МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ УКРАИНЫ

ОДЕССКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

# Кафедра банковского дела

Дата регистрации\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

##### КУРСОВАЯ РАБОТА

**НА ТЕМУ: ”РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ И РОЛЬ НБУ”**

Студента КЭФ

Группы 42

**Шуллы С.Л.**

Руководитель:

**преп. Ярошенко Ж.А.**

### ОДЕССА

2001

## СОДЕРЖАНИЕ

**СТР.**

#### Введение 3

1. **Общая характеристика государственных ценных бумаг 4**
   1. **Виды государственных ценных бумаг 4**
   2. **Общие условия выпуска и размещения 6**
   3. **Особенности эмиссии государственных ценых бумаг**

**на примере США и ФРГ 7**

1. **Рынок государственных облигаций на Украине и роль НБУ 12**
   1. **Механизм реализации методов регулирования рынка**

**государственных облигаций на Украине 12**

* 1. **Особености рынка облигаций внутреннего государственного**

**займа Украины 16**

1. **Проблемы и перспективы развития рынка облигаций**

**государственного займа на Украине 18**

**Заключение 22**

**Литература 23**

**Приложения 24**

ВВЕДЕНИЕ

Государственные ценные бумаги – наиболее надежные среди долговых бумаг, риски по ним минимальные, и в этом их особая привлекательность. Поэтому понимание механизма работы рынка ОВГЗ (а именно этот вид государственных ценных бумаг получил наибольшее распространение в Украине) дает мощный теоретический и практический материал для безрискового инвестирования средств во времена экономической и политической неопределенности.

Поэтому в своей работе я старался по-возможности полнее раскрыть роль и функции облигаций и оценить перспективы развития рынка ОВГЗ, а также определить место и значение Национального банка Украины на этом рынке.

В своей работе я использовал как отечественные, так и заграничные источники информации о состоянии рынка государственных облигаций в некоторых странах мира и Украине, возможности государственных облигаций как могущественного инструмента финансового рынка. Не остались без моего внимания как первичный, так и вторичный рынки ОВГЗ. В частности, в своей работе я старался раскрыть специфику структуры недостатки и перспективы развития украинского рынка гособлигаций.

Значительный объем информации относительно широчайшего круга вопросов относительно ОВГЗ я получил из работы кандидата юридических наук, юриста-практика В.А.Мельника под названием “Рынок ценных бумаг”, которое вышло в 1998 году специальным выпуском в Киевском издательстве “АЛД”. Полезными в моем исследовании были работы Литвиненко Л.Т., Игнатущенко В.Н. и Шитова А.М., а также статьи кандидата экономических наук В.В.Корнєєва, Д.Кошевого и бывшего заместителя начальника управления рынка капиталов и бирж эмиссионно-кредитного департамента НБУ О.Чайки.

Оперативную информацию относительно эмиссии и изменения цен ОВГЗ я получал из журналов «Вісник НБУ”,“Бизнес”, «Контракты».

В своей работе я стремился не только показать место и роль государственных облигаций в экономике Украины, но и собрать практический материал, который может быть использован для более детального изучения данного рынка. При этом мною были выработаны некоторые предложения относительно дальнейшего развития рынка гоударственных ценных бумаг- в целом, и облигаций внутреннего государственного займа,- в частности.

1. **ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕНЫХ БУМАГ.**
   1. **ВИДЫ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ**

В общем виде ценная бумага представляет собой документ, который отражает связанные с ним права собственности на имущество или на получение дохода. По своей экономической природе цен­ные бумаги делятся на ценные бумаги, выражающие отношения со­владения (акции) и называемые долевыми; ценные бумаги, свиде­тельствующие о кредитных отношениях (облигации, казначейские векселя, ноты и др.), т. е. долговые; производные фондовые ценнос­ти (опционы, финансовые фьючерсы и др.).

Государственные долговые обязательства, исходя из тех задач, которые они решают, занимают важное место на рынке ценных бу­маг. В экономически развитых странах виды их достаточно разно­образны, однако в структуре общего объема выпуска государствен­ных долговых ценных бумаг преобладают облигации.

**Облигации** — это долговое обязательство, подтверждающее от­ношение займа между инвестором и эмитентом, при этом эмитент (заемщик) гарантирует инвестору (кредитору) выплату определен­ной суммы по истечении установленного срока и ежегодного дохо­да в виде фиксированного или плавающего процента.

Покупатель облигации называется кредитором по той причи­не, что эмиссия облигаций по своей сути является формой заимство­вания денежных средств. Вместе с тем, если облигации выпускаются на достаточно длительный срок (в развитых странах), то их можно рассматривать как особую форму инвестиций, а покупателя обли­гации — как инвестора, хотя по экономической природе он — кредитор. Приобретая государственные ценные бумаги, их владелецпредоставляет ссуду государству на условиях срочности, возврат­ности и платности.

Государственные ценные бумаги являются наиболее надежны­ми и ликвидными, поскольку они обеспечены финансовыми и ины­ми ресурсами государства. Неслучайно в развитых странах *по сте­пени надежности* облигации ранжируются в следующем порядке: облигации центрального правительства и облигации, гарантирован­ные им, муниципальные облигации и облигации акционерных об­ществ.

*По сроку действия* облигации делятся на краткосрочные —от нескольких недель до года, среднесрочные — от 1 года до 5 лет, дол­госрочные — от 5 до 30 лет, а также бессрочные. или рентные.Они отличаются тем, что они не содержат срока погашения и их владелец получает проценты до тех пор, пока держит эти облигации.

Следует отметить, что временной период, лежащий в основе перечисленных групп, не носит абсолютный характер. К примеру, к среднесрочным относят облигации со сроком жизни от 2 до 10 лет, к долгосрочным — от 10 до 30 лет.

*Выплата дохода* по облигациям производится в виде процента или купона. Уровень процентной ставки по государственным цен­ным бумагам обычно ниже, чем по другим выпускаемым бумагам. Это связано с высокой надежностью государственных долговых обязательств. С точки зрения выплаты дохода и возврата предостав­ленной в кредит суммы.

В Украине облигации от лица государства выпускаются министерством финансов, которое выступает гарантом их своевременного погашения. Объемы выпуска облигаций внутреннего государственного займа устанавливаются постановлением Кабинета министров (соответственно Закону Украины “О ценных бумагах и фондовой бирже”). Генеральным агентом по обслуживанию выпуска и погашению ОВДП, согласно действующему украинскому законодательству, выступает Национальный банк Украины. Средства от размещения государственных облигаций зачисляются в государственный бюджет. Таким образом, государственные облигации выпускаются с целью финансирования общегосударственных (бюджетных) потребностей

Что касается погашения государственных облигаций, то они могут погашаться на таких условиях:

- уплаты номинальной стоимости облигаций при выпуске дисконтных облигаций;

- уплатыпроцента (фиксированного или плавающего) при выпуске процентных облигаций;

- конверсионных выплат для конвертируемых облигаций;

В отличие от государственных, облигации предприятий или учреждений могут выпускаться еще и на условиях уплаты дохода в натуральной форме при выпуске беспроцентных облигаций.

Сегодня в обращении на внутреннем рынке находятся три основных вида государственных облигаций Украины:

• конверсионные облигации внутреннего государственного займа (КОВГЗ) с погашением в 2001—2004 годах рн. Весь выпуск разбит на равные транши, которые будут погашаться раз в полгода. По облигациям начисляются проценты раз в полгода на уровне доходности 3-месячных государственных облигаций или учетной ставки НБУ (около 19—20% годовых);

• процентные ОВГЗ (ПОВГЗ)-с погашением в 2002—2010 годах. Весь выпуск разбит на равные транши, которые будут погашаться ежемесячно. НБУ пока что предлагает самые краткосрочные бумаги с погашением в следующем году. Напомним, что их доходность на этот год установлена на уровне 17% годовых, а в дальнейшем она будет равняться уровню инфляции плюс 3%. Проценты по ПОВГЗ выплачиваются в конце каждого месяца;

• старые ОВГЗ и новые краткосрочные государственные облигации (КГО), размещаемые Минфином с начала февраля текущего года. Это дисконтные облигации, поэтому их доходность рассчитывается исключительно исходя из соотношения цены покупки, номинала (соответственно 100 грн для ОВГЗ и 1000 грн для КГО) и срока погашения.

**Казначейские векселя.** Это основной вид краткосрочных обязательств в развитых странах. Они выпускаются обычно на срок 3,6 и 12 месяцев (в США, например, они выпускаются на срок от нескольких недель до года).

