіциту, врахування особливостей управління системою умовних зобов'язань, підвищення кредитного рейтингу України, активна політика управління державним боргом тощо. Проте, на думку автора, пропозиції щодо підвищення ефективності функціонування ринку державних цінних паперів розглядаються в узагальненому вигляді із недостатнім рівнем обґрунтування та деталізації, недостатньо уваги приділено також міжнародному досвіду активізації потенціалу домогосподарств як позичальників держави і конкретним розробкам заходів щодо його застосування в Україні.

Метою дослідження є аналіз потенціалу ринку державних цінних паперів як механізму трансформації заощаджень населення у державні запозичення.

Основні результати дослідження. Безпека держави, зокрема в економічно-фінансовому аспекті, ставиться за одну з головних цілей здійснення державної політики. Значення фінансової безпеки полягає в достатньому фінансуванні пріоритетних завдань соціально-економічного розвитку країни із забезпеченням надійного балансу джерел такого фінансування (власних та запозичених). Як демонструють сучасні світові реалії, здійснення внутрішньої

виваженої боргової політики, загостреної глобалізацією фінансових ринків, є актуальною проблемою майже всіх країн світу.

Україна не є виключенням, і, на думку багатьох експертів, знаходиться у пограничному переддефолтному стані. Однак, Урядом України реалізується боргова політика, спрямована на суттєве зниження ризиків у сфері державних запозичень: прийняті Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2012-2014 роки [1] та Концепція розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009-2013 роки [2]. Згідно даних документів та узагальнення наукових досліджень основними проблемами щодо управління державним боргом України є:

– диспропорція у структурі державного боргу в розрізі зовнішнього та внутрішнього: за станом на 31.12.2012 р. сукупний внутрішній борг (враховуючи внутрішній гарантований борг) склав 40 % [12], але в Україні встановлене критичне значення такого індикатору на рівні не менше 50 %;

– більш висока вартість державних запозичень на внутрішньому ринку порівняно з їх вартістю на зовнішніх ринках. Середньозважена дохідність державних цінних паперів для зовнішнього ринку була завжди на 3-4 % нижче ніж у ОВДП. Необхідність підвищення дохідності ОВДП в першу чергу була пов'язана з низькою їх ліквідністю та спробами Уряду підвищити привабливість державних цінних паперів для вітчизняного інвестора;

– зростання видатків Державного бюджету України на обслуговування боргу. Згідно табл. 1, за період 2008-2012 рр. обсяг видатків на обслуговування державного боргу зростає як в абсолютних, так і відносних показниках. У 2012 р. 10 % видатків були спрямовані на обслуговування боргу, а це менше ніж фінансування оборони, охорони здоров'я у цьому ж році за кошти державного бюджету, і практично дорівнює обсягам видатків на освіту. За п'ять років питома вага цих видатків зросла у 5 разів, що відповідно впливає на недофінансування інших важливих функцій держави.

Таблиця 1

Видатки Державного бюджету України на обслуговування боргу у 2008-2011 рр.

розроблено за [3]

Показник	2008 рік	2009 рік	2010 рік	2011 рік	2012 рік
Загальні видатки без врахування міжбюджетних трансфертів, млрд грн	182,38	180,26	225,82	238,58	294,47
Видатки на обслуговування боргу, млрд грн	3,77	9,04	15,54	23,13	29,58
Питома вага видатків на обслуговування боргу в загальному обсязі видатків без врахування міжбюджетних трансфертів, %	2,07	5,01	6,88	9,70	10,05

Примітка. У 2008-2011 рр. використані фактичні показники виконання, а у 2012 р. – планові показники з урахування внесених змін.

Глобалізаційні процеси призвели до розповсюдження ознак фінансової кризи, до загострення конкуренції на світовому ринку капіталів і значно скоротили можливість країн з недостатнім кредитним рейтингом отримання кредитів за низькими ставками без додаткових умов і втручання у суверенну політику держави.

Таким чином, Україні необхідно шукати внутрішні резерви мобілізації кредитування держави її резидентами. Найчастіше формою державних запозичень на внутрішніх ринках є випуск державних цінних паперів, тому саме зміни у цій сфері приведуть до вирішення вище перелічених проблем.

