

Т. П. Моташко,  
аспірант кафедри фінансів, Київський національний  
університет імені Тараса Шевченка

# ДЕРЖАВНІ ОБЛІГАЦІЇ ЯК ІНСТРУМЕНТ МОБІЛІЗАЦІЇ ГРОШОВИХ КОШТІВ

*Досліджено особливості функціонування зарубіжних та вітчизняного ринків державних облігацій. Визначено роль державних облігацій у залученні грошових коштів. Розроблено пропозиції щодо подальшого розвитку вітчизняного ринку державних облігацій.*

*Features of the functioning of foreign and domestic government bond market are studied. The role of government bonds to raise funds is considered. The proposals are developed to enhance the market of domestic market of the government bonds.*

## ВСТУП

Ринок державних облігацій є важливим сегментом світового фінансового ринку. Державні облігації можуть обертатися на фондовому ринку, бути засобом платежу, завдатку, а для банків державні цінні папери можуть формувати частину його резервного фонду. Вони виступають формою заощаджень коштів населення, організацій і отримання ними доходу. Крім того, ринок державних облігацій займає вагомую частину ринку державних запозичень. Саме залучення коштів шляхом облігаційних позик є одним із важливих способів фінансування як бюджетного дефіциту, так і видатків бюджету країни. Також державні облігації слугують важливим інструментом обслуговування державного боргу. Таким чином, зазначене вище підвищує як загальний інтерес до державних облігацій, так і інтерес до них як до інструмента позики.

Теоретичні та практичні питання функціонування ринку державних цінних паперів та державних облігацій, зокрема, висвітлені у працях таких вітчизняних та зарубіжних науковців, як А. Вагнер, Дж.М. Кейнс, Дж. Лок, А. Сміт, В. Муратов, Дж. Сакс, О. Барановський, Т. Вахненко, В. Козюк, Г. Кучер, І. Лютий, А. Новосад

та ін. Однак, враховуючи наукові напрацювання вітчизняних та зарубіжних вчених із вказаної проблематики, існує потреба в її подальшому дослідженні.

## ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Метою статті є дослідження світового ринку державних облігацій та виявлення вітчизняних особливостей, розробка пропозицій щодо

удосконалення ринку державних облігацій України.

При написанні статті використувались методи логічного і порівняльного аналізу, діалектичний та логічний методи, метод аналізу і синтезу, групування та інші.

## РЕЗУЛЬТАТИ

Державні облігації виступають привабливим інструментом позики. Вони виражають відносини з приводу позики грошових ресурсів на певних умовах, тобто кредитні відносини. У вітчизняній та зарубіжній літературі під облігаціями розуміють боргові цінні папери, які дають право їх власнику, після визначеного періоду, на отримання від емітента (державних органів влади) суми основного боргу та відсотків. Загалом до специфічних ознак боргових цінних паперів можна віднести наперед визначений строк позики та її вартість (тобто дохід), а також жорсткі умови запозичення.

Слід зазначити, що види облігацій є досить різноманітними. Так, державні облігації можна класифікувати залежно від емітента, способу виплати доходу, терміну дії, на які вони випускаються, умов обігу та їх надійності. При цьому облігації можуть випускатися на покриття дефіциту бюджету та під конкретні проекти (цільові). Загалом ринок державних облігацій є дуже розвиненим і в структурі боргових інструментів, що функціонують на фінансових ринках країн світу, займає в основному найбільшу частку, а інколи сягає 100 %, як, наприклад, у Нідерландах, Польщі та Греції (див. рис. 1) [1].

Найбільш розповсюдженим видом облігацій є облігації, спрямовані на фінансування існуючого бюджетного дефіциту (бюджетні облігації). Вони емітуються або для фінансування касових розривів виконання бюджету, або безпосередньо для

