

УДК: 336.763.33

***Н. В. Рабцун***

аспірант кафедри фінансові ринки  
ДВНЗ «Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана»

## **ДЕРЖАВНІ ОБЛІГАЦІЇ УКРАЇНИ: КЛАСИФІКАЦІЯ ТА ОСОБЛИВОСТІ**

АНОТАЦІЯ. Розглянуто поняття державних облігацій України та їх класифікація. Проаналізовано обсяг державних запозичень. Розглянуто проблематику видів державних облігацій і можливі шляхи їх вирішення.

**КЛЮЧОВІ СЛОВА:** державні цінні папери, державні облігації, облігації внутрішньої державної позики, облігації зовнішньої державної позики, інфляція, інституційні інвестори.

**АННОТАЦІЯ.** Рассмотрено понятие государственных облигаций Украины и их классификация. Проанализированы объем государственных заимствований. Рассмотрена проблематика видов государственных облигаций и возможные пути их решения.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** государственные ценные бумаги, государственные облигации, облигации внутреннего государственного займа, облигации внешнего государственного займа, инфляция, институциональные инвесторы.

**ANNOTATION.** The issue of government bonds of Ukraine and their classification. Analyzed the amount of government debt. We consider the problems of species of government bonds and their possible solutions.

**KEYWORDS:** government securities, government bonds, bills, bonds, foreign government bonds, inflation, institutional investors.

**Постановка проблеми.** Державні цінні папери відіграють значну роль у розвитку фондового ринку та виступають основними інструментами інвестування. На сьогодні існує багато точок зору щодо особливостей і класифікації державних облігацій. Актуальними залишаються дослідження у сфері розвитку ефективного функціонування ринку цінних паперів [1].

**Аналіз останніх досліджень.** Вивченням окремих питань державних запозичень присвячені роботи видатних економістів: А.Сміта, Р. Барро, А.Вагнера, К. Дитцеля, Дж. М. Кейнса, Дж. Лока, А. Лернера, Д. Рікардо та інших учених. Дослідженням проблем розвитку ринку державних запозичень розглядаються такими вітчизняними науковцями, як: О. Барановським, Т. Вахненко, О. Гаврилюком, Т. Ковальчуком, В. Козюком, В. Корнесвим, Г. Кучер, І. Луніною, І. Лютим, О. Мозговим, Л. Новосад та ін. У своїх дослідженнях науковці приділяють увагу таким проблемним питанням, як функціонування та регулювання ринку державних цінних паперів у різноманітних аспектах, видам державних цінних паперів.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Виходячи зі світового досвіду необхідною є диверсифікація державних облігацій для задоволення потреб інституційних інвесторів.

**Постановка завдання.** Метою даної статті є розкриття сутності державних цінних паперів, причин їх виникнення та класифікації.

**Викладення основного матеріалу.** Відповідно до законодавства України, «цінні папери — документи встановленої форми з

відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передачі прав, що випливають із цих документів, іншим особам» [2].

Домінуючою силою на ринку цінних паперів з фіксованим доходом є державні облигації. В Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» наведена чітка та змістовна класифікація цінних паперів. Потрібно окреслити класифікацію державних облигацій, котрі функціонують на вітчизняному ринку (рис. 1.).

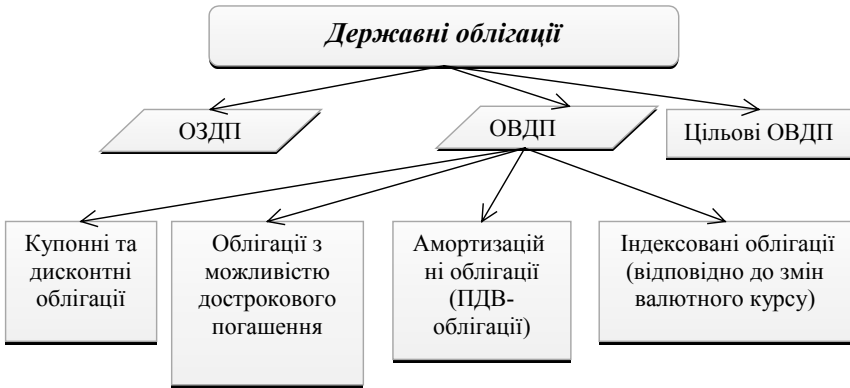


Рис. 1. Класифікація державних облигацій України

Згідно з законодавством (Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», ст. 10) державні облигації України поділяються на облигації внутрішніх державних позик України, облигації зовнішніх державних позик України та цільові облигації внутрішніх державних позик України.

