

УДК 336.763.3:330.322 (447)

БОРГОВІ ЗОБОВ'ЯЗАННЯ ЯК ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ІНСТРУМЕНТ ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ДЛЯ ФІНАНСУВАННЯ ДЕРЖАВНИХ ПОТРЕБ.

Дудченко Н.В., *викл.*,
Демищенко В.В., *к.е.н., доц.*

Черкаський державний технологічний університет

В данной работе рассматривается современное состояние развития рынка ценных бумаг, основные проблемы связаны с инвестиционными инструментами на данном рынке, а также перспективы функционирования долговых обязательств как инвестиционного инструмента привлечения финансовых ресурсов для финансирования государственных потребностей.

Ключевые слова: *государственные долговые обязательства, инвестиции, инвестиционные инструменты, рынок ценных бумаг, государственных ценных бумаг, стандартные ценные бумаги, финансовые ресурсы.*

Modern market of equities development status is examined in this work, basic problems are related to the investment instruments at this market, and also prospect of functioning of debt obligations as investment instrument of bringing in of financial resources for financing of state necessities.

Key words: *government promissory responsibilities, investments, investment instruments, market of equities, state securities, standard securities, financial resources.*

Постановка проблеми. У нашій роботі розглядається сучасний стан розвитку ринку цінних паперів, основні проблеми пов'язані з інвестиційними інструментами на цьому ринку, а також перспективи функціонування боргових зобов'язань як інвестиційного інструменту залучення фінансових ресурсів для фінансування державних потреб.

Основою розвитку фінансової системи держави в сучасних умовах є переформатування сутності економічних категорій, їх взаємозв'язку відповідно до процесів, що зумовлюють зміни в економічній системі. Саме інструментарій фінансових активів дає змогу найефективніше, а отже, прибутково, використовувати наявні грошові, матеріальні і трудові ресурси.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми державних запозичень досліджували у своїх працях М. Бейлі, Т. Вахненко, І. Лютий, В. Корнеєв, Г. Кучер, П. Лузік, С. Нікітін та ін.

Постановка завдання. Дослідження можливості фінансування державних потреб через боргові зобов'язання як інвестиційного інструменту залучення фінансових ресурсів.

Метою статті є спроба знаходження можливості створення в Україні нових, інвестиційно привабливих державних боргових зобов'язань. Це, у свою чергу, дало б змогу здійснювати виважену й ефективну боргову політику для сприяння ефективнішому залученню фінансових ресурсів для фінансування державних потреб.

Виклад основного матеріалу дослідження. Інвестиції є домінуючим фактором економічного зростання будь-якої держави. У більшості розвинутих країн традиційним засобом задоволення інвестиційних потреб властей є регіональні облігаційні позики. Значущість і перспективність становлення ринку муніципальних цінних паперів визначається ще й тим, що на поточний момент питома вага позикових ресурсів в Україні не перевищує 0,1% від сукупних доходів місцевих бюджетів, тоді як у розвинутих європейських країнах питома вага інвестиційних позик щорічно досягає від 6 до 19% доходів муніципалітетів.

Розвиток вітчизняного ринку державних цінних паперів (РДЦП) має відбуватися не лише за рахунок використання стандартних, простих і звичних видів цінних паперів (коротко- й середньострокові ОВДП), а також за рахунок запровадження в обіг принципово нових цінних паперів для задоволення потреб різноманітних інвесторів.

Розвиток так званих базових цінних паперів є важливим елементом ефективного функціонування РДЦП будь-якої країни. Шляхом концентрації нових державних цінних паперів (ДЦП) у відносно обмежену кількість типових випусків зі стандартними строками обігу держава може керувати ліквідністю цих інструментів, паралельно зменшуючи вартість розміщення. Такі ліквідні випуски ринок використовує як базу для визначення ціни на інші інструменти. Для більш точного визначення ціни фінансових інструментів, що обертаються на ринку цінних паперів, використовується так звана крива дохідності базових активів (дохідність відносно невеликої кількості базових випусків державних цінних паперів із різними строками обігу), що дає змогу порівняти дохідність ринкових фінансових інструментів і ДЦП із однаковими строками обігу. Це порівняння є необхідним для ефективного виконання ДЦП функції загального ринкового показника, на основі якого визначаються процентні ставки інших цінних паперів.

Ситуація в Україні склалася так, що наявні види ДЦП не задовольняють повною мірою потреби інвесторів. Як свідчать численні дослідження, потенційні інвестиційні можливості населення країни, страхових компаній, пенсійних фондів, інвестиційних фондів не використовуються вповні, оскільки можна з перелічених груп інвесторів має певні особливості функціонування, які визначають різні цілі інвестування. Створюючи нові види цінних паперів, доцільно виходити саме з цілей кожної категорії потенційних інвесторів.