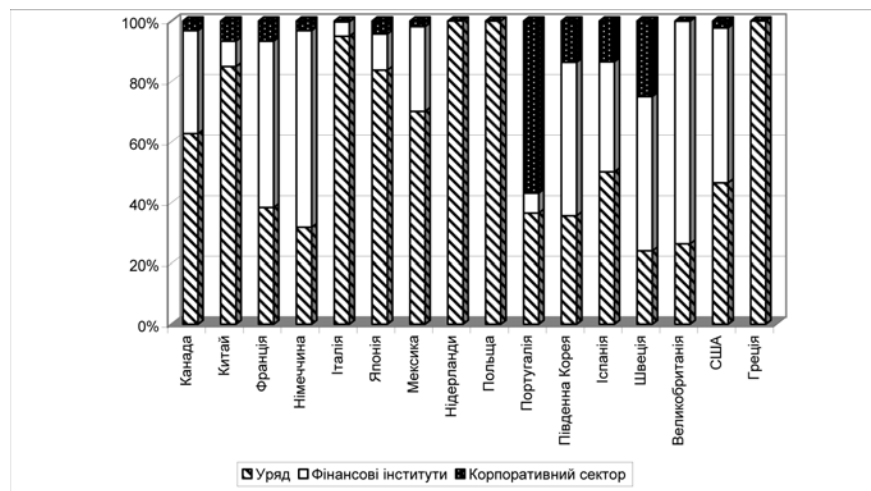
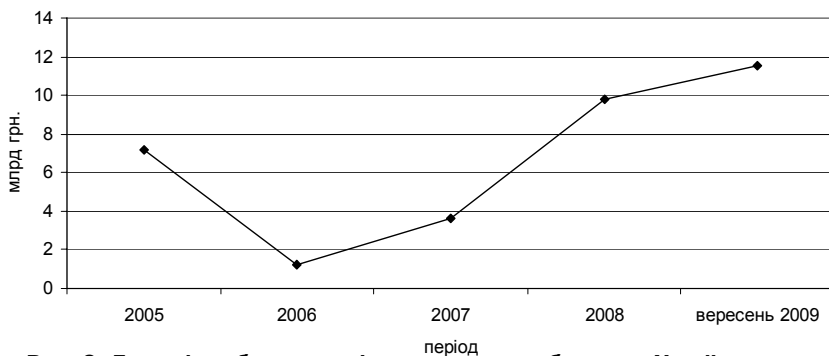


Рис. 1. Структура внутрішніх ринків боргових цінних паперів країн світу станом на кінець липня 2009 року



**Рис. 2. Динаміка обсягу коштів, залучених до бюджету України шляхом розміщення облігацій внутрішньої державної позики**

фінансування бюджетного дефіциту. З цієї причини їх характерними ознаками є короткостроковий характер та джерело погашення — поточні або майбутні бюджетні доходи. Варто відмітити, що серед зазначених цінних паперів переважаючими є внутрішні облігації. Як свідчить світовий досвід, державні запозичення на внутрішніх ринках є прийнятною практикою для більшості країн світу. Так, у таких країнах, як Бельгія, Ірландія, Греція, Іспанія, Люксембург, Мальта, Нідерланди, Португалія, Фінляндія та Велика Британія, частка запозичень на внутрішньому ринку складає біля 98 %, а в Греції, Австралії та Швеції — 90 % [2]. Стосовно України, то останнє співвідношення до нещодавнього часу принципово відрізнялося. Однак виважена політика уряду країни щодо управління державними запозиченнями (за рекомендаціями більшості міжнародних фінансових установ значну перевагу слід віддавати внутрішній складовій та розвиткові ринків внутрішніх, а не зовнішніх, державних цінних паперів) дещо змінила ситуацію: у 2009 році частка внутрішніх державних запозичень складала біля 80%, хоча в загальній структурі державного боргу все ж таки переважаючою є зовнішня складова [3]. Загалом обсяг коштів, що залучається до бюджету України шляхом розміщення облігацій внутрішньої державної позики, щороку зростає і станом на вересень 2009 року зазначена величина склала 11,5 млрд грн. (див. рис. 2) [4]. Слід зазначити, що залучення позик за допомогою державних цінних паперів на внутрішньому ринку дає уряду досить ефективний, оперативний інструмент впливу на економіку, ліквідність банківської системи, грошові потоки держави, фінансову систему в цілому.

Важливими критеріями, що впливають на швидкість накопичення боргу країни за облігаціями, є їх ціна та дохід. Крім цього, дохід є важливим фактором, що визначає поведінку інвестора з приводу придбання цінного паперу.

За облігаціями встановлюється два основних види цін: номінальна та

ринкова. Номінальна ціна являє собою суму грошових коштів, котру інвестор надає емітенту в борг і підлягає поверненню після закінчення терміну позики. Номінальна ціна виступає базовою для розрахунку доходу, отриманого за облігацією. Ринкова ж ціна цінного паперу залежить від багатьох факторів.

Що ж стосується доходу, то за облігаційними позиками передбачається декілька видів доходу, однак найбільш розповсюдженими є купонний (процентний) та дисконтний. При цьому, на наш погляд, важливо зазначити, що всі доходи від державних облігацій захищені від сплати основних податків. Тим самим держава заохочує придбання облігацій інвесторами.

У першому випадку дохід буде виплачуватися по купону, тобто по фіксованому чи плаваючому відсотку, зазначеному на облігації, а іншому — дохід буде отриманий у вигляді різниці між номінальною ціною (ціною погашення) та ціною придбання.

При дисконтному доході держава сплачує по закінченню терміну запозичення одночасно і дохід, і суму боргу. Звичайно, в цьому випадку вартість позики для держави буде більш низькою.