Вбачається перспективним напрям розширення кола інвесторів держави, переліку боргових інструментів із врегульованими ставками доходності, вдосконалення інфраструктури ринку цінних паперів як елемент зниження витрат на обіг державних цінних паперів.

Щодо кола інвесторів погоджуємося з думкою К. Єкимової, В. Каменської, Н. Кондрацької [5-7], що недостатньо використовується потенціал населення як можливого кредитора держави.

Обсяги неорганізованих заощаджень домогосподарств в Україні можна приблизно оцінити за показником «обсяг готівки поза банками». Станом на кінець 2011 р. він склав

192,7 млрд грн. [13], що становить 14,6 % від ВВП. За прогнозами іноземних фахівців, заощадження населення в найближчі 4-5 років підвищаться у середньому до 20,5 % ВВП України [8, с. 245].

В середньому домогосподарство, як потенційного інвестора, можна оцінити наступним чином:

- дрібний інвестор (згідно даних Незалежної асоціації банків України [10] середній розмір депозиту на душу населення в Україні склав 7583 грн, або в перерахунку – 948 дол. США, але цей розрахунок усереднений (обсяг депозитів на кількість населення України), здійснений без зважування на питому вагу кількості депозитних рахунків з різним обсягом коштів);
- схильність до ризику – мінімальна (на теперішній час більшість організованих заощаджень населення представлені у вигляді депозитів у фінансових корпораціях);
- основна мотивація – запобігання знеціненню (основними об'єктами вкладання коштів у населення є іноземна валюта, дорогоцінні метали або коштовності, нерухомість, транспортні засоби; при чому найчастіше всі об'єкти використовуються за призначенням, не переводяться назад у грошові кошти, і основна мета цих вкладень – не втратити купівельну спроможність національної грошової одиниці);
- період тримання боргового активу – до погашення.

На теперішній час домогосподарства найчастіше виступають покупцями державних цінних паперів не напряму, а через інституційного інвестора. Однак, аналізуючи склад активів діючих інститутів спільного інвестування (ICI) за даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, можна сказати, що державні цінні папери займають менше 1 % у структурі їх активів (приблизно 104 млн грн). У структурі загальних активів недержавних пенсійних фондів (НПФ) частка державних цінних паперів складає 15 %, але сукупна вартість активів НПФ не перевищувала на кінець 2011 р. 1,38 млрд грн (див. табл. 2).

Треба відмітити, що у 2012 р. Уряд здійснював розміщення казначейських зобов'язань двох серій на загальну суму 200 млн дол. США серед фізичних осіб. Серія А розміщена повністю, серію Б почали розповсюджувати з 30.11.2012 р. Цей крок є, безперечно, вдалим заходом з конвертації заощаджень населення на додаткових ресурс для здійснення державних видатків.

Попри вдалу концепцію випуску казначейських зобов'язань можна висловити декілька зауважень: по-перше, номінальна вартість у 500 доларів США виглядає досить суттєвою для середнього господарства; по-друге, випуск здійснений в документарній формі на пред'явника: з одного боку це виправдано через те, що фізичній особі необхідно мати матеріальне підтвердження наявності у неї цінного папера – чистий психологічний ефект, а з другого – наявна тенденція бездокументарного обігу цінних паперів, і для певних груп населення вже зручно мати цінний папір у вигляді електронного запису.

Таблиця 2

Обсяги державних цінних паперів в активах інституційних інвесторів в Україні
розроблено за [14; 18]

Показники	2007 рік	2008 рік	2009 рік	2010 рік	2011 рік
Частка державних цінних паперів у структурі активів ICI, %	2,01	1,21	0,85	3,28	1,05
Частка державних цінних паперів у структурі активів НПФ, %	1,30	-	-	-	15,04
Вартість державних цінних паперів в активах ICI, млн грн	74,37	63,53	55,08	287,33	103,92
Вартість державних цінних паперів в активах НПФ, млн грн	3,62	-	-	-	207,55
Вартість активів ICI (невенчурних), млрд грн	3,70	5,25	6,48	8,76	9,88
Вартість активів НПФ, млн грн	278,47	599,49	846,78	1130,00	1380,00