Можна виділити такі заходи щодо запровадження в обіг нових видів державних боргових зобов'язань:

1. Використання механізмів індексації дохідності залежно від рівня інфляції.
2. Створення надійних і захищених довгострокових фінансових інструментів як об'єктів інвестування пенсійних фондів, страхових компаній і подібних до них фінансових інституцій.
3. Випуск надійних (зі строком обігу до п'яти років) цінних паперів для залучення заощаджень населення, що перебувають за межами банківської системи.

З метою забезпечення стабільності й керованості РДЦП перевагу слід віддавати нескладним інструментам на зразок середньо- й довгострокових ОВДП. Для підвищення привабливості таких інструментів (особливо довгострокових) доцільно було б використати досвід багатьох країн, які визначають дохідність довгострокових ДЦП з урахуванням індексу інфляції (Inflation-indexed securities). Однак, інфляція не повинна бути вихідною базою для визначення дохідності інструментів запозичення, як це було з довгостроковими державними облигаціями зі змінною ставкою доходу і податковими ОВДП в Україні. Показник інфляції має бути коригуючим коефіцієнтом на додаток до встановленої процентної ставки.

Так пенсійні і страхові компанії є основними інвесторами у довгострокові цінні папери зі стабільним доходом. І пенсійні фонди, і компанії зі страхування життя віддають перевагу вкладенням у корпоративні й іпотечні облигації та цінні папери, що забезпечуються капітальними активами.

Наприклад, у США компанії зі страхування життя вкладають у ДЦП лише 3 % своїх активів, тоді як 41 % активів вкладають у корпоративні облигації, 9 % – у цінні папери різноманітних агенцій, 21 % – в акції, а залишок розподіляють між нерухомістю, позиками й банківськими депозитами. Отже, за можливості вибору фінансові інститути контрактного типу на розвинених ринках акцій і облигацій віддають перевагу вкладенням у недержавні цінні папери (утримуючи переважно диверсифіковані портфелі цінних паперів, такі фінансові установи зводять ризик до мінімуму, тому не мають потреби у вкладеннях в безризикові активи). Якщо ринки акцій і корпоративних облигацій у країні слабкі й нерозвинені, то пенсійні фонди і страхові компанії починають вкладати кошти у державні цінні папери. Така ситуація є характерною, зокрема, для України.

Натомість взаємні фонди створюються для специфічних інвестиційних цілей і тому не тримають диверсифікованих портфелів, спеціалізуючись або на облигаціях (державних чи недержавних), або на акціях (емітентами можуть бути будь-які корпорації). Тому облигаційні взаємні фонди і взаємні фонди грошового ринку стають активними учасниками ринку державних запозичень.

У розвинених країнах держава встановлює мінімальні вимоги капіталізації для заснування так званих пенсійних планів. Тут спрацьовує механізм захисту інвестицій і підвищується попит із боку цих інституцій на такі нові фінансові інструменти, як дисконтні облигації, облигації, що індексуються залежно від рівня інфляції, забезпечені іпотечні облигації, а також індексовані опціони та ф'ючерси.

Таким чином, беручи до уваги всі перелічені особливості потенційних інвесторів і пам'ятаючи про необхідність ефективного управління РДЦП, можна було б запропонувати випуск спеціалізованих відзивних купонних облигацій із обмеженим колом обігу (лише для пенсійних фондів і страхових компаній). Такі цінні папери зі строком обігу п'ять і більше років повинні приносити їх власникам дохід, що дорівнює дохідності при розміщенні довгострокових ДЦП плюс 1–2 %, гарантувати повернення коштів (можливість зворотного викупу) й мати механізм індексації дохідності залежно від зміни індексу інфляції.

Для заохочення участі і збільшення числа фізичних осіб на РДЦП слід запровадити державні ощадні облигації. Такі облигації для населення повинні випускатися на постійній основі в міру розміщення попередніх випусків. У межах цього сегмента припустимо варіювання строків залучення, починаючи від 2–3-річних позик і до 5–10-річних у перспективі. Підвищити привабливість таких цінних паперів допоможе індексування доходів за облигаціями. Дохід може складатися з двох частин: фіксованого купонного доходу і змінного купонного доходу, що відповідає індексу інфляції за шість попередніх місяців.

