

СТАН І ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ІНСТРУМЕНТАРІЮ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

© 2018 ТАРАСЮК М. В., ТИМОШЕНКО Н. М.

УДК 336.761
JEL Classification: G11

Тарасюк М. В., Тимошенко Н. М.

Стан і перспективи розвитку інструментарію ринку державних цінних паперів в Україні

Стаття містить результати дослідження інструментарію внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні. У зв'язку з тим, що фінансовий ринок став потужним і дієвим джерелом в акумуляції тимчасово вільних коштів, що задовольнить інтереси найвибагливішого інвестора, держава намагається урізноманітнити й удосконалити перелік державних цінних паперів України, розглянуто переваги та недоліки підвидів боргових зобов'язань держави. За останні десятиліття в Україні інструментарій на державному борговому ринку розширився. Зокрема, це ПДВ – облигації, облигації внутрішньої державної позики в іноземній валюті, індексовані облигації, казначейські векселі, що номіновані в гривнях і доларах США, військові векселі. Незважаючи на досить великий перелік фінансових інструментів, майже всі випуски «нестандартних» боргових інструментів не мали великого успіху. Визначено основні чинники, що впливають на випуск та обіг державних цінних паперів в Україні. Крім того, розглянуто взаємовідносини держави та НБУ на ринку державних цінних паперів. У розрізі інструментів розглянуто фінансові векселі та дискусії науковців щодо його юридичного статусу. Проаналізовано зарубіжний досвід впровадження боргових програм на державному рівні в США, Японії та Канаді, в яких беруть участь роботодавці для фінансової підтримки своїх працівників. Визначено позитивні та негативні сторони їх функціонування та зроблено висновки про можливі наслідки та перспективи для України. Обґрунтовано пропозиції щодо заходів для підвищення рівня зацікавленості інвесторів до боргових інструментів держави на ринку цінних паперів, що стосуються як юридичних, так і економічних складових якісних змін і реформ.

Ключові слова: ринок державних цінних паперів, облигації внутрішньої державної позики, казначейські векселі, дефіцит бюджету, фінансові векселі.

DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-0712-2018-4-271-277>

Табл.: 2. **Формул:** 1. **Бібл.:** 15.

Тарасюк Михайло Вікторович – доктор економічних наук, професор, професор кафедри фінансів, Київський національний торговельно-економічний університет (вул. Кіото, 19, Київ, 02156, Україна)

E-mail: mihailotarasiuk@gmail.com

ORCID: 0000-0001-7081-7217

Researcher ID: O-2926-2016

Тимошенко Наталія Миколаївна – аспірант, кафедра фінансів, Київський національний торговельно-економічний університет (вул. Кіото, 19, Київ, 02156, Україна)

E-mail: ntimoschenkom@gmail.com

УДК 336.761
JEL Classification: G11UDC 336.761
JEL Classification: G11

Тарасюк М. В., Тимошенко Н. М.

Состояние и перспективы развития инструментария рынка государственных ценных бумаг в Украине

Статья содержит результаты исследования инструментария внутреннего рынка государственных ценных бумаг в Украине. В связи с тем, что финансовый рынок стал мощным и действенным источником в аккумуляции временно свободных средств, что удовлетворит интересы самого инвестора, государство пытается разнообразить и усовершенствовать перечень государственных ценных бумаг Украины. Охарактеризованы основные тенденции развития государственных заимствований на внутреннем рынке Украины, рассмотрены преимущества и недостатки подвидов долговых обязательств государства. За последние десятилетия в Украине инструментарий на государственном долговом рынке расширился. В частности, это НДС – облигации, облигации внутреннего государственного займа в иностранной валюте, индексированные облигации, казначейские векселя, номинированные в гривнях и долларах США, военные векселя. Несмотря на достаточно большой перечень финансовых инструментов, почти все выпуски «нестандартных» долговых инструментов не имели большого успеха. Определены основные факторы, влияющие

Tarasiuk M. V., Timoshenko N. M.