Щоб залучити населення активно інвестувати у цінні папери Уряду необхідно запропонувати раціональний асортимент боргових інструментів з різним рівнем доходності та термінами погашення. Цікавим є досвід США, де випускають з обігом до року дисконтні цінні папери (Treasury bills), з купонною виплатою є два види цінних паперів: від року до 10 років (Treasury notes) та більше 10 років (Treasury bonds), безінфляційні цінні папери (Treasury Inflation-Protected Securities), довгострокові цінні папери з обмеженим обігом (U.S. Savings

Bonds). Всі цінні папери, крім останнього виду, є ліквідними. Мінімальна номінальна вартість не перевищує 100 дол. США [20].

В Україні можуть значним попитом користуватися у помірних та традиційних інвесторів безінфляційні цінні папери за умови правильної реклами, і для Уряду обслуговування такого запозичення буде значно дешевшим. Виплата купонного доходу та погашення боргового зобов'язання розраховуються на підставі номінальної вартості цінного паперу з урахуванням темпів інфляції. Офіційним показником може вважатися індекс споживчих цін, що розраховується щомісячно Державною службою статистики України. Не враховуючи кризового 2008 р., інші роки характеризувалися суттєвим переважанням середньозваженої відсоткової ставки за внутрішніми запозиченнями над індексом споживчих цін в середньому на 4-5 % (див. табл. 3).

Таблиця 3

Індикатори розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів у 2008-2011 рр., %

розроблено за [12-13.]

Показник	2008 рік	2009 рік	2010 рік	2011 рік
Середньозважена відсоткова ставка за внутрішніми запозиченнями	11,51	20,20	12,71	8,91
Індекс споживчих цін (до грудня попереднього року)	122,30	112,30	109,10	104,60

Необхідно приділити значну увагу встановленню номінальної вартості державного цінного папера з метою зацікавлення домогосподарств з середнім рівнем доходів. Для наукового обґрунтування прийнятної вартості цінного папера необхідно використовувати показники середнього доходу на одне домогосподарство, середню схильність до заощаджень, середню схильність до заощаджень у формі фінансових активів. Номінальна вартість повинна диференціюватися в залежності від строку обігу цінного папера: домогосподарства легше інвестують більші обсяги грошових коштів на короткострокові періоди до 2 років (підтвердженням цього факту є структура депозитів населення у фінансових корпораціях за терміном погашення); довгострокові цінні папери повинні мати нижчу номінальну вартість.

Взагалі світовий фондовий ринок характеризується бездокументарною формою обігу цінних паперів, і, як свідчать статистичні дані (номінальна вартість цінних паперів на рахунках депонентів у зберігачів цінних паперів дорівнює 541,65 млрд. грн, а у реєстраторів – 70,42 млрд. грн [14]), в Україні активно реалізуються процеси дематеріалізації. ОВДП згідно законодавства можуть випускатися виключно у бездокументарній формі, казначейські зобов'язання зберігають дві форми випуску. Однак, сам обіг сертифікатів стає додатковим джерелом витрат держави на управління державним боргом: сертифікати цінних паперів є документами суворої звітності, які повинні містити захисні елементи, їх виробництво потребує додаткових бюджетних коштів; необхідною стає процедура інкасації, перевірки фальсифікації тощо. Все це свідчить на користь випуску та обігу державних цінних паперів у бездокументарній формі. В даному випадку інвестору необхідно відкривати рахунок у депозитарній установі – зберігачі цінних паперів.

Сьогоднішня депозитарна інфраструктура ринку цінних паперів розрахована на активного інвестора з великими обсягами операції з цінними паперами та регулярним оновленням складу портфелю. Однак переважна більшість інвесторів-домогосподарств під цю категорію не підпадають, і для них додаткові щомісячні витрати на обслуговування рахунків у депозитарних установах є обтяжливими і можуть дорівнювати щомісячним інвестиційним доходам (див. табл. 4). Тому необхідно розробити окрему послугу зі зберігання бездокументарних цінних паперів в межах депозитарної системи для дрібних інвесторів зі звичною поведінкою зберігати цінні папери до їх погашення. Так як пропонується ця послуга виключно для державних цінних паперів, то безпосередньо цю функцію може виконувати НБУ, як депозитарій для державних цінних паперів.

