

Економічні науки

УДК 336.72

Наконечна Юлія Леонідівна

кандидат економічних наук, доцент

Київський національний університет імені Тараса Шевченка

Наконечная Юлия Леонидовна

кандидат экономических наук, доцент

Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко

Nakonechna Yuliia

PhD in Economics, Associate Professor

Taras Shevchenko National University of Kyiv

Ібрагімова Лілія Ровшанівна

студент

Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Ибрагимова Лилия Ровшановна

студент

Киевского национального университета имени Тараса Шевченко

Ibrahimova Liliia

Student of the

Taras Shevchenko National University of Kyiv

**РИНОК ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ: СТАН ТА
ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ
РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ УКРАИНЫ:
СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ
GOVERNMENT SECURITIES MARKET OF UKRAINE: STATE AND
DEVELOPMENT PROSPECTS**

Анотація. У статті досліджено актуальні питання розвитку ринку державних цінних паперів як інструмента фінансування дефіциту бюджету та управління державним боргом. Розглянуто теоретичні положення щодо сучасної ролі ринку державних цінних паперів та проаналізовано структуру та динаміку обсягів випущених облігацій внутрішньої державної позики в розрізі державної заборгованості. Наведено інформацію щодо розміщення державних боргових цінних паперів за останні п'ять років. Зроблено аналіз середньозваженої доходності за ОВДП, термінів запозичень, зокрема, перевищення обсягів розміщення державних облігацій над сумами їх погашення, що у свою чергу характеризує ефективність бюджетно-боргової політики уряду в сфері функціонування ринку державних цінних паперів.

Ключові слова: державні цінні папери, державний борг, облігації внутрішньої державної позики, ринок державних цінних паперів, боргові цінні папери, державні запозичення.

Аннотация. В статье исследованы актуальные вопросы развития рынка государственных ценных бумаг как инструмента финансирования дефицита бюджета и управления государственным долгом. Рассмотрены теоретические положения о современной роли рынка государственных ценных бумаг и проанализированы структура и динамика объемов выпущенных облигаций внутреннего государственного займа в разрезе государственной задолженности. Приведена информация по размещению государственных долговых ценных бумаг за последние пять лет. Сделан анализ средневзвешенной доходности по ОВГЗ, сроков заимствований, в частности, превышение объемов размещения государственных облигаций над суммами их погашения, в свою очередь характеризует эффективность бюджетно-долговой политики правительства в сфере функционирования рынка государственных ценных бумаг.

Ключевые слова: государственные ценные бумаги, государственный долг, облигации внутреннего государственного займа, рынок государственных ценных бумаг, долговые ценные бумаги, государственные заимствования.

Summary. The article deals with topical issues of the development of the government securities market as a tool for financing the budget deficit and managing the public debt. Theoretical provisions on the current role of the government securities market are considered and the structure and dynamics of the volume of domestic government bonds issued in the context of government debt are analyzed. Information on the placement of government debt securities over the past five years is provided. The analysis of the weighted average yield on government bonds, terms of borrowings, in particular, excess of the volume of placement of government bonds over their repayment amounts, which in turn characterizes the effectiveness of the government's debt policy in the sphere of functioning of the government securities market.

Key words: government securities, state debt, T-bills, government securities market, debt securities, government borrowing.

Вступ. Розвинутий та ефективно функціонуючий ринок державних цінних паперів здатний забезпечити необхідний ресурсний потенціал для розвитку всіх галузей економіки, оновлення та розширення виробництва, вирішення нагальних соціальних проблем тощо. Державні запозичення на ринку облігацій внутрішніх державних позик (ОВДП) зумовлюють акумулювання національної валюти на грошовому ринку, що впливає на зниження показників інфляції, стримує зростання курсу іноземних валют.

Одним з найголовніших завдань розвитку ринку державних запозичень є розміщення ОВДП з метою фінансування дефіциту бюджету, або рефінансування державного боргу на умовах балансу інтересів

держави та її прагнення щодо зменшення вартості внутрішніх запозичень та інтересів інвесторів, яким має бути вигідно вкладати свої кошти в цей інструмент. На сьогодні на ринку України стрімко запроваджується інститут первинних дилерів, передумовами виникнення якого слугують саме розміщення ОВДП. Це зумовлює зростання стабільності ринку боргових цінних паперів України, залучення нових інвесторів у даний сегмент ринку, також сприяє зменшенню вартості внутрішнього боргу, полегшує процес залучення грошових надходжень до бюджету країни.