Первичное размещение новых выпусков казначейских вексе­лей происходит на регулярно проводимых аукционах уполномоченными банками. Реализуются они по цене ниже номинала, а погашаются по полной нарицательной стоимости.

Практически большинство инвесторов приобретают казначей­ские векселя странах с развитой экономикой на активно действу­ющем первичном рынке ценных бумаг. Данный вид долговых обязательств имеет огромные объемы и очень высокую надёжность, в связи с чем они служат ориентиром на денежном рынке.

Эмиссия и погашение казначейских векселей осуществляются центральными банками по поручению казначейства, т. е. министерства финансов.

**Казначейские ноты**. Это рыночные государственные ценные бумаги, одиниз видов среднесрочных государственных обязательств. Выпускаются министерством финансов или специальными государственными финансо­выми органами.

**Муниципальные облигации**.Эти ценные бумаги тесно примыкают к государственным долговым обязательствам; выпускаются местными органами власти (штаты, округ, город). Наиболее типичными являются два вида муниципальных облигаций: облигации общего долга и доходные облигации.

Выпуск *облигаций общего долга* означает, что выплата процен­тов по ним и их погашение обеспечиваются сбором местных нало­гов. Эмиссия подобных облигаций предназначена для финансиро­вания строительства муниципальных больниц, школ. Поскольку расширение налогов в муниципалитетах проблематично, облигации общего долга менее привлекательны для инвесторов, чем *доходные облигации.* Выплата процентов по доходным облигациями их пога­шение осуществляются за счет доходов от платных строений, учреж­дений и иных сооружений, создаваемых местными органами власти за счет средств, полученных от эмиссии муниципальных ценных бу­маг.

Выпускаются и так называемые *гибридные мунципальные облигации,* выплата процентов по которым и погашение производятся за счет указанных выше источников: налогов и доходов от построен-ных платных объектов (эстакад, мостов, жилых домов, гаражей и др.)

**Сберегательные облигации** относятся к разряду нерыночных государственных ценных бумаг, так как не подлежат купле-прода­же. Эмитентами этих долговых обязательств выступают правитель­ство или местные органы власти. Облигации регистрируются на дер­жателя (покупателя). По сути они являются формой сбережений граждан. Возмещение по сберегательным облигациям производит­ся покупателю. Они высоколиквидны, погашаются по номиналу по требованию владельца.

**Специальные выпуски облигаций** .Для снижения бюджетного дефицита и привлечения сбережений населения для финансирования и рефинансирования государственного долга многие страны Запада прибегают к выпуску «специальных займов», предназначенных к размещению в страхо­вых и пенсионных фондах, а также правительственных учреждениях. Облигации таких выпусков не продаются, их нельзя передавать другим лицам, но они могут быть предъявлены к оплате через определенное время (обычно год) со дня их выпуска.

**1.2 ОБЩИЕ УСЛОВИЯ ВЫПУСКА И РАЗМЕЩЕНИЯ**

В экономически развитых странах государственные ценные бумаги играют значительную роль в финансировании государственных расходов, поддержании ликвидности банковской системы, развитии экономики в целом.

Затраты госбюджета, превышающие доходы, можно финанси­ровать и за счет кредита, взятого государством у центрального или коммерческих банков. Однако, как показала мировая практика, кредиты на эти цели используются редко, поскольку требуют от го­сударства больших затрат на оплату высоких процентов, превыша­ющих расходы на эмиссию ценных бумаг. Кроме того, сами банки заинтересованы выдавать краткосрочные кредиты под более высокие проценты. Эмиссия денег для покрытия затрат государственно­го бюджета также нежелательна, поскольку это приводит к расстрой­ству денежного обращения и инфляции.

Таким образом, наиболее приемлемым вариантом финансиро­вания расходов государственного бюджета является выпуск госу­дарственных ценных бумаг. Традиционно с их помощью решаются следующие задачи.

*Финансирование текущего дефицита бюджета.* Такая необходимость возникает в связи с возможными разрывами между государственными доходами и расходами: поступления в бюджет обычно приходятся на определенные даты, а расходы распределяются более равномерно.

*Погашение ранее размещенных займов.* Потребность в эмиссии государственных ценных бумаг для данной цели возникает и при бездефицитности государственного бюджета.

*Сглаживание колебаний при поступлении налоговых платежей в бюджет (устранение кассовой несбалансированности бюджета).*

*Обеспечение коммерческих банков и других кредитно-финансовых институтов ликвидными и высоколиквидными резервными активами.* В ряде стран для этой цели использовались краткосрочные государственные ценные бумаги. Вкладывая в выпускаемые правительством долговые обязательства часть своих ресурсов, кредитно-финансовые учреждения получают доход в виде процента.

*Финансирование собственных программ местных органов и капиталоемких проектов, а также привлечение средств во внебюджетные фонды.*

Государственные ценные бумаги, выпускаемые центральным правительством и местными органами власти с целью мобилизации денежных ресурсов, бывают двух типов: рыночные ценные бумаги и нерыночные государственные долговые обязательства.

Рыночные ценные бумаги свободно обращаются и могут перепродаваться другим субъектам после их первичного размещения. К ним относятся: казначейские векселя, различные среднесрочные облигации (ноты) и долгосрочные государственные долговые обя­зательства.

Нерыночные государственные долговые обязательства предназ­начены для размещения главным образом среди населения. Они не могут свободно переходить от одного владельца к другому. Эти цен­ные бумаги являются особенно эффективными в условиях развития рынка ценных бумаг.

Первичное размещение государственных ценных бумаг осуществляется с помощью посредников. Среди последних гглавенствующее положение занимают центральные банки, которые не только организуют работу по размещению новых займов, но и в ряде случаев сами приобретают крупные пакеты правительственных долговых обязательств. В некоторых государствах эти функции выполняют министерства финансов, а в большинстве стран с развитой экономикой в качестве посредников при первичном размещении государственных ценных бумаг могут выступать коммерческие и инвестиционные банки, банкирские дома. Вместе с тем в ряде государств существуют запреты на участие в качестве посредников коммерческих банков.

Основными способами размещения государственных ценных бумаг являются: аукционы, открытая продажа, индивидуальное размещение.

**Аукционная форма** первичного размещения ценных бумаг характерна для большинства стран с развитой экономикой. Подобным путем реализуются краткосрочные долговые обязательства, а в отдельных государствах — среднесрочные и долгосрочные.

Потенциальные покупатели заранее подают заявки устроителям аукциона с указанием объема ценных бумаг, которые они хотели бы приобрести с учетом содержащейся в заявке цены. При этом участие в аукционе может быть на конкурентной и неконкурентной основе.

**Открытая продажа** государственных ценных бумаг производится с помощью посредников (агентов), которыми могут выступать центральный банк или иные кредитно-финансовые институты (в основном инвестиционные банки). Эта процедура продолжается в течение длительного периода (от нескольких недель до нескольких месяцев), условия продажи публикуются заранее.

При **индивидуальном размещении** министерство финансов по поручению правительства ведет переговоры с крупными инвесторами о получении кредита под выпуск долговых обязательств. Оговариваются условия получения кредита (объем выпуска, процентная ставка и пр.).

Эмитентами государственных ценных бумаг могут быть не только центральные, но и местные органы власти (муниципальные долговые обязательства).

Рыночные государственные ценные бумаги считаются наибо­лее надежными и ликвидными, поэтому активно продаются на вто­ричном рынке.

* 1. **ОСОБЕННОСТИ ЭМИССИИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ НА ПРИМЕРЕ**

**США И ФРГ**

**Государственные долговые обязательства США.** Американский рынок ценных бумаг, в том числе государствен­ных долговых обязательств, является наиболее развитым в мире Он выделяется не только по объемам, но и по разнообразию государственных облигаций ( рис.1).

Основным эмитентом государственных долговых обязательств выступает федеральное правительство в лице министерства финан­сов, которое выпускает как рыночные, так и нерыночные ценные бумаги, причем первые преобладают.

К рыночным ценным бумагам в США относятся: краткосроч­ные казначейские векселя, среднесрочные ноты и долгосрочные об­лигации.

Срок обращения *краткосрочных казначейских векселей —* от нескольких недель до года. Они введены в практику в 1929 г., разме­щаются посредством аукционов, для участия в которых необходи­мо подать заявку в Финансовое управление Министерства финан­сов или отделение банка, являющегося его агентом. Казначейские векселя — беспроцентная ценная бумага, они реализуются со скид­кой по отношению к их номинальной стоимости, а доход образует­ся за счет разницы между ценой погашения и ценой реализации (при­обретения) векселя. При этом прибыль, полученная держателем этого долгового обязательства (от продажи, погашения), облагается на­логом, как и любой другой доход. Казначейские векселя в США давно существуют в безбумаж­ной форме и их приобретение фиксируется в виде бухгалтерских за­писей на счетах.

