

них активів, який протягом аналізованого періоду залишився практично без змін. Привертає також увагу і показник частки кредитів, що має тенденцію до росту. Імовірно, така тенденція зумовлена залученням додаткового фінансування після отримання синдикативного кредиту для підтримки належного рівня ліквідності.

З огляду на проведені розрахунки, можна зробити висновок, що після залучення синдикативних кредитів більшість показників демонструють позитивну динаміку, особливо показники ліквідності, оборотності та рентабельності.

Висновки з проведеного дослідження. На підставі проведення порівняльного аналізу синдикативного кредитування із звичайним двостороннім кредитуванням визначено низку переваг синдикативних кредитів, зокрема можливість залучення більшої суми кредиту, нижчу відсоткову ставку, триваліший термін та гнучкішу структуру і ліквідність кредиту. Проте попри низку переваг указаний інструмент залучення ресурсів не є популярним на українському ринку. Разом із тим компанії, що залучають синдикативні кредити, отримують позитивний ефект у частині приросту виручки, підвищення ліквідності, оборотності активів та рентабельності діяльності.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Fight A. Syndicated lending / A. Fight. – London: Elsevier Butterworth-Heinemann, 2004. – 208 p.
2. Сорокина И.О. Роль банка-организатора в сложных синдицированных сделках / И.О. Сорокина // Экономический журнал. – 2010. – № 3. – С. 49–60.
3. Інструкція про порядок регулювання діяльності банків в Україні : Постанова Правління Національного банку України від 28.08.2001 № 368.
4. Показники діяльності банків України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bank.gov.ua.
5. Синдицированное кредитование / Информационное агентство Cbonds [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://ua.cbonds.info/>.
6. World Bank Global Financial Development Report 2015: Long-Term Finance / World Bank. – Washington, DC: World Bank, 2015. – 211 p.
7. The Global Financial Development Database / World Bank [Electronic recourse]. – Mode of access : <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>.
8. База даних емітентів України / Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://smida.gov.ua/db/emitent>.

ЕМІСІЯ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ЯК ФІНАНСОВИЙ ІНСТРУМЕНТ РЕГУЛЮВАННЯ БЮДЖЕТНОГО ДЕФІЦИТУ

GOVERNMENT SECURITIES AS A FINANCIAL INSTRUMENT OF CONTROL BUDGET DEFICIT

УДК 336.274

Савастєєва О.М.

к.е.н., старший викладач
Одеський національний університет імені І.І. Мечникова

Водяник Д.В.

студент
Одеський національний університет імені І.І. Мечникова

Нагорний В.С.

студент
Одеський національний університет імені І.І. Мечникова

У статті досліджено теоретичні питання випуску та розміщення державних цінних паперів. Здійснено ретроспективний аналіз емісії державних боргових зобов'язань. Визначено основні напрями роботи щодо створення умов для ефективного використання зазначеного фінансового інструменту.

Ключові слова: емісія цінних паперів, облігації державної позики, муніципальні облігації, державний борг, дефіцит бюджету.

В статье исследованы теоретические вопросы выпуска и размещения государственных ценных бумаг. Осуществлен ретроспективный анализ эмиссии государственных долговых обязательств. Определены основные направления работы

по созданию условий для эффективного использования данного финансового инструмента.

Ключевые слова: эмиссия ценных бумаг, облигации государственного займа, муниципальные облигации, государственный долг, дефицит бюджета.

In the article the theoretical problems of issue and placement of government securities. Retrospective analysis of the issue of government debt. The main directions of work to create the conditions for effective use of the instrument.

Key words: emission of securities, government bonds, municipal bonds, government debt, budget deficit.