Ступінь наукової розробки. В сучасних колах економістів та фінансових аналітиків досить часто обговорюються питання переваг та недоліків використання ОВДП як джерела фінансування дефіциту бюджету та інструмента управління державним боргом. Сутність державних цінних паперів та їх ролі на ринку державних запозичень розглядалися у працях багатьох вчених. У вітчизняних економічних дослідженнях проблемам функціонування ринку державних запозичень присвятили праці такі науковці, як В. Базилевич, С. Боринець, О. Любкіна, І. Лютий, В. Шелудько [1-4]. У своїх працях вчені дослідили економічну природу та еволюцію державних цінних паперів, теоретичні аспекти формування та функціонування даного сегменту фінансового ринку. Тенденції розвитку державного ринку цінних паперів, проблеми зростання державного боргу від розміщення ОВДП висвітлено у роботах Т. Богдан, Н. Версаль, В. Козюка, Р. Рака [5-8]. У своїх дослідженнях вони приділяють увагу різноманітним питанням функціонування ринку державних цінних паперів як дієвого важеля реалізації боргової політики уряду.

Серед зарубіжних науковців, які у своїх дослідженнях приділяють увагу вартості боргових зобов'язань - державних цінних паперів, потрібно відзначити Робіна Гринвуда [9], який досліджував як фінансова спроможність держави, обсяги та структура державного боргу впливає на

дохідність облігацій та очікувані прибутки, розглядав визначальні чинники, що впливають на терміни обігу облігацій. Цікавими є праці, присвячені зарубіжному досвіду у цій сфері, зокрема стаття Ешлі Чорпнінг [10], яка приділила увагу різновидам державних цінних паперів та їх характеристикам.

Мета та завдання статті. Мета статті полягає у дослідженні ринку державних цінних паперів та визначенні перспектив його розвитку в Україні. Для досягнення мети було поставлено такі завдання: визначити сутність та властивості державних цінних паперів; охарактеризувати динаміку державного боргу; описати роль цінних паперів у структурі державного боргу; оцінити динаміку обсягів випуску цінних паперів за останні п'ять років; визначити основних покупців облігацій внутрішньої позики; проаналізувати середньозважену дохідність за ОВДП протягом досліджуваного періоду.

Виклад основного матеріалу дослідження. Вагому роль на ринку державних цінних паперів відіграють законодавчі та виконавчі органи державної влади. Адже, саме державні структури, формуючи чітку стратегію та використовуючи весь арсенал наявних засобів, здатні у найкоротші терміни та з найменшими втратами створити умови для становлення та розвитку цивілізованого фондового ринку. Проте, досвід країн з ринкової економіки свідчить про досить тісну взаємодію державних органів та суб'єктів ринку у регулюванні діяльності фондового ринку. У процесі такої взаємодії на державу покладаються обов'язки створення адекватної законодавчої бази, що дає змогу встановити єдині правила для всіх суб'єктів, які беруть участь у процесі купівлі-продажу державних облігацій.

Державні цінні папери - це свідоцтва про надання їх власниками позики державі в особі національного уряду та місцевих органів управління. Випуск боргових цінних паперів здійснюється державою з

метою державних витрат, якщо бракує бюджетних коштів. Держава гарантує викуп державних цінних паперів, через це вони вважаються першокласними цінними паперами з високим ринковим та кредитним рейтингом [11, с. 211].

Облігації внутрішньої державної позики - це внутрішні державні облігації, гарантом яких є Україна, яка зобов'язується відшкодувати пред'явнику цих облігацій їх номінальну вартість, а також виплатити дохід у відповідності до умов запозичень. Для пересічного інвестора ОВДП має ряд переваг у порівнянні з банківським депозитом. А саме: надання гарантії від держави, вища дохідність, відсутність оподаткування доходів фізичних осіб, отриманих від ОВДП, можливість дострокового продажу ОВДП на вторинному ринку.

Державні цінні папери зазвичай використовують як інструменти залучення позикових коштів для фінансування поточного дефіциту та обслуговування державного боргу.

Одним з першочергових завдань управління боргом країни є зростання частки державного боргу в національній валюті, що зменшує вразливість держави до зовнішніх факторів. Для успішного втілення цієї мети необхідним є забезпечення стабільності функціонування ринку, збільшити його потужність і ліквідність за рахунок підвищення довіри інвесторів до державних позик, вдосконалення і розширення спектру інструментів внутрішніх державних позик.