**Рис.1. Виды государственных ценых бумаг США**

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Ценные бумаги, гарантированные федеральным правительством.

Эмитенты:

организации, пользую-щиеся поддержкой правительства

Другие гарантированные правительством ценные бумаги

Облигации федеральных банков жилищного кредита

Облигации системы фермерского кредита

Облигации Азиатского банка развития

Муниципальные облигации.

Эмитент:

Органы власти штатов, муниципалитетов и др.

Краткосрочные казначейские векселя

Долгосрочные облигации

Другие муниципальные ценные бумаги

Специальные налоговые ноты

Муниципальные ноты

Федеральные нерыночные бумаги.

Эмитент:

центральное правительство

Другие федеральные нерыночные бумаги

Облигации пенсионных планов и индивидуальные пенсионные облигации

Сберегательные облигации

Федеральные рыночные бумаги.

Эмитент:

центральное правительство

Среднесрочные ноты

*Среднесрочные ноты.* Эти ценные бумаги выпускаются Казна­чейством США на срок от 1 года до 3, а иногда до 4 лет. С 1986 г. новые выпуски нот осуществляются в виде бухгалтерских записей на счетах. Ноты выпускаются в основном ежеквартально, за исклю­чением нот со сроком погашения 2 года, которые продаются за не­делю до окончания каждого месяца (на аукционной основе).

*Долгосрочные облигации.* Характерной чертой долгосрочных облигаций США является длительный срок их обращения: от 5 до 20—30 лет. Такие облигации называются бонами. В настоящее вре­мя более эффективными считаются десятилетние и тридцатилетние облигации.

Долгосрочные облигации, как и среднесрочные ноты, приносят их держателям фиксированный процентный доход к номиналу. Вместе с тем для повышения конкурентоспособности на рынке ценных бумаг облигации реализуются со скидкой относительно их номинальной стоимости.

Облигации выпускаются в безналичной форме и размещаются на аукционах.

Нерыночные ценные бумаги в США достаточно многообраз­ны: сберегательные облигации, облигации пенсионных планов, ин­дивидуальные пенсионные облигации, депозитные облигации и др.

*Сберегательные облигации* размещаются главным образом сре­ди населения. Они являются именными, не подлежат купле-прода­же. В настоящее время выпускается две серии облигаций: серия ЕЕ сроком на 12 лет, рассчитанная на небогатых граждан, и серия НН сроком на 10 лет для богатых инвесторов. По истечении шести ме­сяцев со дня приобретения такие облигации могут быть предъявле­ны к выкупу. Цена реализации облигаций различна. Облигации се­рии НН размещаются по номинальной цене, каждые полгода вы­плачивается фиксированный доход. При этом величина дохода пос­тепенно увеличивается (по шкале ставок). Облигации другой серии (ЕЕ) реализуются со скидкой до 50% номинальной цены, а их вы­купная цена периодически увеличивается нарастающим итогом в течение всего периода погашения (12 лет).

*Облигации пенсионных планов и индивидуальные пенсионные облигации* используются для накопления средств, необходимых для пенсионного обеспечения лиц, не работающих по найму, а занятых самостоятельно.

*Муниципальные облигации.* Этот вид облигаций получил ши­рокое распространение и характеризуется большим разнообразием (например, муниципальные ноты, специальные налоговые облига­ции).

Выпускаются долгосрочные и краткосрочные муниципальные облигации; в зависимости от целей выпуска они находятся в обра­щении от 30 дней до нескольких десятков лет. Выпускаются местны­ми органами власти как для финансирования бюджета, так и для развития социально-культурной сферы (здравоохранения, образо­вания, жилищного строительства, коммунального хозяйства др.).

Существуют также ценные бумаги, гарантированные федеральным правительством. Их эмитентами являются организации, пользующиеся поддержкой правительства. К этим ценным бумагам от­носятся: облигации Азиатского банка развития; облигации Систе­мы фермерского кредита; облигации федеральных банков жилищ­ного кредита и др.

**Государственные ценные бумаги ФРГ**. Рынок государственных ценных бумаг в ФРГ — один из крупнейших в мире и уступает лишь США, Великобритании и Японии. Его характерной особенностью является то, что на нем в меньшей степени представлены другие виды долговых обязательств (банковские облигации и облигации промышленных фирм). Вместе с тем его объемы постоянно растут.

Государственные долговые обязательства Германии отличаются большим разнообразием. Правительство выпускает облигации ФРГ, федеральные облигации, федералъные кассовые облигации, казначейские финансовые обязательства, а также финансовые инструменты: долговые сертификаты, сберегательные сертификаты, беспроцентные казначейские сертификаты ( рис.2).

Облигации федеральной железной дороги

Облигации

федеральной почты

Федеральные кассовые облигации

Федеральные облигации

Облигации ФРГ

Федеральные ценные бумаги.

Эмитент:

Центральное правительство

Ценные бумаги, гарантиро-ванные федеральным правительством.

Эмитенты:

Федеральные почтовая и ж/д службы

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Финансовые инструменты

Казначейские финан-совые обязательства

**Рис.2. Виды государственных ценных бумаг ФРГ**

С 1952 г. начали выпускаться облигации ФРГ, которые длительное время играли незначительную роль в финансировании расходов государственного бюджета. Однако постепенно высокая надежность и налоговые льготы привлекли к ним внимание национальных и зарубежных банков, частных лиц и прочих инвесторов (страховых компаний, инвестиционных фондов).Обычный срок облигаций ФРГ — 10 лет, но имеются облигации с периодом обращения от 5 до 30 лет. Их минимальный номинал— 100 немецких марок. Выпуск осуществляется в безналичной форме. Федеральная долговая администрация регистрирует их движение в Федеральном долговом регистре.

*Федеральные облигации* выпускаются сроком на 5 лет с минимальной номинальной стоимостью 100 немецких марок. Они обращаются в безбумажной форме в виде записей в Федеральном долго­вом регистре. Федеральные облигации рассчитаны главным образом на население.

*Федеральные кассовые облигации* выпускаются на срок от 3 до 5 лет, т. е. они являются среднесрочными долговыми обязательствами. Эмитируются в форме записей в Федеральной долговой книге; минимальная номинальная стоимость облигации — 5 тыс. немецких марок.

*Казначейские финансовые обязательства* выпускаются на 1 и 2 года. Они реализуются по цене, ниже номинальной. Иными словами, это дисконтная ценная бумага, рассчитанная на мелких вкладчиков.

*Долговые сертификаты* относятся в ФРГ к разряду финансовых инструментов. Они похожи на контракты по получению кредита,однако могут обращаться на фондовом рынке. Их основными эмитентами являются государственные федеральные и местные органы власти, почтовая и железнодорожная службы, правительства земель. Срок их обращения — от 1 года до 15 лет. Выплачивается ежегодный доход в виде фиксированного процента. Долговой сертификат может быть продан другим субъектам, что и служит основанием для отнесения его к ценным бумагам.

*Беспроцентные казначейские сертификаты —* финансовый инструмент, который выпускается для повышения ликвидности банковской системы и удовлетворения потребностей правительства в финансовых ресурсах.

*Сберегательные сертификаты* являются нерыночными ценными бумагами. Они представлены двумя типами, обозначенными буквами «А» и «Б». Инвесторами выступают в основном частные лица. Срок обращения облигаций типа «А» — 6 лет, типа «Б» — 7 лет. Как и другие виды облигаций, они не существуют в бумажной форме. Их минимальная стоимость составляет 100 немецких марок.

*Облигации федеральной железнодорожной и федеральной почтовой служб,* а также правительства земель ФРГ предназначены для большого круга инвесторов и являются высоколиквидными ценными бумагами.

Выпуск государственных долговых обязательств в ФРГ регламентируется Экономическим советом государственных властей, который принимает решения о необходимости выпуска облигаций, определяет эмитентов, учитывая состояние рынка ценных бумаг.

Государственные облигации в других западноевропейских странах чрезвычайно разнообразны по условиям выпуска, размещения, срокам обращения, выплате дохода. Они выпускаются главным образом для финансирования дефицита государственного бюджета.