Облигації внутрішніх державних позик України — це державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування кредиторам цих облигацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облигацій. Номінальна вартість облигацій внутрішніх державних позик України може бути визначена в іноземній валюті.

Цільові облигації внутрішніх державних позик України — облигації внутрішніх державних позик, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбаче-

них на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік, та в межах граничного розміру державного боргу.

Основним реквізитом цільових облигацій внутрішніх державних позик України є зазначення передбаченого законом про Державний бюджет України на відповідний рік напряму використання залучених від розміщення таких облигацій коштів.

Кошти, залучені до Державного бюджету України від розміщення цільових облигацій внутрішніх державних позик України, використовуються виключно для фінансування державних або регіональних програм і проектів на умовах їх повернення в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік. Фінансування здійснюється відповідно до кредитних договорів, що укладаються між державою в особі Міністерства фінансів України та отримувачем коштів. Умови кредитних договорів повинні відповідати умовам випуску цільових облигацій внутрішніх державних позик України з обов'язковим установленням дати обслуговування та погашення кредиту за п'ять днів до дати обслуговування та погашення цільових облигацій внутрішніх державних позик України.

Облігації зовнішніх державних позик України — державні боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облигацій їх номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов випуску облигацій [2].

Практично безризиковими і високоліквідними фінансовими інструментами в розвинених країнах світу вважаються короткострокові державні цінні папери. Рівень дохідності за ними є основою для формування ринкових процентних ставок.

Ринок державних цінних паперів розвивається, про що свідчать великі обсяги випуску ОВДП (рис. 2) і поява все нових фінансових інструментів, завдяки яким відбувається залучення фінансових ресурсів до бюджету.

За один рік, тобто 2011р. у порівнянні з 2010 р. обсяг державних запозичень до бюджету зменшився на 20,397 млрд грн, тобто на 28,9 %. Потрібно звернути увагу на те, що у 2011 році з'явився новий вид державних облигацій — ОВДП з валютною прив'язкою. Випуск даного виду фінансових інструментів був здійснений відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 28 вересня 2011 року № 1011. Індикація вартості даного виду ОВДП здійснюється на дату їх погашення залежно від зміни середньозваженого курсу гривня — долар США, котрий діяв у календарному періоді. Якщо спостерігається підвищення курсу

гривні, то індексація не здійснюється, а при оплаті купону по державним облігаціям валютний курс національної валюти не враховується.

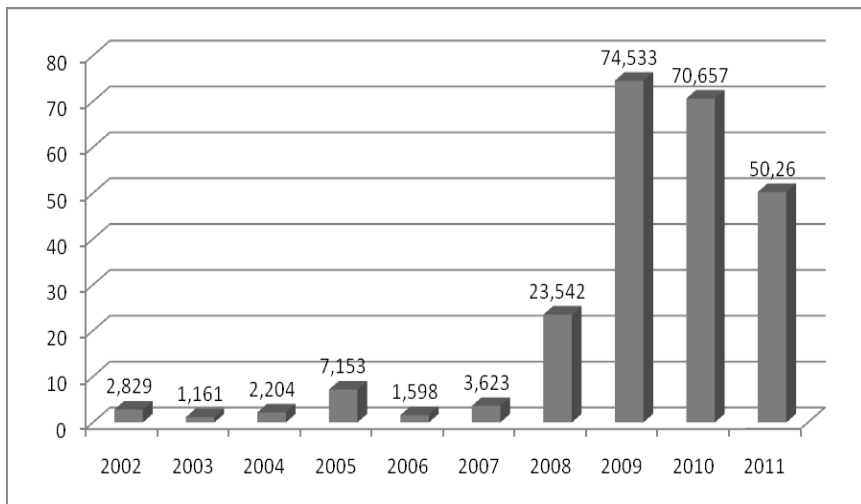


Рис. 2. Динаміка обсягу державних запозичень до бюджету, млрд грн

Продаж ОВДП з валютною прив'язкою був здійснений 4 жовтня 2011 року терміном на три (дохідність 8,22 % річних) та п'ять (дохідність 8,75 % річних) років, а 10 жовтня на ринку державних цінних паперів з'явилися дані фінансові інструменти терміном обігу десять років дохідністю 9,25 % річних.