Регулювання державного дефіциту та боргу при формуванні портфеля державних цінних паперів залежить від певних факторів, але в той саме час справляє на них вплив, зокрема на рівень інфляції, курс валюти, активність суб'єктів підприємницької діяльності, ризики неповернення коштів для держави тощо.

Розглянемо структуру державного боргу за останні роки (рис. 1).

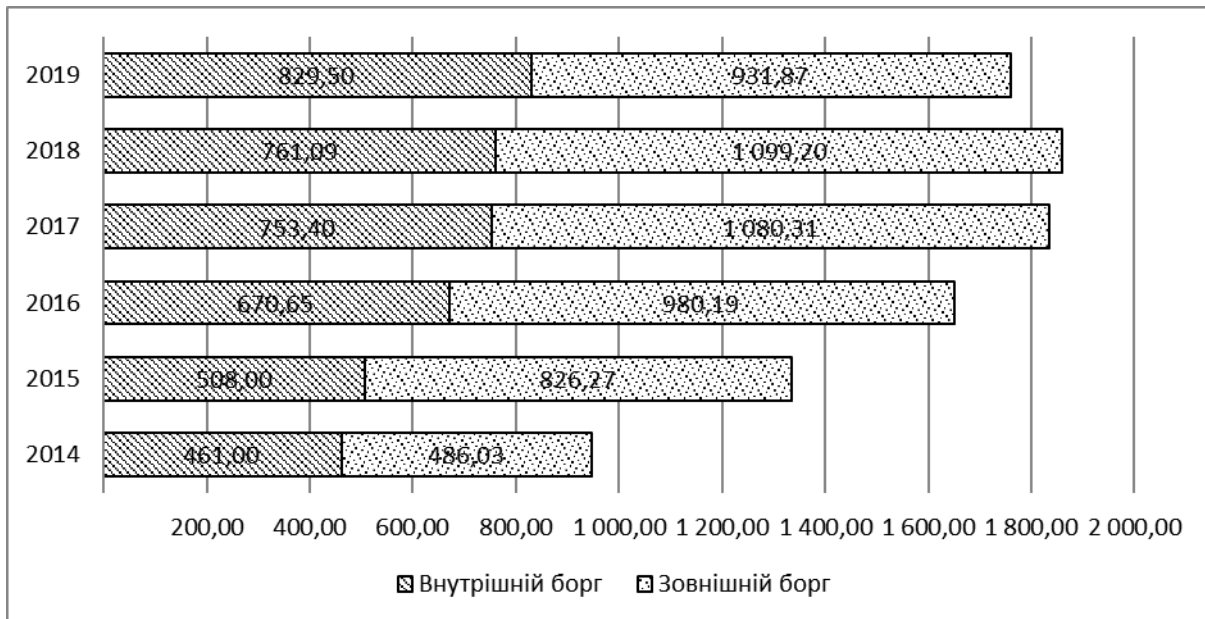


Рис. 1. Структура державного боргу у 2014-2019 рр., млн грн

Джерело: побудовано автором на основі [12-13]

Майже половину загальної суми державного боргу складають державні цінні папери, зокрема ОВДП та ОЗДП.

Випущені від імені держави цінні папери націлені на виконання певних завдань, зокрема фінансування бюджетних потреб. Іншою метою випуску державних цінних паперів є збільшення надходження іноземної валюти. При цьому держава не зобов'язана здійснювати в цих цілях випуск боргових зобов'язань в іноземній валюті. Окрім цього метою випуску державних цінних паперів є приведення в дію механізму впливу на інфляцію, її стримування (операції на відкритому ринку). У цьому випадку грошові засоби, отримані від випуску державних цінних паперів тимчасово вилучаються з обігу [14].

Динаміку обсягу державних цінних паперів України протягом 2015-2019 рр. наведено на рис. 2.