**2. РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА УКРИНЕ И РОЛЬ НБУ**

* 1. **МЕХАНИЗМ РЕАЛИЗАЦИИ МЕТОДОВ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА УКРАИНЕ**

Строгая регламентация рынка ОВГЗ выражается в обязанности всех его участников соблюдать достаточно жесткие процедуры совершения сделок и учета проводимых операций. Привлечение ряда негосударственных организаций в качестве официальных дилеров явилось новшеством в торговле государственными ценными бумагами в стране. Эти организации прежде всего призваны на профессиональном уровне обеспечивать большой оборот торговли, расчеты и учет держателей облигаций. Однако основная организационная роль на рынке ОВГЗ все же принадлежит Центральному банку- агенту Министерства финансов, поскольку на него возложено обслуживание выпусков облигаций, а также выполнение функций дилера и контролирующего органа. К его компетенции относятся организация и проведение аукционов по размещению облигаций, осуществление погашения их выпусков, регулирование торговли на вторичном рынке.

Таким образом, одной из главных отличительных черт организации современного рынка государственных облигаций является развитие цивилизованного взаимодействия административных и рыночных структур с целью совершенствования и укрепления этого рынка. Указанное взаимодействие может быть проиллюстрировано организационной структурой рынка ОВГЗ (рис. 3).

1. Сектор организато-ров рынка

Министерство финансов Украины

Национальный банк Украины

2. Сектор функциональ-ного обеспечения рынка

Расчетная система

Депозита-

рий

Торговая система

3. Сектор участников рынка

n

2

1

1

n

2

11

Дилер

№ n

Дилер

№1

Дилер НБУ

…….. …….. ….….

где 1,2,….,n- инвесторы

**Рис.3. Организационная структура рынка ОВГЗ**

В рассматриваемой структуре можно выделить три уровня взаимодействия, или три сектора. Сектор организаторов рынка включает Министерство финансов и Национальный банк Украины, которые, представляя административные структуры, устанавливают предмет и порядок взаимодействия, а также состав участников рынка. В сектор функционального обеспечения входят организации, осуществляющие заключение сделок, расчеты по ним и ряд других функций. Сектор участников рынка включает как юридических, так и физических лиц, которые выступают в роли посредников или владельцев облигаций. Функции, выполняемые на каждом уровне взаимодействия, четко разграничены, что является одной из важнеийших предпосылок успешного развития рынка.

Сектор организаторов рынка, устанавливая общие «правила игры» и состав его участников,реализует свою стратегическую функцию централизованного заимствования государством временно свободных денежных средств у участников рынка и управления денежно- кредитной сферой.

Поскольку выпуск ОВГЗ осуществляется в виде записей по счетам их владельцев (т. е. счетам «депо»), весь объем выпуска оформляется одним общим сертификатом, хранящимся в НБУ и погашающимся одновременно с погашением данного выпуска облигаций.

Для обеспечения учета облигаций и их владельцев используется механизм двухуровневой депозитарной системы, включающий центральный депозитарий и сеть субдепозитариев. Депозитарий открывает счета только зарегистрированным дилерам, причем учет облигаций, принадлежащих самому дилеру и его клиентам, осуществляется раздельно. Для этой цели используются два типа счетов: дилерский счет и клиентский счет — отдельно по каждому выпуску облигаций. Такой порядок препятствует возможности злоупотреблений дилеров за счет облигаций своих клиентов.

Обязанностью каждого дилера является ведение реестра регистрационных кодов и внутренних лицевых счетов облигаций (счетов «депо»), приобретаемых по поручению клиентов. Эта обязанность реализуется с помощью субдепозитариев, ведение которых относится к числу обязательных функций дилера. Двухуровневая депозитарная система позволяет постоянно контролировать состав владельцев облигаций и защищать интересы инвесторов. Кроме того, каждым дилером в Депозитарии открываются

специальные торговые счета, на которых ежедневно отражаются операции по продаже облигаций.

Осуществление функций денежных расчетов по операциям с облигациями на рынке закреплено за специальной организацией — Расчетной системой. Все зарегистрированные дилеры обязаны открывать в ней счета, посредством которых осуществляются платежи по сделкам. Зачисление и списывание средств по этим счетам происходит через счет, открываемый Расчетной системой в РКЦ.

Расчеты по сделкам с облигациями между дилерами выполняются в течение одного дня, а между дилерами и другими организациями- в обычном порядке. В Расчетной системе также выделяются специ­альные торговые субсчета для ежедневного отражения операций по приобретению облигаций дилерами.

Указанные функции выполняются в рамках Торговой системы на основании договора с НБУ. Торговая система представляет собой организацию, осуществляющую техническое обеспечение и поддерживающую регламент совершения сделок с облигациями. Облигации могут переходить от одного владельца к другому только в результате операций купли-продажи, зарегистрированных этой системой. Торговая система функционирует на основании договора с НБУ и двухсторонних договоров с дилерами.

В целом сектор функционального обеспечения не имеет права выступать в качестве посредника, продавца или покупателя на рынке облигаций. Выполнение функций Депозитария, Торговой и Расчетной систем совмещает уполномоченная Центральным банком Украинская межбанковская валютная биржа.

Участники рынка облигаций могут выступать в качестве либо инвесторов, либо дилеров.

Дилером может быть любое инвестиционное учреждение (т. е. институциональный профессиональный участник рынка ценных бумаг), заключившее соответствующий договор с НБУ: банки, брокерские компании и т. д. Договор заключается лишь с организацией, успешно прошедшей процедуру проверки со стороны организаторов и контролирующих органов рынка, которыми являются Министерство финансов. Центральный банк, а также налоговые органы.

Для участия в аукционах по размещению облигаций дилеры подают заявки на их приобретение в размере не менее 1% объявленного номинального объема выпуска. Кроме того, за время действия договора с НБУ дилер обязан приобрести не менее 1% общего количества реализованных на прошедших аукционах облигаций.

Дилеры выполняют три основные функции. Во-первых, они осуществляют посредничество в заключении сделок и поэтому являются членами Торговой системы. Посредничество— единственный путь для инвесторов совершать операции на рынке облигаций. Во-вторых, они ведут учет владельцев облигаций, для чего каждый дилер обязан стать членом депозитарной системы, открыв при своей организации субдепозитарий. В-третьих, обязанностью дилеров является обеспечение своевременных и точных расчетов со своим клиентами, поэтому они должны стать также участниками Расчетной системы.

Инвесторами могут выступать как физические, так и юридические лица. Для совершения сделок с облигациями инвестору необходимо заключить договор с одним из дилеров. Желая купить или продать облигации, инвестор поручает эту процедуру своему дилеру. Следовательно, инвестор не имеет права самостоятельного ведения операций на рынке облигаций. Это ограничение несколько усложняет процесс реализации сделок, однако позволяет сосредоточивать спрос и предложение в одном месте, регулировать цены рыночными методами и таким образом обеспечивать высокую ликвидность рынка облигаций.

Договор, заключаемый между дилером и инвестором, определяет порядок исполнения поручений инвестора, устанавливает систему оплаты услуг и др. Инвестор вправе иметь отношения одновременно с несколькими дилерами.

Приобретение облигаций осуществляется как на аукционе во время размещения очередного нового выпуска, так и на вторичном рынке, продажа облигаций —только на вторичном рынке.

Первичное размещение ОВГЗ происходит на аукционах, проводимых НБУ по поручению Министерства финансов. НБУ объявляет об очередном аукционе не позднее чем за семь дней до его проведения. Объявление содержит дату аукциона, объемвыпуска, номинальную стоимость облигаций, лимиты их приобретения каждым дилером по неконкурентным заявкам (в % к объему заявки), максимальную долю облигаций, разрешенную для приобретения нерезидентами (в % к объему выпуска).

Выпуск облигаций происходит последовательно, одновременно с очередным погашением, что позволяет участникам рынка направлять средства от погашения предыдущего выпуска на приобретение облигаций последующего выпуска. Такой порядок дает возможность избежать встречных потоков платежей и резких колебаний объема денег, обращающихся на рынке. При погашении в день аукциона одного из предыдущих выпусков проводится автоматическое списание всех погашенных облигаций со счетов дилеров из Депозитария в Торговую систему, где дилером Центрального банка осуществляется их выкуп.

После этого исходя из размеров средств, полученных в результате погашения, а также зарезервированных дилерами в Расчетной системе для аукциона, осуществляется подача заявок на приобретение облигаций нового выпуска. Посредством заявок дилеры формулируют свои ценовые ожидания, т. е. ожидаемую доходность облигаций по сравнению с другими направлениями инвестирования средств. Эмитент облигаций, т. е. Министерство финансов, также осуществляет проработку этой проблемы, поскольку совпадение ожиданий обеих сторон позволяет успешно реализовать весь объем очередного выпуска облигаций.