Постановка проблеми. У сучасних складних реаліях розвитку економіки Української держави проблема погашення дефіциту державного бюджету є надзвичайно актуальною. Як відомо, найбільш поширеним та водночас найменш ризикованим та безпечним для економіки інстру-

ментом регулювання дефіциту бюджетів є випуск державних цінних паперів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню теоретичних та практичних питань, пов'язаних із випуском та розміщенням облігацій внутрішньої та зовнішньої державної позики як

джерела покриття дефіциту державного бюджету, приділяли багато уваги такі вітчизняні фахівці і вчені, як Лучковська С.І., Шелудько В.М., Мальська М.П., Мандюк Н.Л., Занько Ю.С., Базилевич В.Д. та ін.

Незважаючи на глибину проведених досліджень, невирішеною залишається ціла низка питань, пов'язаних з удосконаленням організаційного механізму емісії та розміщення державних боргових зобов'язань на первинному та вторинному ринках та їх погашення в установлені терміни.

Постановка завдання. Головною метою цієї роботи є визначення основних напрямів державної діяльності щодо створення належних умов для ефективного використання емісії державних цінних паперів як основного фінансового інструменту регулювання бюджетного дефіциту.

Виклад основного матеріалу дослідження. Ринок державних цінних паперів є одним із важливих елементів економічної системи розвинених країн світу. Держава застосовує емісію своїх боргових зобов'язань як ефективний у відповідних умовах засіб запровадження неінфляційного механізму ліквідації бюджетного дефіциту.

Ринок державних облігацій як вагома частина ринку державних запозичень виконує важливі макроекономічні функції. По суті, цей ринок визначає кредитні ставки, стан бюджету, дохідність інших фінансових інструментів. Залучені в такий спосіб кошти поживляють економічний кругообіг в країні, при цьому регулюється рівень державних доходів і витрат, сплачуються борги, фінансуються різноманітні соціальні програми.

Фінансування державних видатків за допомогою емісії державних позик має назву дефіцитного фінансування. Цей метод широко використовується у світовій практиці з другої половини ХХ ст. як важливий засіб регулювання фінансових потоків в економіці. Державні запозичення є досить складним у використанні фінансовим інструментом, але його застосування цілком виправдане, оскільки відкриває широкі можливості для фінансування державних витрат.

В Україні ринок державних боргових зобов'язань розвивається з березня 1995 р. [1]. Створений у вигляді ринку облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), згодом він трансформувався у ринок зовнішніх запозичень та муніципальних позик. Відтоді роль ринку ОВДП як засобу фінансування бюджетного дефіциту поступово зростає. Але, на жаль, цей процес не призводить до успішного використання цього фінансового інструмента на вітчизняному фінансовому ринку, оскільки має місце постійне накопичення обсягу боргових зобов'язань держави перед інвесторами.

Накопичення заборгованості за ОВДП відбувалося в той же спосіб, що і в багатьох країнах

світу, що розвиваються, а саме за рахунок частого проведення аукціонів, збільшення обсягів емісії та розміру прибутковості державних облігацій. В умовах подальшого зростання величини державного боргу, інтенсивних інфляційних процесів та збільшення показників фінансового ризику уряд вимушений за рахунок зростання прибутковості стимулювати розміщення ОВДП із короткостроковими термінами погашення. Проведення такої грошово-кредитної політики формує вкрай негативну структуру внутрішнього державного боргу, а висока прибутковість державних облігацій стимулює спрямовування коштів інвесторів не у виробництво, а в придбання ОВДП.

На вітчизняному ринку ОВДП досить часто відбуваються неочікувані зміни параметрів обсягу облігацій та їх дохідності. А тому засоби оцінювання і прогнозування, що використовуються на провідних біржах світу, часто не можуть застосовуватись для аналізу та виявлення основних тенденцій розвитку українського ринку ОВДП. Недосконала законодавча та податкова бази, вкрай нестабільна політична ситуація в країні призвели до того, що українські державні облігації поступово зникають із портфелів інвесторів. І хоча рівнозначної їм альтернативи на українському фондовому ринку поки не існує, без організації проведення урядом необхідних заходів така негативна тенденція спостерігатиметься й надалі.

Нині в Україні перебувають в обігу облігації внутрішньої та зовнішньої державних позик, муніципальні та республіканські облігації.

