

АНАЛІЗ СТАНУ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ¹

В економіках розвинутих країн державні цінні папери відіграють значну роль у фінансуванні державних видатків, підтриманні ліквідності банківської системи та розвитку економіки в цілому.

Під державними цінними паперами слід розуміти такі фінансові інструменти, які випускаються та гарантовано погашаються центральними та місцевими державними органами управління. До державних цінних паперів (ДЦП) в Україні можна віднести:

- облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик;
- облігації місцевих позик;
- приватизаційні папери;
- казначейські зобов'язання.

Ринок ДЦП виконує важливі макроекономічні функції. Він значною мірою впливає на кредитні ставки, стан бюджету, дохідність інших фінансових інструментів. За допомогою ринку державних запозичень регулюється рівень державних доходів і витрат, фінансуються потреби економіки та сплачуються борги.

За допомогою державних цінних паперів традиційно вирішуються такі завдання:

- 1) фінансування поточного дефіциту державного бюджету;
- 2) погашення позик, що були розміщені раніше;
- 3) усунення касової незбалансованості бюджету;
- 4) забезпечення комерційних банків та інших кредитно-фінансових установ високоліквідними резервними активами;
- 5) фінансування власних програм місцевих органів влади та капіталомістких проектів, а також залучення коштів у позабюджетні фонди [9];
- 6) забезпечення участі в приватизації всіх верств населення країни.

В українській практиці державні цінні папери використовуються і як засіб організації розрахунків між держбюджетом та юридичними особами — резидентами.

В Україні ринок ДЦП почав розвиватися з 1995 р. Спочатку він був представлений лише облігаціями внутрішньої державної

¹При проведенні аналізу використовувалися статистичні дані Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Міністерства фінансів України.

позики (ОВДП), згодом почали з'являтися облігації зовнішніх та муніципальних позик, приватизаційні папери, пізніше — казначейські зобов'язання.

Із самого початку свого існування ринок державних боргових зобов'язань був основним засобом фінансування бюджетного дефіциту. Починаючи з 1996 р., здійснюється занадто форсований розвиток цього ринку. Дані про розвиток ринку ОВДП за період 1995—1999 рр. наведені в таблиці. Обсяги позик, і відповідно державний борг постійно збільшуються. При відносній слабкості ринку корпоративних цінних паперів ринок ОВДП стає домінуючим. Поступово він переростає інвестиційні можливості вітчизняної економіки і з'являються інвестори-нерезиденти як основні кредитори. Паралельно бюджет перевантажується старими і новими боргами, що, у свою чергу, підвищує вартість позичання коштів.

Поряд з цим Національний банк змушений брати безпосередню участь у фінансуванні дефіциту бюджету шляхом викупу ОВДП на первинному ринку, тобто відбувається прихована емісія грошей. Фінансування державних потреб за допомогою емісії позик стає дуже дорогим, термін погашення боргу визначається як дуже короткий та нерівномірно розподілений. Переважна частина нових запозичень спрямовується на погашення попередніх випусків облігацій. Така ситуація була характерною до 1998 р.

Таблиця

**ДАНІ ПРО РЕЗУЛЬТАТИ ПРОВЕДЕННЯ АУКЦІОНІВ
З РОЗМІЩЕННЯ ОБЛІГАЦІЙ ВНУТРІШНЬОЇ ДЕРЖАВНОЇ ПОЗИКИ
НА ПЕРВИННОМУ РИНКУ***

Період і строки обігу	Кількість проведених аукціонів	Кількість розміщених облігацій, тис. шт.	Сума коштів, залучених до бюджету, млн грн.
1995	28	294	304
1996	285	31474,1	3062,9
1997	591	105087,6	8321,8
1998	539	114746,6	7923,7
1999	139	46845,8	3841,9

*Інформація Міністерства фінансів.

Починаючи з 1998 р., ринок державних цінних паперів має проблеми із залученням капіталу. Про це свідчить той факт, що

основним покупцем ОВДП на первинному ринку протягом 1998—1999 рр. був Національний банк України. У 1998 р. він придбав 72,4% усіх розміщених ОВДП, а в 1999 — понад 95%. Отже, уряд фінансувався НБУ. Національний банк як генеральний агент уряду на ринку ОВДП може й повинен бути дилером, андерайтером, але ніяк не кредитором.

Проведена в 1998—1999 рр. конверсія державних облігацій практично припинила функціонування ринку ОВДП, як первинного, так і вторинного. Було остаточно підірвано довіру інвесторів до державних цінних паперів. Склалася ситуація, коли попит на облігації внутрішньої державної позики зник.