В день проведения аукциона обычно подаются две заявки: одна — свободная — на приобретение облигаций для всех клиентов дилера и другая — от имени дилера и за его счет. Заявка может содержать неограниченное число конкурентных предложений и одно неконкурентное. В конкурентных предложениях указываются количество и цена, по которой покупатели готовы приобретать облигации. Цена выражается в процентах к номиналу облигации с точностью до сотых долей. В неконкурентном предложении указывается число облигаций, которое готовы приобрести инвесторы на аукционе по средневзвешенной цене.

НБУ может устанавливать лимиты количества облигаций, указываемого в неконкурентных заявках. Зарезервированные дилерами в Торговой системе средства должны быть достаточными для полной оплаты облигаций по обоим видам заявок и уплаты налога на операции с ценными бумагами, а также комиссионного вознаграждения Торговой системе.

Каждый дилер, подавая заявки в Торговую систему, обязан соблюдать следующую их приоритетность:

- неконкурентные предложения инвесторов;

- конкурентные предложения инвесторов в порядке убывания цены;

- неконкурентное предложение дилера;

- конкурентное предложение дилера в порядке убывания цены.

Если зарезервированных дилером средств окажется недостаточно, часть его предложений не будет принята Торговой системой.

Торговая система после окончания сбора всех заявок формирует общую ведомость заявок, представляемую Министерству финансов. Минфин, руководствуясь интересами бюджета и целями денежной политики, а также исходя из объявленного объема эмиссии, определяет минимальную цену продажи облигаций — цену отсечения, ниже которой заявки не удовлетворяются, и средневзвешенную цену аукциона. Цена отсечения отражает степень совпадения ценовых ожиданий сторон. После этого НБУ выдается поручение на удовлетворение заявок.

Дилер Центрального банка вводит в Торговую систему заявку на продажу всего объема выпуска облигаций по цене отсечения, что приводит к заключению сделок по предложениям всех дилеров, превышающим эту цену. Через Расчетную систему осуществляются платежи по итогам дня, и аукцион заканчивается. Торговая система выдает в этот же день каждому дилеру выписки из реестра сделок.

Дальнейшая купля-продажа выпущенных в обращение облигаций осуществляется на вторичном рынке посредством Торговой системы, роль которой выполняет УМВБ. Каждый дилер в торговом зале биржи имеет автоматизированное рабочее место, с по мощью которого производятся подача заявок на покупку и продажу облигаций, а также другие операции, установленные регламентом вторичного обращения. Регламент устанавливает также равноправное положение всех дилеров без исключения.

Заявки, подаваемые дилерами, воспринимаются Торговой системой как предложение купить или продать определенное количество облигаций по установленной цене и могут быть сняты по команде дилера в любое время. Поступившие заявки сопоставляются с данными, полученными из Депозитария и Расчетной системы, о количестве облигаций и суммах средств, зарезервированных дилерами для совершения сделок. В случае покупки облигаций размер денежных средств, зарезервированных для этой цели дилером на торговом субсчете, уменьшается на соответствующую сумму. При продаже облигаций сокращается количество облигаций на торговом субсчете дилера. Если для удовлетворения заявки недостаточно зарезервированных денежных средств или облигаций, она к исполнению не принимается.

Заявки удовлетворяются в случае совпадения ценовых условий встречных предложений. При выборе сторон сделки учитывается время подачи заявки, а ее объем во внимание не принимается, поскольку Торговая система имеет право дробить в случае необходимости поступившие заявки. Заключение сделки фиксируется автоматически без дополнительного подтверждения согласия сторонами. В завершение торгового дня подсчитываются взаимные обязательства дилеров по денежным средствам и облигациям, т. е. осуществляется клиринг. После этого формируются итоговые поручения Депозитарию и Расчетной системе на соответствующие зачисления или списания по счетам дилеров.

Погашение облигаций осуществляется НБУ по их номинальной стоимости в установленные дни и время. НБУ на основании доверенностей дилеров переводит со счетов «депо» на торговые субсчета в Депозитарии все облигации, подлежащие погашению, и выставляет от имени дилеров в Торговой системе заявки на их продажу по номинальной стоимости. Затем от своего имени НБУ выставляет заявку на приобретение всего объема погашаемых по номинальной стоимости облигаций. В это время Торговая система функционирует в режиме вторичных торгов.

Средства, полученные от погашения облигаций, переводятся на торговые субсчета дилеров в Расчетной системе и могут быть использованы в этот же или другой день для приобретения на аукционе очередного выпуска облигаций. Не использованные средства переводятся по реквизитами в соответствии с письменными распоряжениями инвесторов.

* 1. **ОСОБЕННОСТИ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ ВНУТРЕННЕГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ЗАЙМА УКРАИНЫ**

В Украине рынок долговых обязательств государства развивается с марта 1995 г., сначала в форме рынка ОВГЗ, со временем, в соответствии с потребностями, разветвляясь в рынок внешних заимствований и муниципальных займов. С того времени роль рынка ОВГЗ как средства финансирования бюджетного дефицита стремительно возрастает, что правда не означает однозначного успеха этого финансового инструмента на отечественном финансовом рынке, ведь имеет место накопления долговых обязательств государства перед инвесторами-собственниками гособлигаций.

Возрастание размеров задолженности по ОВГЗ происходило по тому же сценарию, что и во многих развивающихся странах, – а именно, как итог увеличение количества проведенных аукционов, объемов эмиссии и прибыльности облигаций. В условиях усиления долговой зависимости государства, инфляционных процессов, кризиса неплатежей и большой степени риска правительство вынуждено за счет возрастания прибыльности стимулировать размещения ОВГЗ с небольшими сроками погашения среди юридических и физических лиц. Проведение такой денежно-кредитной политики приводит к формированию отрицательной структуры внутреннего государственного долга, а высокая прибыльность государственных облигаций стимулирует потенциальных инвесторов направлять средства не в производство, а в ОВГЗ для финансирования дефицита государственного бюджета.

Еженедельно Министерство финансов привлекает на отечественном финансовом рынке 50-60 млн грн. на 3-6 месяцев под 17-19% годовых. Такие ставки пока что вряд ли заинтересуют украинских граждан, но для предпринимателей они достаточно приемлемы. Сегодня банки привлекают средства юридических лиц на 3-6 месяцев всего под 18-21% годовых. Однако государственные облигации имеют ряд преимуществ по сравнению с банковскими депозитами.

31 января 2001 года правительство утвердило постановление "О выпуске облигаций внутренних государственных займов", и теперь Министерство финансов еженедельно проводит аукционы по размещению краткосрочных государственных облигаций (КГО) сроком погашения три-шесть месяцев и один год. А с 20 марта начались продажи новых среднесрочных облигаций (СГО) на срок от одного до пяти лет. Общий объем внутреннего заимствования на этот год ограничен государственным бюджетом 2,1 млрд. грн. В то же время НБУ ввел ежедневные двухсторонние котировки (на покупку и продажу) процентных ОВГЗ и настойчиво предлагает банкирам покупать эти облигации. Из своего портфеля этих облигаций с погашением в 2002-2010 годах общим номинальным объемом 9560 млн грн. (Весь выпуск разделен на равные транши, которые будут погашаться ежемесячно.) НБУ пока что предлагает самые краткосрочные бумаги с погашением в 2002 году. Их доходность на текущий год установлена на уровне 17% годовых, а в будущем будет равняться уровню инфляции плюс 3%. Проценты по ПОВГЗ выплачиваются в конце каждого месяца. Кроме того, на рынке обращаются конверсионные ОВГЗ (КОВГЗ) с погашением в 2001-2004 годах общей номинальной стоимостью 680 млн грн. (Весь выпуск разделен на равные транши, которые будут погашаться раз в полгода.) Ближайшие проценты по ним будут выплачиваться в конце февраля по ставке 24-25%. Вообще же они устанавливаются раз в полгода на уровне доходности трехмесячных государственных облигаций или учетной ставки НБУ. Поэтому на период до августа текущего года доходность КОВГЗ будет составлять около 17-18% годовых. Наконец, на рынке есть еще ОВГЗ 2000 года, которые будут погашаться в этом году, но их немного и жить им осталось недолго. На всякий случай напомним, что старые ОВГЗ, как и новые КГО, это дисконтные облигации. Поэтому доходность их рассчитывается исключительно исходя из соотношения цены покупки, номинала (100 грн для ОВГЗ и 1000 грн для КГО) и срока погашения (приложения 1,2).