Випуск в обіг облігацій внутрішньої державної позики здійснює Міністерство фінансів України, яке водночас виступає гарантом їх своєчасного і повного погашення. Генеральним агентом українського уряду з розміщення ОВДП виступає винятково Національний банк України. Зазначені цінні папери функціонують у вигляді електронних записів на відповідних рахунках у системі електронного обігу цінних паперів. Кожний випуск облігацій оформлюється глобальним сертифікатом Національного банку України. Первинне розміщення облігацій відбувається на комп'ютерних аукціонах, в яких беруть участь комерційні банки, що можуть виступати від свого імені або за дорученням своїх клієнтів.

Вторинне розміщення державних облігацій здійснюється серед юридичних осіб на добровільних засадах. За законодавством випуск державних облігацій вважається таким, що відбувся, якщо в період розміщення продано в загальній кількості не менш як 20% кількості облігацій. Окрім того, Національний банк України також має право здійснювати додаткове розміщення державних облігацій, які не вдалось реалізувати.

Перший випуск облігацій внутрішньої державної позики в Україні відбувся в 1995 р. [1]. Осно-

вні умови тоді передбачали випуск облігацій на пред'явника загальним обсягом емісії в 1 трлн. крб. Номінальна вартість однієї облігації становила 100 млн. крб., термін обігу – один рік, щоквартальна виплата доходу була встановлена на рівні 140% річних, погашення і виплата доходу здійснювалися в безготівковій формі. За результатами цього випуску до державного бюджету було залучено коштів на загальну суму 1187,2 млрд. крб.

Другий випуск державних облігацій був здійснений також у 1995 р. загальним обсягом емісії в 25 трлн. крб. і встановленими термінами погашення 90, 180 та 270 днів. Дохід встановлювався на рівні 90% річних. Усього в 1995 р. було здійснено 28 аукціонів із продажу державних облігацій, від яких до бюджету надійшло 30416 млрд. крб.

На початку 1996 р. державні зобов'язання за ОВДП становили близько 25,3 трлн крб., або 253 млн. грн. Джерелом фінансування дефіциту державного бюджету України законодавством визначались внутрішні державні позики в розмірі 150 млрд. крб. При цьому вперше передбачався перехід від процентних облігацій до дисконтних (безпроцентних) [2]. Так, державні облігації розміщувались серед фізичних та юридичних осіб за ціною, нижчою від їх номінальної вартості (номінальна вартість однієї облігації становила 10 млн. крб.).

Для того щоб зробити ринок державних облігацій більш привабливим не тільки для комерційних банків, а й для інших інвесторів, за поданням Головної Державної податкової інспекції України об'єктом оподаткування не вважались проценти, нараховані на облігації державних і місцевих позик. При цьому оподаткування прибутку резидентів та нерезидентів від здійснення операцій із державними облігаціями проводилось за єдиним механізмом, однак ставка податку на прибуток для нерезидентів, що не здійснюють підприємницької діяльності в Україні, встановлювалась на рівні 15%, у зв'язку з чим ринок державних облігацій став для них значно привабливішим, ніж для резидентів України.

Згодом в умовах високого рівня інфляційного процесу та зниження реальної прибутковості ОВДП комерційні банки поступово почали віддавати перевагу іншим активам, ніж здійснювати придбання державних облігацій. Тому Національний банк України зобов'язав комерційні банки створювати фонди страхування вкладів фізичних осіб за рахунок придбання ними державних цінних паперів та передачі їх на зберігання до НБУ [3]. Водночас установлювався нульовий коефіцієнт ризику для вкладень у державні боргові зобов'язання. Для спрощення механізму організації операцій із державними облігаціями грошові розрахунки між сторонами аукціонів із первинного розміщення ОВДП у 1997 р. почали проводитись на кліринговій основі.

Кошти від випуску ОВДП у 1996 р. дали можливість покрити дефіцит державного бюджету в розмірі 1569 млн. грн. шляхом проведення 283 аукціонів із розміщення державних облігацій.