З цієї причини з точки зору держави даний спосіб виплати доходу є найбільш привабливим способом, оскільки дозволяє не вишукувати додаткових грошових коштів для виплати доходу протягом терміну реалізації позики. Крім цього, дисконтним доходом можна управляти, оскільки його використання дозволяє державі брати активну участь у формуванні дохідності.

Однак, досить важливо зазначити і негативні моменти даного способу для держави, адже він залежить від ситуації в економіці, політиці, на самому ринку цінних паперів. Крім того, величина доходу, що сплачується за облігаціями, залежить від попиту та пропозиції на державні облігації, що, в свою чергу, за несприятливих обставин збільшує вартість запозичення. Саме тому, при високому рівні інфляції та нестабільній ситуації, більш привабливою для держави є емісія облігації з плаваючим

доходом і навпаки. Як свідчать дані табл. 1, у більшості країн світу переважаючими серед облігацій є цінні папери з фіксованою ставкою, однак на фондових ринках країн Латинської Америки спостерігається протилежна ситуація: 40% облігацій емітуються з плаваючим доходом. Крім того, для зазначеної групи країн також характерна велика частка індексованих облігацій (наприклад, у Чилі вона сягає 79%). Слід зазначити, що вітчизняна практика відповідає загальносвітовим тенденціям, тобто переважаючими є запозичення з фіксованою процентною ставкою.

Крім фінансування бюджетних потреб, як зазначалося, важливою метою випуску державних облігацій є також збільшення припливу іноземної валюти. Це сприяє зміцненню національної грошової одиниці, за умови використання мобілізованої в такий спосіб іноземну валюту в експортно-імпортних розрахунках. Наступною важливою метою випуску державних облігацій є надання стримуючого впливу на інфляцію. У цьому випадку кошти, отримані від випуску державних облігацій, тимчасово вилучаються "з обороту".

Зазначені вище цілі, на наш погляд, можуть бути досягнуті за умови, що державні облігації здатні відповідати ряду вимог, зокрема вимогам надійності, визначеності й ліквідності. Важливо зазначити, що державні облігації, вважаються найбільш надійним видом цінних паперів. Однак ступінь реальної надійності цінних паперів визначає кредитний рейтинг країни. Чим вищий кредитний рейтинг, тим буде нижчою процентна ставка, котра буде сплачуватися кредитором.

Провідними рейтинговими агентствами, котрі здійснюють присвоєння кредитного рейтингу, є Standard & Poors та Moody's. Рейтинги від AAA до BBB називають рейтингами інвестиційного рівня. Рейтинги від BB+ до D є рейтингами спекулятивного рівня. Спекулятивна категорія означає, що емітент залежить від зовнішніх обставин і при несприятливих їх змінах не зможе повернути свій борг. За рейтинговою шкалою Standard & Poors такі країни, як США, Австрія, Данія, Франція, Німеччина, Італія, Норвегія, Португалія, Великобританія, Канада, Швеція, Швейцарія, Австралія, Японія, Польща, Росія та інші, мають інвестиційний кредитний рейтинг, тоді як Білорусія, Монголія, Пакистан характеризуються спекулятивним рівнем. Кредитний рейтинг України ССС+ свідчить про те, що виконання зобов'язань цілком залежить від сприятливих ділових, фінансових та економічних умов. При цьому позитивний характер рейтингу свідчить про

Таблиця 1. Структура ринку облігацій\* (за видами відсоткових ставок)

Країни	2006				2007				2008			
	Плаваюча ставка	Фіксована ставка	Індексована ставка	Ставка, пов'язана з валютним курсом	Плаваюча ставка	Фіксована ставка	Індексована ставка	Ставка, пов'язана з валютним курсом	Плаваюча ставка	Фіксована ставка	Індексована ставка	Ставка, пов'язана з валютним курсом
Латинська Америка	43	29	25	3	40	32	25	3	40	29	28	4
Аргентина	9	9	61	20	9	12	56	22	9	8	58	23
Бразилія	49	27	22	1	45	30	24	1	47	26	26	1
Чилі	0	20	68	13	0	25	73	2	0	21	79	0
Колумбія	0	72	27	0	0	74	25	0	0	73	27	0
Мексика	54	32	14	0	50	34	16	0	47	36	18	0
Венесуела	86	0	0	14	18	0	0	82	26	0	0	74
Найбільші країни Азії	3	97	0	0	2	97	0	0	2	96	0	1
Індія	4	96	0	0	4	96	0	0	3	97	0	0
Тайвань, Китай	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0
Інші країни Азії	9	91	0	0	7	93	0	0	6	94	0	0
Індонезія	37	63	0	0	30	70	0	0	24	76	0	0
Малайзія	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0
Філіппіни	4	96	0	0	3	97	0	0	2	98	0	0
Таїланд	2	98	0	0	3	97	0	0	3	97	0	0
Центральна Європа	13	86	1	0	15	82	1	1	11	86	2	2
Греція	0	100	0	0	0	100	0	0	3	97	0	0
Румунія	7	93	0	0	5	90	0	5	6	87	0	6
Польща	18	80	2	0	22	75	2	0	15	82	3	0
Росія	0	97	3	0	0	98	2	0	0	98	2	0
Інші**	21	56	15	6	22	51	18	6	22	50	19	6
Країни з ринками, що формуються, усього	19	69	10	2	19	67	11	2	18	66	12	3
Гонконг	2	98	0	0	1	99	0	0	1	99	0	0
Сінгапур	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0
Індустріальні країни***	14	79	6	0	16	77	7	0	15	73	7	4