За 1,5 місяця за допомогою таких облігацій було залучено до бюджету країни 5,6 млрд грн.

Якщо розглядати ринок державних цінних паперів у контексті потенційних інвесторів, то необхідно для задоволення їх потреб диверсифікувати державні цінні папери. Основним шляхом розширення видів державних цінних паперів є створення нових типів державних зобов'язань, які будуть спрямовані тільки на інституційних інвесторів. В свою чергу уряд має всіляко зацікавити інвесторів у інвестуванні саме в державні цінні папери, враховуючи високий ступінь забезпеченості даних фінансових інструментів шляхом надання їм державних гарантій.

Важливим фактором розвитку ринку державних цінних паперів також могла б стати гарантована можливість продати облігацію емітенту в будь-який момент (зобов'язання зворотного вику-

пу за бажанням інвестора). У цьому випадку доцільно запровадити певні обмеження або санкції, які застосовуються до інвестора, якщо продаж цінних паперів відбувається до настання строку їх погашення.

Що стосується сплати доходу по ощадним облигаціям, то перед інвестором повинен бути вибір: чи отримувати дохід по даному виду фінансового інструменту на регулярній основі (наприклад, щороку) або під час погашення облигацій.

За допомогою податкового важеля можна стимулювати попит на ощадні цінні папери з боку населення. Йдеться про диференціацію ставок оподаткування між різними категоріями інвесторів [3].

Проте уряд має звертати увагу на цінні папери з різними типами доходності, строковості та умовами обігу. Щодо строковості державних цінних паперів, то інституційних інвесторів у більшій мірі цікавлять короткострокові та середньострокові фінансові інструменти, адже вони не бажають надавати кошти в борг на тривалий термін і наражатися на низку ризиків. Саме з цієї причини виконання положення економічної теорії щодо відповідності терміну функціонування об'єктів, що фінансуються позиками є неможливим. Короткострокові державні облигації є дисконтними цінними паперами, котрі не передбачають ніяких платежів крім виплати номіналу при погашенні. Дані цінні папери до моменту погашення вартують дешевше номіналу. Враховуючи нестабільну ситуацію в країні та недовіру до уряду, інституційні інвестори не хочуть наражати себе на високий ризик, саме тому й вибирають короткострокові та середньострокові державні цінні папери.

Збільшення ж частки довгострокових зобов'язань у борговому портфелі уряду може бути досягнуто лише при зниженні інфляційного ризику (котрий визначається темпами інфляції і в першу чергу позначається на вартості цінних паперів) та підвищенні ступеня платоспроможності держави в очах інвесторів [4].

Випуск державних цінних паперів є відображенням стримуючого впливу на інфляцію. Поясненням цього можна вважати те, що за даної умови грошові кошти, котрі отримані від випуску відповідних фінансових інструментів на певний період вилучаються з обігу («притримуються»). Відповідно, зменшення кількості грошей в обігу є свідченням зниження купівельного попиту та утримування інфляційної динаміки [5].

При визначенні доходності державних цінних паперів пріоритетною ціллю для уряду виступає зниження вартості запозичення, а для інституційного інвестора — отримання максимального прибутку та збереження реальної вартості інвестованих коштів

[6]. Залежність рівня доходності державних цінних паперів та темпів інфляції неможливо не поєднувати (табл. 1). Для перевірки взаємозв'язку розрахуємо коефіцієнт кореляції між даними показниками за формулою:

$$r_{XY} = \frac{\text{cov}_{XY}}{\sigma_X \sigma_Y} = \frac{\sum (X - \bar{X})(Y - \bar{Y})}{\sqrt{\sum (X - \bar{X})^2 \sum (Y - \bar{Y})^2}},$$

де  $\bar{X} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n X_i$ ,  $\bar{Y} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n Y_i$  — середні значення вибірки.