Загальна сума заборгованості вітчизняного уряду за державними цінними паперами на початок 1997 р. становила 2342 млн. грн.

У 1997 р. випускалися дисконтні облігації номінальною вартістю 100 грн. і термінами погашення 28, 63, 91,182, 273 дні та один рік [4].

Поступово державні облігації стали основним джерелом фінансування дефіциту бюджету, і з метою необхідного обсягу залучених коштів державі доводилось постійно підвищувати дохідність облігацій, що не могло не призвести до негативних наслідків. Дохід від проведення операцій з ОВДП на вторинному ринку почав оподатковуватись на загальних підставах за ставкою 30%, що поставило в неоднакові умови резидентів та нерезидентів. Частка нерезидентів на ринку ОВДП поступово досягла 60%, і такий контроль ринку загрожував економічній безпеці держави.

Однак основною проблемою на ринку державних облігацій стала необхідність погашення випущених раніше ОВДП загальною сумою заборгованості понад 13 млрд. грн. За відсутності коштів для погашення цієї заборгованості держава оголосила про реструктуризацію внутрішнього боргу через конверсію середньострокових ОВДП у довгострокові з терміном погашення через два роки для нерезидентів та через 3,5 року для резидентів.

Тож, у 1999 р. Національний банк почав випускати депозитні сертифікати Національного банку України з метою заміни цим фінансовим інструментом ОВДП, довіру до яких було суттєво підірвано.

На початку 2000 р. збільшився внутрішній державний борг за ОВДП, емісію яких було спрямовано на погашення зобов'язань попередніх років перед основним кредитором Міністерства фінансів – Національним банком України.

Згодом Національний банк України та Міністерство фінансів України уклали угоду про реструктуризацію облігацій внутрішньої державної позики із портфеля НБУ. У результаті цієї реструктуризації були знищені всі облігації внутрішньої державної позики та конверсійні облігації внутрішньої державної позики, які належали НБУ та загальний обсяг виплат за якими дорівнював 11 млрд. грн. Натомість НБУ отримав нові процентні облігації внутрішньої державної позики (ПОВДП) загальною номінальною вартістю 9,56 млрд. грн.

Протягом останніх років не здійснювалось розміщення нових облігацій внутрішньої державної позики, а продавались раніше випущені облігації. У цілому протягом останнього періоду в результаті продажу державних цінних паперів внутрішнього боргу до бюджету було залучено коштів на суму понад 3 млрд. грн.

Розглянемо такий інструмент, як облігації зовнішніх державних позик. Вони являють собою цінні папери, що розміщуються на міжнародних та іноземних фондових ринках і підтверджують зобов'язання держави відшкодувати пред'явникам цих облігацій їх номінальну вартість із виплатою передбаченого умовами випуску доходу. Вони можуть деномінуватися у конвертованій валюті, випускатися процентними або дисконтними, можуть бути як іменними, так і на пред'явника, бути з вільною або обмеженою сферою обігу. Кошти по облігаціях зовнішніх державних позик України перераховуються в конвертованій іноземній валюті, їх емітентом є Українська держава в особі Міністерства фінансів, а кошти, одержані від розміщення цих облігацій, надходять винятково до державного бюджету.

Рішення про випуск облігацій зовнішніх державних позик України приймається Кабінетом Міністрів України в межах, що передбачені Законом про державний бюджет України на відповідний рік. Умовами випуску облігацій визначаються їх загальний обсяг, номінальна вартість облігації, термін погашення, встановлений розмір доходу тощо.

Первинне розміщення облігацій зовнішніх державних позик, їх обслуговування та погашення здійснює Міністерство фінансів України, залучаючи із цією метою комерційні банки, інвестиційні компанії та фонди. Оскільки кошти від розміщення такого виду державних цінних паперів надходять до держбюджету, то і витрати, пов'язані з організацією випуску, погашенням та виплатою доходу, також здійснюються за рахунок коштів відповідних статей державного бюджету.