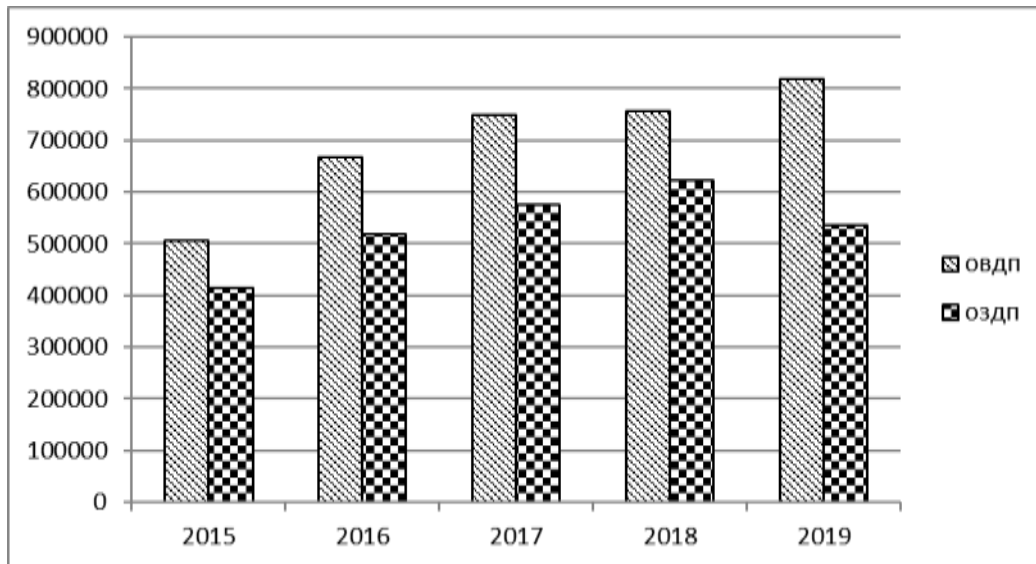


Рис. 2. Динаміка обсягу державних цінних паперів України протягом 2015-2019 рр., млн грн

Джерело: побудовано автором на основі [12; 15]

Як бачимо, обсяги ОВДП протягом останніх років мають тенденцію до зростання. Так обсяги облігацій внутрішньої державної позики з 505 175 млн грн у 2015 році зросли до 818 922 млн грн у 2019 році. Щодо облігацій зовнішньої державної позики, то обсяги даних цінних паперів у 2018 році склали 622 080 млн грн, що на 206 810 млн більше, ніж у 2015 році. Але в 2019 році обсяги ОЗДП скоротилися до 535 829 млн грн.

Основними покупцями ОВДП виступають банки, Національний банк України, нерезиденти та інші, які включають інші фінансові посередники, страхові корпорації, недержавні пенсійні фонди та допоміжні фінансові організації [16]. Тому варто розглянути ОВДП, що знаходяться в обігу у зазначених суб'єктів за сумою основного боргу (рис. 3).

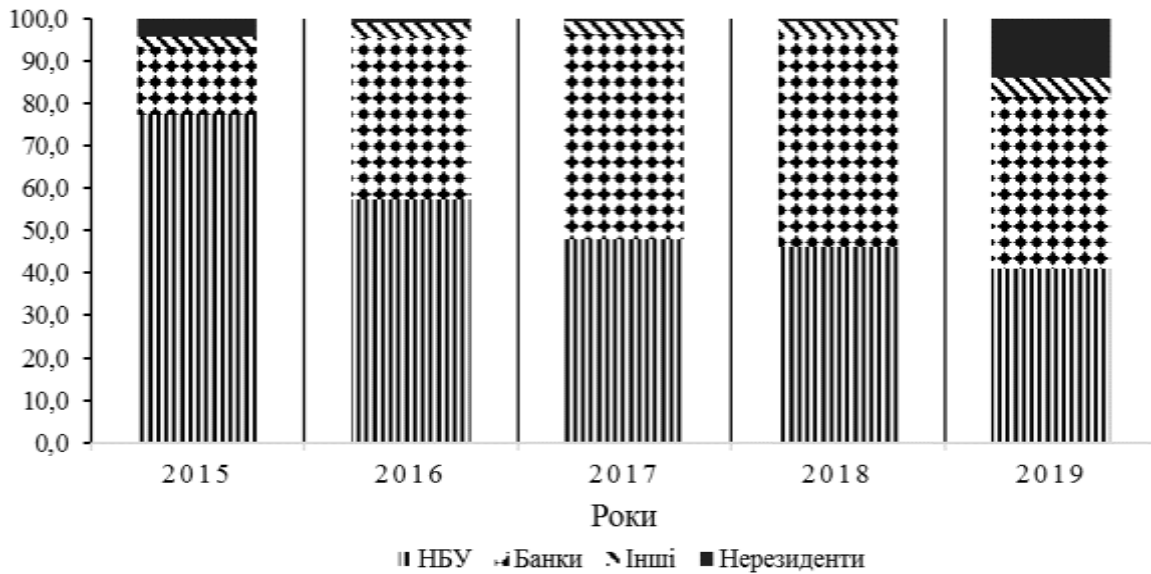


Рис. 3. Структура ОВДП, що знаходяться в обігу, за сумою основного боргу протягом 2015-2019 рр., у %