На вторинному ринку кількість держоблігацій зменшилася до мінімуму. Їх частка в загальному обсязі вторинного ринку в 1999 р. становила лише 6,04% [7, с. 18]. Для комерційних банків, що були основними покупцями ОВДП на вторинному ринку, стало нереальним брати участь у торгах з метою одержання прибутку, оскільки облігації стали неліквідним інструментом, а існуючий податковий режим не дає змоги їм навіть зберігати прибутковість, яка була при первинному розміщенні. До того ж Постановою НБУ № 513 від 04.12.98 р. було припинено з 01.01.99 р. зарахування ОВДП у нормативи обов'язкового резервування, що також знизило інтерес банків до ринку державних цінних паперів. Таким чином, питання забезпечення комерційних банків та інших кредитно-фінансових установ високоліквідними резервними активами за допомогою державних облігацій не вирішується.

З метою полегшення податкового тиску та активізації роботи на ринку ДЦП був виданий Указ Президента «Про оподаткування операцій з державними цінними паперами». Ним передбачалося до 01.01.2003 р. звільнити від податку на прибуток доходи від здійснення інвестицій у процентні та безвідсоткові ОВДП або казначейські зобов'язання, емітовані за рішенням Кабінету Міністрів України і продані на території України з 01.06.98 р. Пропонувалося не враховувати суму вказаних доходів при визначенні бази обкладання податками та зборами, які нараховуються на ФОП, а також не включати до сукупного оподатковуваного доходу громадян сум вигравів, процентів та дисконтів за ОВДП та казначейськими зобов'язаннями. На жаль, проект відповідного закону було відхилено Верховною Радою і Указ так і не набув чинності.

Ще однією спробою поживавити ринок ОВДП та паралельно розв'язати проблему неплатежів у 1999 р. була Постанова Кабі-

нету Міністрів України «Про проведення розрахунків з Державним бюджетом з використанням облігацій внутрішньої державної позики». Постановою передбачалося, що підприємства можуть розраховуватися з бюджетом за недоїмку з податкових платежів (крім державних цільових фондів) шляхом зарахування вартості ОВДП з терміном погашення в 1999 р., що є у них. Розрахункова вартість ОВДП визначалася з дохідністю 72,03% річних. Пізніше було встановлено, що розрахункова вартість ОВДП має визначатися Мінфіном щомісяця, виходячи з кількості днів до погашення та максимальної дохідності, що склалася на первинних аукціонах за облігаціями з терміном погашення у 1999 р. [4, с. 20]. Але справа в тім, що в грудні аукціонів не відбувалося, а отже, і дохідність не могла бути визначена.

Як бачимо, нерегульованість діяльності держави на фінансовому ринку та непередбачуваність її кроків у фінансовій сфері дедалі більше позначається на надійності та привабливості українського ринку державних цінних паперів. Тому негайної підготовки та прийняття потребують законодавчі акти щодо регулювання фінансової поведінки уряду на цьому ринку.

У 1999 р. основним напрямом політики уряду на ринку ДЦП стало скорочення обсягів позичання на внутрішньому ринку. Відповідно до Постанови КМУ «Про випуск Облігацій внутрішньої державної позики 1999 року» загальний обсяг емісії було затверджено в сумі 750 млн грн., у лютому цю цифру збільшили до 2988 млн грн. Фактичний випуск ОВДП протягом 1999 р. майже вдвічі перевищив планові показники і становив 4684,5825 млн грн. за номіналом. До бюджету було залучено 3841,9247 млн грн., які спрямовувалися на покриття поточного дефіциту держбюджету та обслуговування боргу. Обслуговування внутрішнього боргу в 1999 р. мало коштувати за розрахунками 3 568,48 млн грн. [10, с. 8]. Станом на 01.10.99 р. було сплачено в рахунок погашення раніше розміщених ОВДП 2 530 млн грн., що склало 70,9% річних призначень. Заборгованість уряду в частині ОВДП становила 9757 млн грн. [6, с. 11].

Катастрофічна ситуація склалася і з зовнішніми запозиченнями. Станом на 01.08.99 р. державний зовнішній борг становив \$12,573 млрд., з яких \$2,926 млрд., або 23,1% загальної суми, становила заборгованість за фідучіарними позиками та облігаціями зовнішньої державної позики 1995 р. На 01.11.99 р. величина зовнішнього боргу зросла до \$12,7 млрд., що приблизно становить 50,8% ВВП. Лише обслуговування зовнішнього боргу в 2000 р. за оцінками спеціалістів обійдеться державі у \$2,42 млрд. [10, с. 9].