Таблиця 4

Тарифи на депозитарні послуги зберігачів цінних паперів

розроблено за [17]

Назва депозитарної установи	Відкриття рахунку у ЦП	Закриття рахунку у ЦП	на абонентська	Зберігання цінних паперів на рахунку від номінальної вартості цінних паперів (щомісячно)	анія цінних паперів (за одну операцію від номінальної вартості)
АТ «Ощадбанк»	20	30	-	від 0,02% але не менше 1 грн для ЦП до 10000 грн до 50грн + 0,0005 % для ЦП більше 5000000 грн	0,02% але не менше 5 грн та не більше 500 грн
АТ «Укресімбанк»	50	5	10	2 грн для ЦП до 1000 грн; від 0,00011% за день, мін. 5 грн. (за місяць) для ЦП до 250000 грн до 0,00006% за день, мін. 5 грн. (за місяць) для ЦП понад 5000000 грн	0,01%, мін. 50 грн, макс. 500 грн
АТ «Райффайзен Банк Аваль»	50	-	-	Зберігання державних цінних паперів – 0.005% мін. 60 грн	на позабіржовому ринку – 400 грн; на біржі від 50 грн до 125 грн залежно від номінальної вартості ЦП
ПАТ «Промінвестбанк»	100	-	-	ОВДП 0,004% (не менше 100 грн.)	50
АТ «ОТП Банк»	100	-	20	0,005% але не менше ніж 50 грн та не більше 5000 грн	0,01% але не менше ніж 50 грн та не більше 300 грн за одну операцію

На базі НБУ необхідно побудувати автоматизовану систему роздрібного продажу державних цінних паперів всіх видів домогосподарствам в мережі Інтернет. Ця система дозволить відкривати населенню безкоштовні рахунки, де будуть зберігатися цінні папери. Комісійна винагорода за обслуговування та підтримання таких рахунків встановлюватися не буде. Для операцій у цій системі (придбання цінних паперів, реінвестування тощо) домогосподарствам необхідно буде перераховувати кошти у безготівковій формі на цей рахунок.

Розробка та впровадження подібних систем залучення дрібних інвесторів на ринок державних цінних паперів відповідає рекомендаціям експертів Світового банку щодо розбудови ринку державних запозичень у країнах, що розвиваються [19]. В розвинених країнах роздрібні системи продажу документарних та бездокументарних державних цінних паперів існують вже багато років (National Savings Stock Register у Великобританії, TreasuryDirect у США тощо).

Висновки. Підсумовуючи вище наведене, можна зазначити, що в Україні недоліки в управлінні державним боргом пов'язані з недостатнім розвитком ринку цінних паперів, зокрема державних цінних паперів. Слабка політика держави щодо диверсифікації інструментів, їх термінів та відсоткових ставок з метою залучення внутрішнього інвестора демонструє неможливість акумуляції достатніх коштів для покриття дефіциту Державного бюджету України та підтримки інвестиційних проєктів. Лише активізації інвестиційного процесу на внутрішньому ринку державних цінних паперів може привести до відновлення фінансової безпеки України. Необхідними заходами у напрямку залучення домогосподарств на ринок державних цінних паперів є:

- розширення переліку державних цінних паперів з різними термінами погашення, формами виплати доходу, можливістю відокремлення обігу купонів від обігу номіналу;
- врахування сучасного рівня доходів домогосподарств при встановленні номінальної вартості державних цінних паперів (наприклад, казначейських зобов'язань);
- розробка бездокументарної інтернет-системи роздрібного продажу державних цінних паперів населенню на безкоштовній основі.

Подальші дослідження у даному напрямку будуть спрямовані на розробку механізмів скорочення трансакційних витрат у депозитарній системі України, пов'язаних з обігом державних цінних паперів.