Коефіцієнт кореляції є відносною мірою зв'язку між показниками та набуває значень від  $-1$  до  $1$ . Знак коефіцієнта вказує на зв'язок між ознаками (якщо «+», то прямий, якщо «-», то зворотній). Чим ближче значення коефіцієнта до  $\pm 1$ , то це говорить про тісноту зв'язку і навпаки.

Таблиця 1

**ПОКАЗНИКИ ЗАЛЕЖНОСТІ РІВНЯ ДОХОДНОСТІ ОВДП  
ВІД ІНДЕКСУ ІНФЛЯЦІЇ**

Період	Розміщення ОВДП, номінованих у гривні, на первинному ринку		Індекс інфляції
	сума, млн грн	дохідність (середньозважена), %	
2002	2 849	10,81	99,4
2003	1 161	9,75	108,2
2004	2 204	11,24	112,3
2005	7 153	7,25	110,3
2006	1 598	9,26	111,6
2007	3 623	6,71	116,6
2008	23 542	11,86	122,3
2009	74 533	12,21	112,3
2010	70 657	10,39	109,1
2011	50 260	9,17	104,6
2012 <sup>1</sup>	4 125	13,78	100,2
січень	387	12,96	100,2
лютий	3 738	13,86	100,2

\*Складено автором на основі даних:

Державної служби статистики України: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Національного банку України: [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)

Розрахований коефіцієнт кореляції в нашому випадку рівний:  $x = -0,236$ . Це свідчить про тісний, зворотний зв'язок між рівнем доходності ОВДП та індексом інфляції.

З проведеного розрахунку видно, що рівень доходності напряму залежить від індексу інфляції. Поясненням даного твердження є те, що за високих рівнів інфляції доходність державних цінних паперів може досягнути десятків відсотків. Але потрібно враховувати різні види даних фінансових інструментів. На ринку обертається чимала кількість державних цінних паперів, які відрізняються специфічними умовам випуску. Короткострокові державні цінні папери (ОВДП) вважаються інвесторами такими активами, які забезпечують мінімальний дохід і в свою чергу вважаються безризиковими, високоліквідними, тому що отримання доходу є гарантованим урядом у встановлені терміни та відповідно до умов випуску. Середньострокові та довгострокові державні цінні папери вважаються більш ризиковими, відповідно і рівень доходності по них вищий.

**Висновки.** Таким чином, потрібно провести диференціацію інструментів ринку державних цінних паперів відповідно до напряму використання залучених коштів (наприклад, облігації для розвитку бізнесу, отримання вищої освіти та ін.). Розширення урядом пропозиції державних цінних паперів для вітчизняних інституційних інвесторів стане причиною до розвитку ринку внутрішніх державних запозичень та дозволить знизити їх вартість.

### **Література**

1. *Самець С. М.* Місце і значення ринку цінних паперів в сучасній економіці України. — [Режим доступу: [http://www.nbuv.gov.ua/portal/chem\\_biol/nvnlts/20\\_14/244\\_Sam.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/chem_biol/nvnlts/20_14/244_Sam.pdf)].
2. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» // Відомості Верховної Ради України (ВВР). — 2006. — № 31, ст. 268) № 4093-VI (4093-17) від 09.12.2011.
3. Інновації на ринку державних цінних паперів України // Фінанси України. — 2009. — № 12.
4. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: в 3 т. / За ред. А.І. Даниленка. — Т.2: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України / За ред. А.І. Даниленка. — К.: Фенікс, 2008. — 442 с. — С. 379.
5. Управління державним боргом [Текст] : навч. посібник / [О. О. Прутська, О. А. Сьомченков, Ж. В. Гарбар та ін.] ; [за заг. ред. О. О. Прутської] ; Київський нац. торг.-екон. ун-т, Вінницький торг.-екон. ін-т. — К. : Центр учбової літератури, 2010. — 214 с.



6. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: в 3 т. / За ред. А.І. Даниленка. — Т.2: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України / За ред. А.І. Даниленка. — К.: Фенікс, 2008. — 442с.

7. Державна служба статистики України: <http://www.ukrstat.gov.ua>

8. Національний банк України: [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)

Стаття надійшла до редакції 05.05.2012