Начиная с 2000года бюджет, которым предусмотрены все выплаты по обслуживанию государственного долга, выполняется, а объем обязательств Министерства финансов перед коммерческими банками по ранее выпущенным государственным облигациям не превышает 500 млн грн. (Все остальные внутренние долги правительства по государственным ценным бумагам - это долги НБУ.) Следует также добавить, что правительство ни разу не нарушило своих обязательств по государственным ценным бумагам перед клиентами банков - юридическими и физическими лицами. Кроме т6го, на фоне последних событий с банком "Славянский" или вокруг банка "Украина" облигации Минфина выглядят более, надежным инструментом, чем банковские депозиты. Дополнительными преимуществами по мировой практике, является большая ликвидность этого инструмента (в отличие от депозита их можно продать), возможность использовать их в качестве залога или для уплаты долгов государству и др. После плачевных событий 1998-1999 гг. банки перестали предлагать клиентам подобные услуги обслуживания на рынке гособлигаций. Однако, уже сейчас понемногу этот рынок начинает возрождаться, а ставки комиссионных за эти услуги - уменьшаться. Пока что все банкиры утверждают, что наиболее привлекательны на рынке - КГО: у них и срок самый короткий, и доходность самая высокая.

Что касается физических лиц и мелких предпринимателей, им лучше ждать облигаций сберегательного займа, доходность которых прогнозируется выше, чем у нынешних государственных ценных бумаг. (Заметим, что в принципе никаких ограничений на покупку облигаций физическими лицами не существует.) По имеющейся информации, сейчас Минфин ищет кандидатуру советника по размещению этих бумаг. Пока что любопытный инструмент предложил акционерный коммерческий банк "Надра". Он начал продажу сертификатов прав владения облигациями государственного внешнего займа Украины 1995 года, или так называемыми "газпромовками". Суть схемы, по словам представителей банка, проста: банк зарезервировал 280 облигаций из своего портфеля и может выпустить на них сертификаты владения с погашением в 2004-2007 годах и ежеквартальными выплатами из расчета 8,5% годовых. Выплаты и стоимость сертификата ($5 тыс.) соответствуют доходности и номиналу самих "газпромовок". Напомним, что эти бумаги правительство выпустило в 1995 году в счет оформления задолженности Украины за газ перед РАО "Газпром" на общую номинальную стоимость $1,4 млрд. После реструктуризации в 2000 году долг по ним сократился до $179 млн. Но у этой схемы есть один минус - это статус "сертификата владения", так как имя нового владельца непосредственно не включается в реестр владельцев "газпромовок", который ведет российский "Национальный резервный банк", обеспечивающий дополнительные гарантии. Что касается выгоды самого банка, то он, кроме живых денег, получает еще и премию за доходность. Также известно, что в свое время "газпромовки" продавались на рынке по ставкам около 20% годовых и даже выше[[1]](#footnote-1)1.

1. **ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ**

**ГОСУДАРСТВЕННОГО ЗАЙМА НА УКРАИНЕ**

Начиная с 1996 года осуществляется слишком форсированное развитие украинского рынка ОВГЗ. Увеличиваются объемы займов и соответственно государственный долг, провоцируется картина искусственного сдерживания инфляции и стабилизаци курса гривны. Очень быстро рынок ОВГЗ перерастает возможности слабосилой отечественной экономики, появляются нерезиденты, как основные заемщики капитала, которые в скором времени начинают контролировать ситуацию. При относительном обездвижении рынка корпоративных бумаг, рынок ОВГЗ становится по многим позициям доминирующим. Одновременно бюджет перегружается старыми и новыми долговыми обязательствами, повышается стоимость заемных средств – а это уже угрожающий сигнал относительно ликвидности облигаций.

Наряду с раскручиванием финансового маховика процентных выплат, Национальный банк вынужден принимать непосредственное участие в финансировании дефицита бюджета путем выкупа ОВГЗ(так как прямое финансирование правительства запрещено ст.53 Закона Украины « О Национальном банке Украины»), то есть имеет место скрытая эмиссия денег. Если принять во внимание вдвое большую доходность ОВГЗ на вторичном рынке (50-60% по сравнению с около 30% при первичном размещении), становится понятной, почему при таких условиях главным покупателем на первичном рынке сегодня выступает НБУ.

Долг по ОВГЗ характеризуетсся как очень дорогой, очень короткий и неравномерно распределенный по срокам погашения. Правительство, как эмитент, стало заложником ситуации, когда преобладающая часть новых заимствований направляется на погашение предшествующих выпусков облигаций – то есть сооружается финансовая пирамида. Например, государственный долг в части ОВГЗ по информации Минфина на 01.10.1998 г. составлял 11,1 млрд. грн. (НБУ приводит цифры 13,3 млрд. грн. ), а внешний долг достигал $10,9 млрд. из его общей суммы в $14,9 млрд. И хотя Украина считается государством с небольшой задолженностью, эта задолженность сформировалась на протяжении лишь последних семи лет.

Построенная облигационная пирамида имеет для Украины существенные отрицательные последствия. Во-первых, рынок ОВГЗ формировался как самодостаточный, и кредитная система отделилась от производства. Доходность ОВГЗ значительно превысила доходность производственных вложений, что вообще не типично и не отвечает практике финансового менеджмента. Государственные облигационеры имели в 1996 году 443 млн. грн. дохода, в 1997 – 929 млн. грн., за три квартала 1998 г. – 1495 млн. грн. Банки получили от таких операций 1,3 млрд. грн. прибыли.[[2]](#footnote-2) Во-вторых, сомнительная безальтернативность вложений в ОВГЗ лишила предприятия и организации заинтересованности в развитии фондовых инструментов. Из-за пирамиды ОВГЗ трансформация инвестиционных ресурсов участников финансового рынка в фонды потребления - затраты в социальной сфере, зарплаты, пенсии- финансируется за счет розбухающих ссудных схем. В-третьих, реальным фактом является угроза финансовой стабильности и экономической безопасности государства вследствие превосходящего представительства на рынке ОВГЗ нерезидентов. На начало 1997 г. около 30% всех ОВГЗ, которые находились в обращении на рынке, приходилось на долю нерезидентов. За пять месяцев 1997 года их часть выросла на 17%.[[3]](#footnote-3) События 1998 г. а в Росси свидетельствуют о возможности развития финансового кризиса в связи с быстрым выходом нерезидентов из национального рынка. В условиях, когда нерезиденты допущены к участию на рынке ОВГЗ, государство может контролировать структуру рынка с целью предусмотрения действий нерезидентов, не считаясь с тем, что возможности государственного регулирования из-за чрезмерной зависимости от внешних факторов довольно ограниченны. Безусловно, государственные заимствования не должны использоваться для решения текущих проблем – может быть пересмотрен ошибочный взгляд на фондовый рынок, как таковой, где викачиваются максимально возможные суммы (то же наблюдаем и в государственной налоговой политике).

За годы существования ОВГЗ в украинском бюджетном пространстве они стали универсальным инструментом для решения текущих финансовых проблем правительства. Через долговой рынок Министерство финансов получило возможность привлекать критически необходимые ему десятки и даже сотни миллионов гривен в сравнительно небольшие сроки (одну-две недели). Вместе с тем, перенесение долговых выплат по облигациям на год вперед значительно снизило доверие к украинскому рынку облигаций и Правительству, как гаранту возвращения средств. Только за первое полугодие 1998 года из финансового рынка Украины было изъято 1,5 млрд. долл. Да и отечественные покупатели облигаций, что-то не спешат обменять свои гривны на ОВГЗ. Остается лишь надеяться, что относительно честный способ государства набирать взаймы средства снова станет для инвестора возможностью заработать деньги, и пирамида ОВГЗ будет построена по рыночным правилам.

В насоящее время Украина является чуть ли не единственным государством в мире, которое осуществляет финансирование дефицита бюджета исключительно за счет средств иностранных инвесторов. Такая ситуация является ненормальной, тем более что главная роль в развитии рынка государственного долга принадлежит именно государству.

Очевидно, что отсутствие более-менее развитого рынка государственного долга будет создавать проблемы и для развития негосударственных пенсионных фондов, которые традиционно придерживаются стратегии консервативного инвестирования. А это, в свою очередь, может повлиять на темпы и результаты пенсионной реформы.