Література:

1. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2012-2014 роки : Постанова Кабінету Міністрів України від 10.05.2012 № 607 [Електронний ресурс] // База даних «Законодавство України». – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=index>.
2. Про схвалення Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009-2013 роки : Розпорядження Кабінету Міністрів України від 25.03.2009 № 316-р [Електронний ресурс] // База даних «Законодавство України». – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=index>.
3. Виконання Державного бюджету / Державна казначейська служба України. [Електронний ресурс]. Режим доступу : <http://treasury.gov.ua/>.
4. Вівчар О. Й. Особливості управління державним боргом та методи його удосконалення / О. Й. Вівчар, М. Ю. Солдак // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. – 2011. – № 720. – С. 371-375.
5. Єкімова К. С. Аналіз боргової політики України / К. С. Єкімова // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. – 2011. – № 2(11). – С. 42-47.
6. Каменська В. П. Напрями оптимізації системи управління державним боргом України / В. П. Каменська // Економічний вісник університету. – 2011. – № 17/1. – С. 278-291.
7. Кондрацька Н. М. Державний борг України: стан, проблеми та перспективи / Н. М. Кондрацька, Р. В. Гринчуцький, О. В. Мулярчук // Проблеми раціонального використання соціально-економічного та природно-ресурсного потенціалу регіону: фінансова політика та інвестиції. – 2011. – № 1. – С. 24-34.
8. Кундицький О. О. Регіональні особливості фінансової бази інвестування в Україні / О. О. Кундицький // Науковий вісник НЛТУ України. – 2011. – Вип. 21.6. – С. 242-249.
9. Кучер Г. Розиток ринку внутрішніх державних боргових зобов'язань України / Г. Кучер // Вісник КНТЕУ. – 2011. – № 2. – С. 47-65.
10. Незалежна асоціація банків України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nabu.com.ua>.
11. Орленко О. В. Управління державним боргом України в умовах дисбалансів світової економіки / О. В. Орленко // Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції. – 2011. – № 2. – С. 16-18.
12. Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua>.
13. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
14. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua>.
15. Стричак Г. В. Проблеми обслуговування державного боргу / Г. В. Стричак, Г. А. Лех // Науковий вісник НЛТУ України. – 2012. – Вип. 22.10. – С. 274-278.
16. Тарасевич Н. В. Сучасний стан розвитку ринку державних запозичень в Україні / Н. В. Тарасевич, А. П. Тарасевич // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2012. – Вип. 1(44). – С. 129-139.
17. Тарифи для фізичних осіб-резидентів на депозитарні послуги зберігачів цінних паперів [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.oschadnybank.com>; <http://www.eximb.com/>; <http://www.aval.ua/>; <http://www.pib.com.ua/>; <http://www.otpbank.com.ua>.
18. Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.uaib.com.ua>.
19. Developing a Government Bond Market: An Overview [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www1.worldbank.org/finance/assets/.../Handbook_14955_chapter_1.pdf
20. TreasuryDirect [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.treasurydirect.gov>.

Т. В. Стеценко

РАЗВИТИЕ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ КАК СОСТАВЛЯЮЩАЯ УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ УКРАИНЫ

В статье проанализирован потенциал рынка государственных ценных бумаг как механизма трансформации сбережений населения в государственные займы. Определены мероприятия по повышению привлекательности государственных ценных бумаг Украины для инвесторов-домохозяйств. Предложена концепция розничной системы продажи бездокументарных государственных ценных бумаг населению.

Ключевые слова: управление государственным долгом, рынок государственных ценных бумаг, бездокументарный ценные бумаги, депозитарная система, депозитарные услуги.

T. Stetsenko

DEVELOPMENT OF STATE SECURITIES MARKET AS A PART OF MANAGEMENT BY NATIONAL DEBT IN UKRAINE

In the article potential of state securities' market is analyzed as a mechanism of transformation of population economies in state loans. Measures are certain on the increase of attractiveness of Ukrainian state securities for individual investors. Conception of the retail system of book-entry state securities' sale to the population is offered.

Keywords: management by a national debt, market of state securities, book-entry securities, depositary system, depositary services.

Надійшла до редакції 25.02.2012 р.