Джерело: побудовано автором на основі [12]

Найбільша частка внутрішніх державних облігацій належить Національному банку України та банкам (по 41% за 2015 р.). У 2015 році власником найбільшої частки ОВДП, яка становила 77%, був лише НБУ. У 2016 році частка в портфелі банків зростає, а в 2017 р. зрівнялась з часткою ОВДП у власності НБУ, в 2018р. навіть стала більшою на 4% порівняно з часткою НБУ.

Важливим показником ефективності функціонування ринку державних цінних паперів є їх дохідність, яка відображає з одного боку в грошовій формі дохід від інвестування коштів у фінансові активи, повну виплату за користування грошових коштів та вартість фінансування державних витрат. Внутрішні державні облігації містять деякі обмеження, які визначаються Міністерством фінансів України. Заявки розміщення облігацій, рівень дохідності яких перевищує ці обмеження, не задовольняються.

Середньозважена дохідність ОВДП при первинному розміщенні, а також залежно від терміну обігу облігації наведено у табл. 1.

Середньозважена дохідність за ОВДП у 2014-2019 рр.

Показник	Роки					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Дохідність, %						
від первинного розміщення	13,98	13,07	9,16	10,47	17,79	16,93
за залученими коштами до бюджету, у т.ч.	15,24	17,00	14,86	15,02	17,79	16,93
до 1 року	13,11	17,00	16,54	15,23	17,92	18,4
від 1 до 3 років	16,52	16,66	17,85	14,89	16,18	16,73
від 3 до 5 років	13,57	-	16,74	15,11	15,87	13,11
понад 5 років	15,50	-	6,5	-	-	15,31

Джерело: побудовано автором на основі [15]

За даними табл. 1 видно, що середньозважена дохідність за державними облігаціями досить сильно змінювалась протягом досліджуваного періоду. Так, у 2016 році відбулось значне зниження доходності від первинного розміщення ОВДП, тоді як у 2018 році спостерігалось стрімке зростання доходності інструментів державної позики за всіма видами ОВДП. Середньозважена дохідність за розміщеними облігаціями внутрішньої державної позики протягом 2019 року трохи знизилась порівняно з 2018 роком. Не спостерігалось чіткої тенденції щодо зростання чи зниження доходності облігацій, проте зазначимо, що вона однозначно зависока та обумовлює приплив спекулятивного капіталу на ринок державних цінних паперів в Україні, що значно посилює ризики їх «втечі» за умов перших фінансових негараздів в країні, що призведе підвищення попиту на іноземну валюту, відповідно до девальвації національної валюти та посилення боргової кризи.

Також варто відзначити, що рівень доходності за державними цінними паперами залежить від тактики, обраної інвестором. У разі вибору пасивної тактики куплені облігації зберігаються до погашення, після чого можуть бути реінвестовані. Активна тактика передбачає купівлю інструментів позики на первинному ринку з подальшим продажем на вторинному ринку.

На рівень дохідності внутрішніх державних облігацій впливає багато економічних показників, серед яких основними є середньозважена ставка за кредитами; середньозважена ставка за депозитами; ставка рефінансування Національним банком комерційних банків; темп інфляції.

Висновки. При достатньо розвиненій інфраструктурі, налагодженому правовому забезпеченні механізмів захисту інтересів інвесторів, емітентів, посередників, ринок державних цінних паперів може стати потужними драйвером розвитку фінансової системи, а на окремих етапах розвитку фондового ринку і всієї економічної системи. Проаналізувавши структуру державного боргу, зазначимо, що значну частку, майже половину займають облігації зовнішніх та внутрішніх позик, що свідчить про їх пріоритетну роль у реалізації боргової політики уряду на сучасному етапі. Можливість використання ОВДП, і як фінансового активу, і як інструменту грошово-кредитного ринку, дозволить найбільш ефективно використати грошові ресурси населення і підприємств для реалізації державних програм та інвестиційних проєктів. Це надає уряду можливість отримання надійного джерела фінансування для програм розвитку й скорочення витрат, внаслідок валютних коливань та обслуговування державного боргу.