Важливим фактором розвитку РДЦП на поточний момент для населення також могла б стати гарантована можливість продати облигацію емітенту в будь-який момент (зобов'язання зворотного викупу за бажанням інвестора). У цьому разі доцільно було б запровадити обмеження або санкції, застосовувані до інвестора, якщо продаж цінних паперів відбувається до настання строку їх погашення. Наприклад, можна встановити знижку з викупної ціни в розмірі квартального доходу за облигаціями в разі дострокового викупу облигації за вимогою інвестора протягом перших двох-трьох років із моменту емісії.

Крім того, з метою стимулювання до тривалішого строку володіння інвестором ощадними облигаціями, слід запровадити їх розповсюдження методом поступової конвертації. При цьому, щоб здійснити її, інвестор повинен володіти менш дохідними фондовими цінностями не менше трьох років. Інвестиційною привабливістю цього фінансового інструмента також могло б бути звільнення від оподаткування доходів, аж до настання строку погашення. При цьому громадяни з невисоким реальним рівнем доходу взагалі могли б не сплачувати податків за такими цінними паперами. Якщо ж ощадні облигації з нижчим доходом інвестор обміняв на облигації з вищим доходом, то й у цьому разі доходи також не обкладалися б податком, аж до дати погашення цінних паперів.

Щодо сплати доходу за ощадними облигаціями, то інвестор повинен мати вибір: отримувати доходи регулярно (наприклад, щороку) або під час погашення облигацій. Тут можливе використання такої стимулюючої умови, як збільшення вартості облигації при кожному нарахуванні доходу, що збільшує базу нарахування купонної ставки в наступних періодах.

Не слід також нехтувати й можливостями стимулювання попиту на ощадні цінні папери з боку населення з допомогою податкового важеля. Йдеться про диференціацію ставок оподаткування між різними категоріями інвесторів. Запровадження податкових пільг надасть гнучкості механізму залучення заощаджень населення на ринку державних боргових зобов'язань.

Одним із напрямів диференціації інструментів ринку державних цінних паперів також може стати присвоєння окремим серіям або випускам ОВДП ознаки облигацій цільових позик. Можна передбачити, що залучені фінансові ресурси буде використано на конкретні інвестиційні цілі (наприклад, надходження від таких ОВДП прив'язати до окремих статей витрат у бюджеті розвитку). Але скоріше за все випуск подібних інструментів не принесе додаткових переваг. Фактично збільшиться сегментація ринку й ускладниться бюджетний менеджмент, що врешті-решт змусить емітента консолідувати такі випуски в рамках звичайних випусків ОВДП.

Подібні цільові позики доцільно випускати на місцевому рівні під прибуткові проекти. По-перше, тому що доходи від функціонування об'єктів, профінансованих з допомогою облигацій цільових позик, легше обчислити й відокремити з решти доходів саме на місцевому рівні. На рівні державного бюджету це завдання значно ускладнюється, отже, погашення й виплата доходів за такими облигаціями проводитимуться за рахунок загального фонду бюджету. Тобто зв'язок між інвестицією та її фінансовою віддачею втрачається. По-друге, джерелом сплати доходу на цільові облигації, в ідеалі, мають бути не податки (місцеві або загальнодержавні), а прибутки об'єкта інвестування.

На загальнодержавному рівні інвестування потребують переважно неприбуткові проекти (наукоємні, соціальні програми тощо). Тому ознака цільової позики, фактично, не забезпечує більшу привабливість цінного папера, адже немає цільового джерела погашення. На місцевому рівні, навпаки, досягається узгоджування рівня доходу за облигаціями до прибутковості об'єкта інвестування. Отже, у рамках державної політики розвитку РДЦП доцільно передбачити випуски місцевих цільових облигаційних позик. Вони можуть обліковуватися на окремих рахунках у зведеному бюджеті, наприклад, "кошти, що надійшли від розміщення цільових облигаційних позик місцевих органів управління".

Викликає зацікавлення також світова практика емісії фінансових інструментів міністерствами, відомствами й державними корпораціями, що емітуються у тій чи іншій формі та є гарантованими урядами своїх країн. Існує ряд критеріїв, які використовуються при визначенні випусків, що заслуговують подібних гарантій. З-поміж них головну роль відіграють такі:

- проведення незалежними експертами оцінки довгострокових показників економічної діяльності емітента гарантованих цінних паперів, яка має показати наявність значної ймовірності одержання останнім доходів, достатніх для повернення кредиту й відшкодування витрат;

- урядова гарантія, яка дається переважно за відсутності бажання учасників фінансового ринку на інвестування коштів без відповідної підтримки.