\* Складено автором за даними джерела [5].

\*\* Інші: Ізраїль, Туреччина, Північна Африка, Саудівська Аравія.

\*\*\* Індустріальні країни: Австралія, Бельгія, Канада, Німеччина, Іспанія, Велика Британія та США.

можливість підвищення кредитного рейтингу країни [6].

### ВИСНОВКИ

Таким чином, світовий досвід свідчить, що ринок державних облігацій є одним із найрозвиненіших у світі. Він характеризується різноманітністю видів державних облігацій, що дозволяє йому виконувати ряд функцій. Зокрема, за допомогою зазначених цінних паперів акумулюються кошти населення, вони виступають інструментом покриття дефіциту державного бюджету та підтримання ліквідності фінансових інститутів. Однак вітчизняна практика не завжди

відповідає загальносвітовим тенденціям, адже державні облігації в Україні мають лише одне призначення і використовуються, головним чином, для покриття бюджетного дефіциту.

Враховуючи вітчизняний та світовий досвід функціонування ринку державних облігацій, на наш погляд, можна виділити ряд факторів, що впливають на його розвиток та визначають можливу величину позики у вигляді державних облігацій. Зокрема, визначальними є необхідність у додаткових грошових коштах та ступінь розвитку ринку державних цінних паперів. Ще одним важливим факто-

ром, що впливає на вибір інвестора, є кредитна історія держави, а також довіра потенційних інвесторів.

Отже, з метою розвитку ринку державних облігацій необхідно, на нашу думку, перш за все розширити спектр цінних паперів. У даному випадку слід перейняти світовий досвід функціонування ринку облігацій, де значного поширення державні облігації набули в якості інструмента акумуляції заощаджень населення та їх збереження. Таким чином, держава має можливість залучати додаткові фінансові ресурси, а населення не лише зберігати свої кошти, а й примножувати їх. Також важливим моментом є забезпечення належного рівня доходу та унебезпечення потенційного інвестора від можливих ризиків, адже, як відомо, державні облігації є найнадійнішим фінансовим інструментом.

### Література:

1. Bank for International Settlements Quarterly Review, December 2009: [Електронний ресурс]. — Режим доступу: // <http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm>.
2. Structure of Government Debt in Europe // Eurostat. Statistics in focus: Economy and finance. — 2008. — № 110.
3. Офіційний сайт Міністерства фінансів України: [www.minfin.gov.ua](http://www.minfin.gov.ua)
4. Державні цінні папери // Бюлетень Національного Банку України. — 2009. — № 11 — С. 170.
5. Domestic bonds by instrument: [Електронний ресурс]. — Режим доступу: // <http://www.bis.org/statistics/qcsv/cgfs28c5.pdf>
6. Sovereign Ratings And Country T&C Assessments As Of Feb. 25, 2010. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: // <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245206460287>
7. Кабінет Міністрів України розпорядженням від 25.03.09 № 316-р схвалив Концепцію розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні на 2009—2013 роки. Стаття надійшла до редакції 10.02.2010 р.

## ПЕРЕДПЛАТА

ВИДАННЯ МОЖНА ПЕРЕДПЛАТИТИ З БУДЬ-ЯКОГО МІСЯЦЯ!

— ЧЕРЕЗ РЕДАКЦІЮ (ТЕЛ. 458-10-73);

— ЧЕРЕЗ ДП "ПРЕСА"  
(У КАТАЛОЗІ ВИДАНЬ УКРАЇНИ);

— ЧЕРЕЗ ПЕРЕДПЛАТНІ АГЕНТСТВА: "САММІТ", "ІДЕЯ", "БЛІЦ ІНФОРМ", "KSS", "МЕРКУРІЙ", "ПРЕСЦЕНТР", "ВСЕУКРАЇНСЬКА ПЕРЕДПЛАТНА АГЕНЦІЯ", "ФЛОРА", "ПЕРІОДИКА", "КОБЗАР", "ДІАДА", "ДОНБАС ДЕ-ЮРЕ", "ДІЛОВА ПРЕСА", "ФАКТОР"