У лютому 1998 р. відбулася перша емісія єврооблігацій України, від продажу яких Міністерство фінансів України отримало 732 млн. німецьких марок. За рахунок коштів, отриманих від розміщення єврооблігації, було погашено попередню заборгованість перед Росією у розмірі 104,2 млн. дол., здійснено платежі за зовнішнім боргом у розмірі 30 млн. дол. та викуплено облігації внутрішньої державної позики на суму 320 млн. грн. Залишок залучених коштів був спрямований на фінансування інших бюджетних видатків.

Єврооблігації були випущені номіналом у 100 німецьких марок із терміном обігу три роки та річним купоном за ставкою 16%. Емісія облігацій була здійснена через банк Chase Manhattan Luxembourg. Перед розміщенням позики агентством Moody's Україні був присвоєний кредитний рейтинг B2. Облігації розміщались серед інвесторів за цінами від 99,5% до 103% від номінальної вартості, що, відповідно, забезпечило дохідність на рівні від 16,2% до 14% річних. Слід підкреслити, що процентна ставка 16% річних за облігаціями державних позик, номінованих у німецьких марках, стала на той час за останні 50 років найвищою

на ринку Європи. Через місяць, у березні 1998 р., Українською державою була здійснена друга емісія єврооблігацій у загальному обсязі 500 млн. єку з терміном погашення два роки та ставкою доходу 15,1%. Кошти, отримані від цієї емісії, були використані насамперед для погашення заборгованості за заробітною платою, соціальними виплатами, для поповнення валютних резервів НБУ та інші напрями. Загальна сума зовнішнього державного боргу становила 10,5 млрд. долл.

Значне боргове навантаження на державний бюджет зумовило необхідність розпочати реструктуризацію як внутрішньої, так і зовнішньої державної заборгованості. Так, значною мірою вдалося зменшити виплати за державним зовнішнім боргом шляхом обміну боргових зобов'язань України з погашенням у 2000 р. на боргові зобов'язання з терміном погашення у лютому 2001 р.

Згодом у 2000 р. була проведена глобальна реструктуризація 98% облігацій зовнішньої позики, що були емітовані Україною. Протягом лютого-березня 2000 р. були емітовані облігації зовнішньої позики, які були випущені в євро і доларах США, мали два типи номіналу – від 150 тис. і від 1 тис. дол. США терміном обігу сім років, процентною прибутковістю облігацій, номінованих в євро, – 10%, у доларах – 11% річних. Наступний випуск єврооблігацій був здійснений Україною в червні 2003 р. обсягом 800 млн. дол. США зі ставкою доходу на рівні 7,65% річних і терміном обігу 10 років.

У результаті досить низької для України процентної ставки за єврооблігаціями відбулося значне покращення макроекономічних показників України та викликало зниження відсоткових ставок на міжнародному ринку, що є основою для встановлення відсоткових виплат за європозиками.

Наступним фінансовим інструментом регулювання державних видатків виступають республіканські позики. У 1996 р. відбулася перша кримська республіканська позика, емітентом облігацій за якою виступило Міністерство фінансів Автономної Республіки Крим. Були випущені відсоткові облігації загальний обсягом емісії 5 млн. грн., терміном погашення 91, 182 та 273 дні із щоквартальною виплатою доходу 60% річних і номінальною вартістю облігацій 100 грн. Близько 85% випущених цінних паперів було розміщено серед комерційних банків, а 15% – серед інших юридичних осіб. Фінансові ресурси, що надійшли від розміщення облігацій республіканської позики, були зараховані до бюджету Автономної Республіки Крим. Друга кримська республіканська позика відбулася також у 1996 р., коли були емітовані облігації загальним обсягом емісії 120 млн. грн. та терміном погашення чотири роки.