The Condition and Prospects of the Development of the Government Securities Market Instruments in Ukraine

The article contains the results of studying instruments of the domestic market for government securities in Ukraine. Due to the fact that the financial market has become a powerful and efficient source for accumulating temporarily free funds, which will satisfy interests of investors themselves, the state is trying to diversify and improve the list of government securities of Ukraine. The main trends in the development of government borrowing in the domestic market of Ukraine are described, the advantages and disadvantages of the subtypes of government debt obligations are considered. Over the past decades the number of instruments in the government debt market of Ukraine has increased. In particular, these are VAT bonds, domestic government bonds in foreign currency, indexed bonds, hryvnia-denominated and US dollar-denominated treasury bills, war bonds. Despite a rather large list of financial instruments, almost all issues of non-standard debt instruments did not have much success. The main factors affecting the issuance and circulation of government securities in Ukraine are identified. Moreover, the relationship of the state and the NBU in the government securities market is highlighted. Financial bills and discussions of scientists about its legal status

щие на выпуск и обращение государственных ценных бумаг в Украине. Кроме того, рассмотрены взаимоотношения государства и НБУ на рынке государственных ценных бумаг. В разрезе инструментов рассмотрены финансовые векселя и дискуссии ученых о его юридическом статусе. Проанализирован зарубежный опыт внедрения долговых программ на государственном уровне в США, Японии и Канаде, в которых участвуют работодатели для финансовой поддержки своих работников. Определены положительные и отрицательные стороны их функционирования, и сделаны выводы о возможных последствиях и перспективы для Украины. Обоснованы предложения относительно мер повышения уровня заинтересованности инвесторов к долговым инструментам государства на рынке ценных бумаг, касающихся как юридических, так и экономических составляющих качественных изменений и реформ.

Ключевые слова: рынок государственных ценных бумаг, облигации внутреннего государственного займа, казначейские векселя, дефицит бюджета, финансовые векселя.

Табл.: 2. **Формул:** 1. **Библ.:** 15.

Тарасюк Михаил Викторович – доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры финансов, Киевский национальный торгово-экономический университет (ул. Киото, 19, Киев, 02156, Украина)

E-mail: mihailotarasiuk@gmail.com

ORCID: 0000-0001-7081-7217

Researcher ID: O-2926-2016

Тимошенко Наталия Николаевна – аспирант, кафедра финансов, Киевский национальный торгово-экономический университет (ул. Киото, 19, Киев, 02156, Украина)

E-mail: ntimoschenkom@gmail.com

are considered in the context of financial instruments. There analyzed foreign experience in implementing government debt relief programs in the USA, Japan, and Canada, in which employers participate to financially support their employees. Positive and negative aspects of their functioning are identified, and conclusions are drawn about the possible consequences and prospects for Ukraine. There substantiated proposals for measures to increase the level of investor interest in government debt instruments in the securities market that concern both legal and economic components of qualitative changes and reforms.

Keywords: government securities market, government bonds, treasury bills, budget deficit, financial bills.

Tbl.: 2. **Formulae:** 1. **Bibl.:** 15.

Tarasjuk Mikhailo V. – Doctor of Sciences (Economics), Professor, Professor of the Department of Finance, Kyiv National University of Trade and Economics (19 Kioto Str., Kyiv, 02156, Ukraine)

E-mail: mihailotarasiuk@gmail.com

ORCID: 0000-0001-7081-7217

Researcher ID: O-2926-2016

Timoshenko Natalia M. – Postgraduate Student, Department of Finance, Kyiv National University of Trade and Economics (19 Kioto Str., Kyiv, 02156, Ukraine)

E-mail: ntimoschenkom@gmail.com

Постановка проблеми. Наявність дефіциту бюджету в країні завжди викликає потребу у пошуку прийнятних джерел його фінансування. Наукова спільнота вже давно дійшла згоди у тому, що залучення коштів на позиковій основі має відбуватися у національній валюті, що матиме найменш критичні наслідки для держави.

Нині фінансовий ринок став потужним і дієвим джерелом в акумуляції тимчасово вільних коштів за допомогою різноманітного інструментарію, що задовольнить інтереси найвибагливішого інвестора.

Досконалим і цивілізованим методом залучення коштів є запозичення на ринку цінних паперів. Державні цінні папери можна визначити як потужний регулятор фінансово-кредитного середовища держави, забезпечуючи досягнення рівноваги між дохідною і видатковою частинами державного бюджету [14, с. 286].

Нині держава намагається урізноманітнити й удосконалити наявний інструментарій на ринку державних запозичень. Але все ж таки існують, на нашу думку, невирішені питання.