Государство обязано как можно быстрее разработать программу формирования и развития рынка своего долга, как составной части фондового рынка. Главное внимание нужно сосредоточить на разработке различных финансовых инструментов этого долга, ориентированных на различные классы инвесторов. При этом необходимо перенести акценты на выпуск облигаций для населения и одновременно осуществлять информационную компанию, целью которой будет повышение доверия населения к таким ценным бумагам.

Государство законодательно должно гарантировать неизменность условий выпусков таких инструментов на весь срок их обращения. Известно, что каждый случай изменения этих условий резко ухудшает инвестиционную привлекательность этого сегмента рынка. И, соответственно, уменьшает возможность привлечения инвесторов.

Сейчас государственные органы стали уделять много внимания введению в обращение производных ценных бумаг. В Верховной Раде находятся несколько проектов законов, которые дают определение производных ценных бумаг и устанавливают условия их обращения. Тратятся как время, так и ресурсы.

Анализ же текущей ситуации указывает на то, что формальное введение на рынок опционов и фьючерсов рынку ничего не даст в плане расширения количества ликвидных инструментов, потому что обращение этих производных бумаг жестко связано с ликвидностью базовых активов. В Украине нет ни рынка ликвидных ценных бумаг, практически нет ликвидного рынка биржевых товаров, таких как пшеница, нефть, газ, уголь и т.п. Все это свидетельствует о том, что условий для развития рынка производных ценных бумаг не будет до тех пор, пока не заработают другие рынки, на которых будет устанавливаться справедливая рыночная цена на базовые активы.

Поэтому приоритет в развитии финансовых инструментов должен быть предоставлен развитию инструментов государственного долга. В связи с чем Министерство финансов разработало новую концепцию государственных заимствований. Суть новой политики министерства сводится к тому, чтобы на основе анализа макроэкономической ситуации и фискальной политики прогнозировать целесообразность выпуска облигаций. Минфин уже завершает подготовку графика проведения аукционов по размещению облигаций, что должно способствовать участникам рынка строить свою стратегию в отношении работы с гособлигациями.

Однако банкиры заинтересованы еще и в открытости торгов. Ведь сейчас узнать, по какой доходности НБУ продает облигации на вторичном рынке, практически невозможно: единственная информация, предоставляемая широкой огласке — объем заключенных сделок, а на основе только этой информации определить движение рынка практически невозможно. Поэтому Министерство финансов планирует организовать с участниками рынка систему информационной связи. Тем не менее для возрождения рынка облигаций этого тоже недостаточно!

Также правительство намерено сделать ставку на долгосрочные финансовые инструменты и подключить к их покупке население. Но так как всего 3% выпускаемых облигаций сберегательного займа оставалось в руках граждан Украины, у Минфина теоретически есть шанс расширить круг потенциальных кредиторов. Вопрос в том, насколько население готово доверять правительству. В России, например, только 1% от объема торгуемых бумаг приходится на физические лица, а на облигации и того меньше.

В то же время такая политика министерства сможет себя оправдать лишь в случае гарантированной де-факто защиты от девальвации, то есть доходность по этим бумагам должна компенсировать понижение курса гривни. Но Минфин намерен привлекать средства населения на длительные сроки и по минимальной ставке доходности. Ранее облигации сберзайма продавались населению, мягко говоря, по скромной ставке доходности — 34% годовых на срок два года, поэтому и удалось привлечь всего 150 млн. грн. Причем коммерческие банки, участвовавшие в продаже облигаций физическими лицам, практически не получили дохода от этих операций. Так что полагаться на население все-таки наивно, даже несмотря на то, что со своей стороны Министерство финансов весьма аккуратно обслуживает выплаты по ОВГСЗ.

В данной ситуации целесообразно попытаться организовать на рынке институт маркет-мейкеров. То есть министерство определяет круг уполномоченных банков, которые выкупают 20—25% облигаций на первичном аукционе и в дальнейшем реализуют их на вторичном рынке. При этом банки должны постоянно поддерживать котировки бумаг на определенном уровне. Такое предложение достаточно привлекательно для банкиров, поскольку у них появляется возможность приобретения облигаций на первичном рынке на более выгодных условиях — по ставке доходности на 5% выше, чем котируются ОВГЗ на вторичном рынке. Правда, окончательно условия размещения облигаций еще не определены. Однако и без того понятно, что срок погашения этих бумаг не должен превышать одного года, тогда как министерство финансов снова-таки заинтересован в реализации более долгосрочных обязательств, поэтому без компромисса здесь не обойтись.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Подытоживая мое исследование, я могу утверждать, что украинские ОВГЗ, несмотря на решающую роль государственных облигаций на американском и европейском финансовых рынках, только на бумаге могут называться “универсальными и безрисковыми”, а их рынок в Украине еще слабый и несамостоятельный. Несамостоятельный он потому, что государство, заботясь о собственном бюджете, фактически дискредитирует доверие к нему инвесторов, а нерыночные ставки доходности первичного рынка окончательно отпугивают потенциальных инвесторов.

Итак, облигации внутреннего государственного займа хотя и играют важную роль в экономике Украины и выполняют много экономических функций, но еще далеки от тех ценных бумаг, которые эмитируют правительства развитых стран. Первичный рынок ОВГЗ пока что страдает от чрезмерной урегулированности, в то время как объемы купли-продажи государственных облигаций на вторичном оставляют желать лучшего.

Государственные облигации, как мощный инструмент долгового финансирования, еще не в полную меру стали неотъемлемой частью инвестиционного поля Украины. Имея привлекательные для многих инвесторов характеристики они вызывают определенный интерес, который правда отнюдь не возрастает. Не считаясь с заявления Министерства финансов о том, что государство собирается повысить привлекательность размещения средств в ОВГЗ, инвесторы, как иностранные, так и отечественные, не очень ему доверяют. Для этого существуют свои причины.

Во-первых, если Минфин будет повышать доходность при первичном размещении ОВГЗ, это станет значительным бременем для бюджета как текущего, так и следующих лет, из-за необходимости погашения высокодоходных облигаций. Кроме того, обслуживание внутреннего долга происходит вместе с внешним, который тоже имеет тенденцию к возрастанию.

Во-вторых, конверсии ОВГЗ, осуществленные как в минувших годах, не прибавляют инвесторам оптимизма. Примеров такой ситуации великое множество, взять хотя бы ситуацию в конце 1998г. в России с реструктуризацией государственных казначейских обязательств. Весь долг собственникам таких обязательств выплачивается в рублях, при этом 10% суммы кредиторы получают денежной наличностью, 20% обменивают на новые бездоходные бумаги, 70% заменяют на облигации с определенной датой погашения.

Еще одной из причин, которая отрицательно сказывается на рынке государственных облигаций, является значительный риск девальвации гривны, которая заставляет инвесторов вкладывать средства в валюты других стран, в частности в американский доллар. Поскольку большинство государственных облигаций продается и погашается за гривны, ожидаемый реальный доход от вложения средств в ОВГЗ часто слишком низкий, а иногда вообще может оказаться отрицательным.

Конечно, государство должно прилагать усилия в реанимации украинского рынка ОВГЗ и достижении максимально возможных объемов торгов на нем, как альтернативе иностранным займам у международных финансовых учреждениях. На первых этапах, целесообразно расширить функции ОВГЗ, в частности разрешить облигационерам-резидентам рассчитываться суммами ОВГЗ как налоговыми платежами в рамках действующего законодательства. Это увеличит привлекательность владения облигациями государства, а значит будет стимулировать рост объемов торговли ними. Примеров применения такого подхода есть много. В частности, известный аргентинский план “Вопех”, в котором для нейтрализации кризиса была предусмотренная эмиссия в 1991году 10-годовых облигаций, номинированных в долларах США под 30% годовых, которые принималось как налоговые платежи.

Как уже говорилось в работе, непоправимый вред украинскому рынку ОВГЗ нанесли несколько конверсий. Как один из методов снижения отрицательных следствий конверсии ОВГЗ, можно предложить конвертацию облигаций не только по срокам, но и в паевые ценные бумаги, - при этом предложить их обмен на акции инвестиционно привлекательных предприятий. Именно возможность конверсии в цепной связи “облигации-акции” есть определяющей для расширения финансово привлекательных характеристик облигаций, как инструмента ссудного капитала. Конверсионная привилегия дает возможность более скоро продать выпуск и, что очень важно – значительно снизить цену займа. Кроме того, в Государственной программе приватизации год следует предусмотреть возможность приобретения акций предприятий, которые приватизируются за счет сумм, которые определяют размеры долга по ОВГЗ. Такие мероприятия открывают возможности двойного выигрыша – снимается острота долговой проблемы и запускается рынок паевого капитала.