Для розвитку ринку зовнішніх запозичень, доцільно було б звернутися до світової практики емісії державних зобов'язань, серед яких виділяють іноземні облигації та єврооблигації. Особливостями іноземної облигації та єврооблигації є збіг і розходження країни розміщення та валюти випуску облигації.

Так, прикладом іноземної облигації може слугувати розміщення цінних паперів Швеції у Великобританії за номіналом, вираженим у фунтах стерлінгів. Як єврооблигація виступає шведська фондова цінність, розміщена у Великобританії за номіналом, вираженим у кронах. Такий папір називається євро-кроновим. У разі, якщо уряд чи муніципалітет або будь-яка корпорація Великобританії продаватиме свої цінні папери за межами Об'єднаного Королівства, то їх прийнято вважати євро-стерлінговими облигаціями.

Зазначимо, що одним з істотних аспектів проблеми емісії європейських чи іноземних облигацій є оптимальний вибір валюти випуску фондової цінності. Зауважимо також, що існує низка критеріїв, які дають змогу урядам розвинених країн здійснювати такий вибір на підставі проведення математичного аналізу економічної ситуації, що склалася у світовому співтоваристві.

Широке коло боргових інструментів дає змогу державі адресно стимулювати різних інвесторів. Разом із тим, занадто велика кількість інструментів ринку ДЦП може так фрагментувати ринок, що для підтримання активної торгівлі в межах одного потоку капіталу (наприклад, залучення заощаджень

населення) держава змушена буде управляти багатьма потоками від різних інструментів. Досвід функціонування розвинених РДЦП показує, що вартість ринкової фрагментації (розмір видатків і втрат бюджету для одночасного підтримання активності на багатьох ринках) значно перевищує переваги диверсифікації інструментів.

Для подальшого розвитку вітчизняного РДЦП також слід звернути особливу увагу на залучення заощаджень населення шляхом випуску ощадних цінних паперів, оскільки запровадження ефективних схем їх розміщення є актуальним для українського фондового ринку, адже сьогодні він ще не має надійних фінансових інструментів, доступних для індивідуальних інвесторів. Обсяг вільних коштів українських громадян становить від 6 млрд до 20 млрд дол. США.

Це створює величезні потенційні можливості для розвитку фінансового ринку. Проте відсутність на ньому надійних інструментів, насамперед ДЦП, призначених для довгострокових заощаджень громадян, а також сучасної та загальнодоступної інфраструктури, яка б забезпечувала акумуляцію цих заощаджень, призводить до того, що вільні кошти населення зберігає у валюті переважно поза банківською системою країни.

Таким чином, для стимулювання інтересу різноманітних інвесторів до ДЦП при їх розробці потрібно знайти компроміс між бажанням уряду подовжити строк і знизити вартість боргу та недовірою інвесторів до довгострокової економічної політики. Розв'язання цієї проблеми передбачає створення компенсаційних механізмів покриття ризиків. Заходами, які б сприяли зниженню ризику втрати заощаджень при інвестуванні в урядові цінні папери, можуть бути забезпечення державних облигацій реальними активами й підтвердження на практиці готовності уряду виконувати боргові зобов'язання протягом досить короткого періоду (до року).

Крім того, слід сформуванати загальну стратегію державного стимулювання й підтримки інвесторів, яка, має зосереджуватися, по-перше, на розробці урядових цінних паперів із характеристиками, що задовольняють вимоги як фізичних, так і юридичних осіб щодо надійного вкладення коштів, по-друге — на створенні спеціальних програм для фізичних осіб. Ці програми мають відповідати пріоритетним напрямкам використання державних позик (здобуттю вищої освіти, підтримці малого бізнесу тощо) і сприяти перетворенням у соціальній сфері (пенсійна реформа).

Висновки. Підсумовуючи викладене, можна зауважити, що розвиток інструментарію РДЦП України дасть змогу зробити його надійним джерелом залучення фінансових ресурсів і створити відповідну інфраструктуру для інвесторів.

Література

1. www.rada.gov.ua
2. www.minfin.gov.ua
3. Бюджетний кодекс України від 21.06.2001 № 2542-III
4. <http://www.epravda.com.ua/news/2011/11/21/306325/>
5. Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» від 23.02.2006 № 3480-IV
6. Легка Я.І. Визначення інвестиційних ризиків Українського боргового ринку цінних паперів// Теоретичні і прикладні питання економіки. – 2011. – №26. – С. 65-68.
7. Луніна І., Вахненко Т. Підвищення ефективності місцевих запозичень в Україні// Економіст. – 2005. – №10. – С. 38-41.
8. Рак Р.В Інновації на ринку державних цінних паперів України// Фінанси. – 2011. – №11. – С. 42-45