Вищенаведений аналіз дає нам можливість дійти висновку, що за період 2015-2019 рр. спостерігалася стабільна тенденція у здійсненні емісії середньострокових державних облігацій, особливо дворічних та трирічних. Також характерною ознакою ринку державних облігацій останніх років стала тенденція до стрімкого збільшення випуску короткострокових ОВДП. Власниками державних облігацій є переважно НБУ, а також комерційні банки. Активно проводяться операції з внутрішніми державними облігаціями і на вторинному ринку, основну частину яких складають операції з купівлі-продажу ОВДП суб'єктами господарювання на позабіржовому ринку, тобто без посередництва організаторів торгівлі.

Розвиток вторинного ринку облігацій внутрішньої державної позики потребує спільних і скоординованих дій уряду та центрального банку.

Ми вважаємо за доцільне відмітити, що надто висока дохідність може негативно вплинути на ринок загалом, оскільки вона сприятиме залученню спекулятивного капіталу. Поява спекулятивних інвесторів підвищує ризики девальвації гривні, зміцнення іноземної валюти на ринку, що посилює залежність від зовнішніх чинників, несе ряд загроз пов'язаних з втратою покупців ОВДП.

Розвиток національного ринку державних позик сприяє фінансовій незалежності від інших країн, адже надаючи перевагу державним облігаціям може скоротитися зовнішній борг та витрати на його обслуговування. Український уряд має задіяти внутрішній потенціал економіки - значну кількість активів, якими володіють українські інвестори. Це може позитивно вплинути на зростання фінансових ресурсів країни. Слушною буде запровадження активної й зваженої політики державних запозичень на внутрішньому ринку. Необхідно створити умови прогнозованності та прозорості управління державними позиками залучених на ринку державних цінних паперів.

Література

1. Базилевич В.Д. Цінні папери [Текст]: підручник Затверджено МОН / За ред. В.Д. Базилевича. К., 2011. 1094 с
2. Економічна природа та призначення державних цінних паперів / С. Я. Боринець, Л. В. Могилко // Інвестиції: практика та досвід. 2011. № 13. С. 29-31.
3. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку [Текст]: монографія / І. О. Лютий, О.В. Любкіна [та ін.] ; заг. ред. І. О. Лютий; Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. К.: Центр учбової літератури, 2008. 431 с.

4. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: підручник. 2/е вид., стер. К.: Знання, 2008. 535 с.
5. Богдан Т. П. Стратегічне управління державним боргом в умовах нестійкої боргової позиції / Т. П. Богдан // Фінанси України. 2018. № 4. С. 75-92.
6. Версаль Н. Особливості функціонування міжнародного ринку боргових цінних паперів [текст] / Н. Версаль // Збірник наукових праць ДЕГУТ. 2012. №19. С. 317-325.
7. Козюк В. В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України: монографія / В. В. Козюк. Тернопіль: Карт-бланш, 2002. 238 с.
8. Рак Р. Ринок державних цінних паперів та його ліквідність / Р. Рак // Фінанси України. 2005. № 9. С. 116–121.
9. Федосов В.М. Теорія фінансів [Текст] : підручник / За ред. проф. В.М. Федосова, С.І. Юрія. К.: Центр учбової літератури, 2010. 576 с.
10. Greenwood R., Vayanos D. Bond Supply and Excess Bond Returns / The Review of Financial Studies, 2014. Vol. 27(3). PP. 663-713.
11. Chorpenning A. What are the different Types of Government Securities? / Smartasset. URL: <https://smartasset.com/investing/government-securities>
12. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <http://www.minfin.gov.ua>.
13. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2019–2022 роки. URL: <https://mof.gov.ua>
14. Чала Н.Д. Бюджетна система [Текст]: навч. посіб. Рекомендовано МОН / Н.Д. Чала, Лазоренко Л.В. К., 2010. 223 с.
15. Статистика фінансового сектору / офіційний сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#2fs>

16. Мошенський С.Г. Трансформаційні процеси на світових ринках цінних паперів / Мошенський С.Г. // Фінанси України. №7. 2009. С. 54-63.