В общем, необходимо было бы подготовить к рассмотрению в Верховной Раде принятие законодательных актов, которые регулируют финансовое поведение правительства на долговых рынках – как внутренних, так и внешних. Деятельность государства, как эмитента может быть жестко урегулирована законодательством. Надо также четко очертить и к определенной мере ограничить полномочие НБУ. Национальный банк Украины, как генеральный агент правительства в облигационных схемах может и должен быть дилером, андерайтером, но никак не кредитором. Ведь вследствие действий по поддержанию курса гривны и выполнению долговых обязательств правительства может наблюдаться падение валютных резервов НБУ до критического уровня .

Но не все так плохо и определенные положительные тенденции на рынке ОВГЗ все же наметились, но без взвешенных шагов и помощи консультантов из-за границы процесс становления европейского уровня рынка государственных обязательств может заморозится на много лет. От этого проиграет как правительство так и все экономические субъекты Украины.**ЛІТЕРАТУРА**

1. Барановський О. Ринок цінних паперів в Україні: стан, проблеми, перспективи..// «Банківська справа». – № 6., 1997. – C.17-20.
2. Игнатущенко В.Н., Шитов А.М. Государственные облигации. Как вкладывать деньги и получать доход. – М.: «Инфра», 1997.
3. Іващенко О. Огляд ринку державних облігацій в Україні 1997 року // “Економіст”.-№3-1998. – С.20-24.
4. Корнєєв В.В. Фінансові зигзаги на ринку запозичень // “Фінанси України”. - №3., 1999. – С.116-122.
5. Литвиненко Л.Т. Рынок государственных облигаций. –М.: «Финстатинформ»,-1997
6. Мельник В.А. Ринок цінних паперів. - К.: «АЛД», 1998.
7. Ринок державних цінних паперів України // “Вісник НБУ”.-№12,1999-с.23
8. Ринок державних цінних паперів України // “Вісник НБУ”.-№2, 2001-с.38
9. Ринок державних цінних паперів України // “Вісник НБУ”.-№10, 2001- с.37
10. Фондовый рынок. // “Бизнес». - № 1-15. 1999.
11. Чайка О. Стан, проблеми та перспективи ринку державних цінних паперів України // ”Вісник НБУ”. - №1., 1997. – С.15-17.
12. Черкасова С.В. Проблеми розвитку ринку державних цінних паперів в Україні //Торгівля, комерція, підприємництво.№3 -2000.- с.39-43

**ПРИЛОЖЕНИЕ 1**

**Табл.1. Данные о результатах проведения аукционов по размещению облигаций внутреннего государственного займа на первичном ринке.**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Период | Количество проведенних аукционов | Сумма средств, привлеченных в бюджет,  Млн. грн. |
| 1995 | 28 | 304 |
| 1996 | 285 | 3145 |
| 1997 | 591 | 8322 |
| 1998 | 591 | 8133,2\* |
| 1999 | 166 | 3747,92462\*\* |
| 2000 | 87 | 1892,13347\*\*\* |
| 2001 | 111 | 538,50638\*\*\*\* |

**Табл.2. Результаты аукционов по размещению облигаций внутреннего государственного займа за 1999 г.**\*

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Период | Кол-во аукционов | Сумма привлеченных средств, млн.грн. | Средневзвешенная доходность, % |
| Январь | 65 | 766,6 | 46,2 |
| Февраль | 64 | 587,6 | 48,9 |
| Март | 51 | 667,5 | 49,1 |
| Апрель | 55 | 794,6 | 48,2 |
| Май | 46 | 490,7 | 51,4 |
| Июнь | 55 | 1274,3 | 65,8 |
| Июль | 76 | 1088,5 | 66,43 |
| Август | 44 | 952,1 | 58,63 |
| Сентябрь | 40 | 275,1 | 44,4 |
| Октябрь | - | 397,6 | - |
| Ноябрь | - | 271,9 | - |
| Декабрь | - | 566,6 | - |
| Всего: | 591 | **8133,2** | - |

**Табл. 3. Результаты аукционов по размещению облигаций внутреннего государственного займа за январь-октябрь 1999 г.**\*\*

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Период** | **Размещено облгаций, шт.** | **Привлчено средств в бюджет, тыс.грн. гри.** |
| Январь | 3 218 453 | 227 295.62 |
| Февраль | 6 050 045 | 446 031.17 |
| Март | 3 850 404 | 354 199.12 |
| І квартал | 13 118 902 | 1 027 525.91 |
| Апрель | 2 036 594 | 200 233.81 |
| Май | 5 361 879 | 452 818.32 |
| Июнь | 6 598 178 | 500 718.79 |
| II квартал | 13 996 651 | 1 153 770.93 |
| І полугодие | 27 115 553 | 2 181 296.83 |
| Июль | 6 485 032 | 567 626.75 |
| Август | 1 926 242 | 149 999.98 |
| Сентябрь | 5 625 230 | 438 000.55 |
| ІІІ квартал | 14 036 504 | 1 155627.29 |
| Октябрь | 4 684 353 | 405 000.50 |
| Ноябрь | 0 | 0.00 |
| Декабрь | 0 | 0.00 |
| IV квартал | 4 684 353 | 405 000.50 |
| Всего | 45 836 410 | 3 741 924.62 |

**Табл. 4. . Результаты аукционов по размещению облигаций внутреннего государственного займа за январь-декабрь 2000 г.**\*\*\*

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Период** | **Размещено облгаций, шт.** | **Привлчено средств в бюджет, тыс.грн.** |
| Январь | 0 | 0.00 |
| Февраль | 0 | 0.00 |
| Март | 0 | 0.00 |
| І квартал | 0 | 0.00 |
| Апрель | 14 243 081 | 1 313 775.20 |
| Май | 0 | 0.00 |
| Июнь | 3 929 390 | 371 579.69 |
| II квартал | 18 172471 | 1 685 354.89 |
| І полугодие | 18 172 471 | 1 685 354.89 |
| Июль | 210 100 | 20 527.29 |
| Август | 62 690 | 5 950.87 |
| Сентябрь | 0 | 0.00 |
| III квартал | 272 790 | 26478.16 |
| Октябрь | 1 741 575 | 161 344.74 |
| Ноябрь | 128 510 | 12 114.25 |
| Декабрь | 73 400 | 6841.43 |
| IV квартал | 1 943 485 | 180300.42 |
| Всего | 20 388 746 | 1892133.47 |

**Табл.5. . Результаты аукционов по размещению облигаций внутреннего государственного займа за январь-август 2001 г.**\*\*\*\*

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Период** | **Размещено облгаций, шт.** | **Привлчено средств в бюджет, тыс.грн. гри.** |
| Січень | 0 | 0.00 |
| Лютий | 234 639 | 217787.42 |
| Березень | 51 964 | 48192.95 |
| І квартал | 286 603 | 265 980.37 |
| Квітень | 52811 | 50150.43 |
| Травень | 88000 | 82713.54 |
| Червень | 67000 | 61 737.13 |
| ІІ квартал | 207 811 | 194601.10 |
| І півріччя | 494414 | 460581.48 |
| Липень | 33435 | 31 445.52 |
| Серпень | 49250 | 46 479.38 |
| Вересень | 0 | 0.00 |
| ІІІ квартал | 82685 | 77 924.90 |
| Жовтень | 0 | 0.00 |
| Листопад | 0 | 0.00 |
| Грудень | 0 | 0.00 |
| IV квартал | 0 | 0.00 |
| Усього з початку року | 577 099 | 538 506.38 |

\*- Фінанси України. - №3., 1999 – с.117.

\*\*- Вісник НБУ.- №12.,1999-с.23 (данные на 01.11.1999 г.)

\*\*\*- Вісник НБУ.- №2., 2001-с38

\*\*\*\*- Вісник НБУ.- №10., 2001-с.37 (данные на 01.09.2001 г.)

**ПРИЛОЖЕНИЕ 2**



1. 1 Кошевой Д. Государство конкурирует с банками за деньги предпринимателей// «Контракты»-№8-9,февраль 2001 [↑](#footnote-ref-1)
2. Корнєєв В.В. Фінансові зигзаги на ринку запозичень // Фінанси України. - №3., 1999. [↑](#footnote-ref-2)
3. Барановський О. Ринок цінних паперів в Україні: стан, проблеми, перспективи..// Банківська справа. – 1997. - №6. – С.17. [↑](#footnote-ref-3)