За всі роки незалежності держава в особі місцевих органів влади досить активно викорис-

товує муніципальні облігації. Облігації місцевих позик емітуються в обіг у документарній формі на пред'явника або в бездокументарній (електронній) формі. Вони мають особливу характерну рису: джерелом їх погашення не можуть бути кошти від випуску нових позик. Окрім того, максимальний розмір сумарної вартості емісій облігацій місцевої позики не має перевищувати 30% дохідної частини місцевого бюджету за попередній рік. Випуск облігацій місцевої позики здійснюється на цільових засадах із обов'язковим зазначенням мети випуску. Генеральними агентами місцевих позик переважно виступають комерційні банки, які здійснюють діяльність з обслуговування ринку облігацій (їх продаж, процедуру погашення), регулюють взаємовідносини з третіми особами. Ресурси, залучені від місцевих позик, спрямовуються на реалізацію програм стабілізації економіки та соціально-економічний розвиток окремих міст та областей.

Серед муніципальних позик, що мали місце в різних областях України за всі роки незалежності, були як вдалі, так і невдалі спроби вирішити соціально-економічні проблеми відповідних територій за рахунок емісії муніципальних боргових зобов'язань.

Висновки з проведеного дослідження. Історія розвитку українського ринку державних цінних паперів яскраво свідчить про те, що випуск державних боргових зобов'язань лише тоді може бути ефективним механізмом фінансування бюджетного дефіциту, коли він супроводжується одночасними позитивними зрушеннями в економіці, а кошти, залучені до бюджетів різних рівнів, використовуються ефективно та за цільовою ознакою. На даний час залучення коштів до державного та місцевих бюджетів шляхом випуску облігацій державної позики не набуло значного поширення в Україні, тоді як у розвинених країнах світу даний фінансовий інструмент активно та успішно застосовується вже тривалий час. Ефективне використання потужних можливостей ринку державних цінних паперів в Україні в період проведення фундаментальних економічних реформ під пильним наглядом світових міжнародних організацій цілком можливе. Треба лише створити для цього необхідні умови:

- створити відповідні законодавчі засади функціонування ринку облігацій державних позик для захисту інтересів інвесторів та підвищення рівня довіри до українських державних цінних паперів;
- у рамках реалізації програм міжнародного співробітництва організувати контактні групи з фахівців Міністерства фінансів України, Національного банку України, Державної казначейської служби України та інших державних органів із метою перейняття позитивного досвіду розвинених країн щодо емісії державних боргових зобов'язань;
- значно розширити перелік уповноважених банків у процесі первинного розміщення державних цінних паперів та постійно здійснювати відповідні заходи щодо посилення державного регулювання та контролю ринку позик.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Постанова Кабінету Міністрів України від 23 серпня 1994 р. № 586 «Про випуск облігацій внутрішньої державної позики 1995 року» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/586-94-p>.
2. Постанова Кабінету Міністрів України від 29 квітня 1996 р. № 469 «Про випуск безпроцентних (дисконтних) облігацій внутрішньої державної позики 1996 року» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/469-96-p>.
3. Постанова Правління Національного банку України від 28.05.1996 № 125 «Про тимчасовий порядок формування комерційними банками фонду страхування вкладів фізичних осіб» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/v0125500-96>.
4. Постанова Кабінету Міністрів України від 04.01.1997 № 2 «Про випуск облігацій внутрішньої державної позики 1997 року» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://kodeksy.com.ua/norm_akt/source-КМУ/type-Постанова/2-97-p-04.01.1997.htm.
5. Лучковська С.І. Фінансове право : [навч. посіб. для студ. економ. спец. вищих навч. закладів] / С.І. Лучковська ; КНТ. – Київ : Знання, 2010. – 296 с.
6. Фондовий ринок : [підручник] / В.Д. Базилевич, В.М. Шелудько, В.В. Вірченко [та ін.] ; за ред. В.Д. Базилевича. – К. : Знання, 2016. – Кн. 2. – 686 с.
7. Фондовий ринок : [підручник] / В.Д. Базилевич, В.М. Шелудько, В.В. Вірченко [та ін.] ; за ред. В.Д. Базилевича. – К. : Знання, 2015. – Кн. 1. – 621 с.