Побудована облігаційна піраміда буде мати для України значні негативні наслідки. Насамперед це стосується фінансової стабільності та економічної безпеки держави. Якщо врахувати, що на початку 90-х років Україна мала нульовий рівень державного боргу, а час, за який цей борг зростав не було використано для реформування економіки, поліпшити економічну ситуацію буде дуже важко.

На сьогодні здатність України обслуговувати державний борг значною мірою залежить від надходження нових зовнішніх позик. Особливо це стосується зовнішнього боргу. Для залучення необхідних для обслуговування боргу у 2000 р. зовнішніх позик передбачається випустити облігації, що згодом можуть бути використані для обміну на акції інвестиційно привабливих підприємств. Конверсійний привілей дійсно дає змогу швидше продати випуск і значно знизити ціну позики. Але постає питання: які підприємства Україна має виставити для приватизації, для того щоб вони були інвестиційно привабливими для іноземного інвестора? І чи не буде значущість проданого підприємства для економіки більшою, ніж значущість отриманої позики? Тому до використання механізму конвертації зовнішніх зобов'язань у пайові цінні папери слід підходити зважено, враховуючи не лише короткострокові переваги.

Проблема фінансування зовнішнього боргу певним чином стимулювала розвиток такого сегмента ринку ДЦП, як ринок казначейських векселів. Однією зі спроб її вирішення став Наказ Мінфіну «Про затвердження Положення про порядок проведення операцій зменшення зовнішніх державних боргових зобов'язань з використанням казначейських векселів». Відповідно до Наказу за бажанням суб'єктів господарювання — резидентів Мінфіном можуть здійснюватись операції купівлі в них зовнішніх державних боргових зобов'язань, за якими проводяться розрахунки казначейськими векселями. Казначейські векселі можуть бути використані для погашення заборгованості суб'єктів господарювання перед державним бюджетом (крім заборгованості перед державними цільовими фондами). Погашення казначейських векселів здійснюється Держказначейством шляхом зарахування суми векселя у сплату його держателем заборгованості з податків, зборів (зобов'язкових та інших платежів), що в повному обсязі надходять до державного бюджету. Такий підхід практично перетворює казначейські зобов'язання у квазі-гроші, які навіть потенційно не можуть стати реальними, до того ж механізм обміну є непривабливим для інвестора. Але якщо треба буде обирати між повною

втратою вкладених грошей та можливістю використати їх хоча б на погашення податкових зобов'язань, слід обрати друге.

До останнього часу розроблений механізм ринкового обігу казначейських векселів не використовувався сповна. Їхні функції фактично виконували короткострокові ОВДП. Але починаючи з 1999 р., обсяг торгів ОВДП на вторинному ринку був практично повністю замінений векселями. Так обсяг торгів казначейськими векселями лише на Українській Міжбанківській валютній біржі в 1999 р. становив 61 млн грн., що становить 13,5% загального обсягу торгів [7, с. 18]. Спроба дозволити випуск та обіг векселів місцевих органів влади призвели до того, що в середньому майже 25% доходів місцевих бюджетів становили взаємозаліки з використанням векселів. Це негативно впливало на реальне виконання місцевих бюджетів як за доходами, так і за видатками. Тому Постановою КМУ № 1565 від 27.08.99. обіг таких цінних паперів було припинено.

У 1999 р. закінчився офіційний термін обігу приватизаційних майнових сертифікатів (ПМС). Із загальної кількості приватизаційних рахунків та ПМС, отриманих населенням України (45704526 шт.), нерозміщеними в процесі приватизації залишилося 929057 шт. ПМС, що становить 2,03%. Тому слід вирішити подальшу долю невикористаних приватизаційних паперів. Досвід України показав, що в законодавстві відсутня єдина позиція щодо місця приватизації в загальному руслі реформ, і як результат:

- без уваги залишилися питання організації інфраструктури масової приватизації для застосування ПМС;
- випуск в обіг приватизаційних паперів випереджало створення критичної маси об'єктів інвестування, а також необхідних інститутів для обслуговування зазначеного процесу;
- реальні можливості для практичного застосування громадянами своїх ПМС з метою інвестування так і залишилися обмеженими.

Розвиток ринку облігацій місцевих позик в Україні залишається на низькому рівні. Основними причинами цього є нестабільність національної валюти, високі кредитні ставки на фінансовому ринку, недовіра вітчизняних та іноземних інвесторів до ринку облігацій місцевих позик, що частково зумовлено загальною кризою довіри до державних цінних паперів України.

За 1999 р. зареєстровано розміщення облігацій місцевих позик на загальну суму лише 181 млн грн.

Отже, оздоровлення фінансового ринку України неможливе без науково обґрунтованої стратегії випуску та обігу державних

цінних паперів, яка б базувалася на довгострокових інтересах держави. Державні запозичення не можна використовувати для розв'язання поточних проблем. Політика держави щодо ринку ДЦП має стати більш вираженою та стабільною. Для цього слід негайно розробити законодавчі акти щодо регулювання діяльності держави на цьому ринку.

По-друге, підхід до вирішення проблем фінансового ринку в цілому і ринку ДЦП зокрема має бути комплексним, орієнтованим на досягнення єдиної мети. Такою метою, на наш погляд, має стати заміна кредитного фінансування економіки на інвестиційне. Щоб вирішити це складне завдання, треба створити умови для залучення капіталів індивідуальних інвесторів та забезпечити захист прав власності. Але лише особиста зацікавленість кожного окремого інвестора в ефективному використанні капіталу здатна підвищити ефективність використання капіталу на макрорівні.

По-третє, необхідно постійно зменшувати вартість позичкових коштів і відповідно вартість обслуговування державного боргу. Ринок державних боргових зобов'язань за своєю природою має бути малоспекулятивним та низькодохідним. Тому слід створювати умови для розвитку ринку корпоративних цінних паперів та похідних фінансових інструментів, дохідність яких має бути значно вищою, ніж у боргових цінних паперів держави.

Надалі варто утримуватися від надто ризикових позик на міжнародних ринках капіталу. Джерелами погашення зовнішніх позик мають стати позики офіційних кредиторів, міжнародні резерви НБУ та подальша реструктуризація платежів. Проблему фінансування внутрішніх боргів частково можна вирішувати шляхом перегляду умов конверсії ОВДП для Національного банку України. Рациональнішою, на наш погляд, є конверсія в безпроцентні ОВДП з терміном обігу 10—15 років.

ЛІТЕРАТУРА

1. Про випуск Облігацій внутрішньої державної позики 1999 року: Постанова Кабінету Міністрів України від 2 січ. 1999 р. // Офіційний вісник України. — 1999. — № 1. — С. 12.
2. Про проведення розрахунків з Державним бюджетом з використанням облігацій внутрішньої державної позики: Постанова Кабінету Міністрів України від 24 берез. 1999 р. // Нормативні акти з фінансів, податків, страхування та бухгалтерського обліку. — 1999. — № 9. — С. 13.

3. Про оподаткування операцій з державними цінними паперами: Указ Президента України від 24 черв. 1998 р. // Нормативні акти з фінансів, податків, страхування та бухгалтерського обліку. — 1998. — № 9. — С. 38.

4. Про внесення змін до «Порядку проведення розрахунків з Державним бюджетом з використанням облігацій внутрішньої державної позики»: Наказ Міністерства фінансів України від 16 листоп. 1999 р. // Офіційний вісник нормативних актів з фінансів, податків та бухгалтерського обліку. — 1999. — № 16 — С. 20.

5. Про затвердження Положення про порядок проведення операцій зменшення зовнішніх державних боргових зобов'язань з використанням казначейських векселів: Наказ Міністерства фінансів України від 16 листоп. 1999 р. // Офіційний вісник нормативних актів з фінансів, податків та бухгалтерського обліку. — 1999. — № 16. — С. 20.

6. *Крамаренко А.* Просьба не занимать // Бизнес. — 1999. — № 40. — С. 11.

7. *Ковтун. Р.* В целых три раза // Бизнес. — 1999. — № 4. — С. 18.

8. *Корнеев В.В.* Финансові зигзаги на ринку запозичень // Фінанси України. — 1999. — № 3. — С. 116—122.

9. *Литвиненко Л. Г., Нишатов Н. П., Удалищев Д. П.* Рынок государственных облигаций. — М: Финстатинформ, 1997. — 108 с.

10. Тенденції української економіки: Місяч. бюлетень. Липень 1999. К., 1999. — 32 с.

М. Г. ЛАДИЖЕНСЬКИЙ, аспірант

АНАЛІЗ РОЗВИТКУ ПОЗАБІРЖОВОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ в 1999 р.

Минув ще один рік діяльності фондового ринку України. Як і попередні роки, він був дуже складним для учасників, але водночас підтвердив, що ринок вистояв після падіння 1998 р., і навіть на такому ослабленому і недостатньо розвиненому ринку можна працювати і заробляти. На жаль, можна говорити лише про відносну стабілізацію, бо на ринку цінних паперів все ще відсутні великі гроші. Звичайно, сьогодні ситуація виглядає значно краще, аніж у 1998 р. — поряд з українськими вже почали з'являтися і російські капітали. Та вони здебільшого незначні і ринок цінних паперів продовжує перебувати в очікуванні нових іноземних інвесторів, як російських, так і західних, бо вони могли б забезпечити швидке і довготермінове