Для того щоб запропоновані державні цінні папери були якісними та дієвими, слід орієнтуватися на потенційних інвесторів, адже представлені інструменти не є привабливими для широкого кола вкладників. Найбільш популярним для розміщення заощаджень населення нині є депозитні програми банківських установ. Відштовхуючим моментом для будь яких вкладень є інфляційні процеси в Україні та запровадження системи оподаткування пасивних доходів населення. Тому якщо і домогосподарства

шукають джерела вкладень, то перевагу надають коротко- або середньостроковим, щоб убезпечити себе від наслідків знецінення своїх заощаджень.

Придбати державні цінні папери фізичні особи самостійно не можуть, тобто потрібно шукати посередника на ринку. Ним може виступити банк, інвестиційний фонд, дилер або брокер. Інформативно зрозумілою для населення є банківська установа, яка може запропонувати новий вид вкладу, який може бути розцінений вкладником як депозитна програма. Але банки в таких питаннях орієнтуються на замовного клієнта. Зокрема, ПриватБанк пропонує ОВДП з мінімальним розміром операцій в доларах 40000 дол. США, гривневі – 100000 грн, Райффайзен Банку Аваль мінімальна сума угоди становить 3 млн грн., в Банку Кредит Дніпро – 1 млн грн, УкрСиббанку – 500000 грн, Банку «Південний» – 100000 грн. Отже, дрібний інвестор втрачає можливість розмістити свої заощадження на ринку державних цінних паперів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання функціонування ринку державних цінних паперів та його ролі у покритті дефіциту бюджету посідає належне місце в працях таких науковців, як Камінський А., Могила Л., Карпов Р., Шелудько Н., Пасічний М.

Метою статті є обґрунтування пропозицій щодо популяризації державних боргових цінних паперів, які перебувають в обігу на ринку; визначення позитивних і негативних зрушень у системі залучення коштів для покриття дефіциту бюджету.

Виклад основного матеріалу. Державні внутрішні боргові цінні папери України можна представити як облига-

цієї внутрішньої державної позики та казначейські векселі, що мають свої підвиди (табл. 1).

Таблиця 1

Боргові цінні папери України, що представлені на внутрішньому ринку

Боргові цінні папери	Види
Облігації внутрішньої державної позики	<ul style="list-style-type: none"> • гривневі ОВДП; • валютні ОВДП; • ПДВ-облігації; • інфляційні ОВДП; • індексовані ОВДП
Казначейські векселі	<ul style="list-style-type: none"> • казначейські векселі, номіновані у гривнях; • казначейські векселі, номіновані у валюті; • військові векселі; • фінансові векселі

Джерело: сформовано авторами на основі [4–6]

За останні десятиліття в Україні інструментарій на державному борговому ринку розширився. Зокрема, це ПДВ-облігації, облігації внутрішньої державної позики в іноземній валюті, індексовані облігації, казначейські векселі, що номіновані в гривнях і доларах США, військові векселі. Незважаючи на досить великий перелік фінансових інструментів, майже усі випуски «нестандартних» боргових інструментів не мали великого успіху. Саме на ці види інструментів ми звертаємо увагу в нашій роботі.

Протягом тривалого часу у науковій літературі обговорювалося питання та доцільність введення в Україні ОВДП, що індексовані на індекс інфляції, так звані інфляційні ОВДП. Втілення в життя цієї ідеї прийшло нещодавно та за ініціативи НБУ. Як відомо, Національний банк України є найбільшим тримачем боргових зобов'язань України. У 2017 році Кабінет Міністрів України звернувся до НБУ з метою реструктуризації ОВДП на суму 221,7 млрд грн. Своєю чергою, кредитор виставив умову, що нові ОВДП мають бути індексовані на рівень інфляції, незважаючи навіть на настання гіперінфляції.

Домовленості були досягнуті на таких умовах: нові ОВДП були випущені 06.10.2017 року на термін від 7 до 31 року. Всього 40 випусків, які будуть погашатися з 2025 по 2047 рік двічі на рік – 10 травня і 10 листопада.

Ставка відсоткового доходу по ОВДП, які погашаються з 2025 по 2035 рік, буде фіксованою і складе від 8,12 % до 11,3 % (купонний період – 6 місяців). Ставка буде знижуватися з 11,3 % річних у 2025 році до 9,78 % в 2029 році і 8,12 % в 2035 році. При цьому за облігаціями, які погашаються з 2036 по 2047 рік (купонний період – 12 місяців), прибутковість складе 12-місячний індекс споживчих цін мінус 100 % плюс 2,2 %. При дефляції ставка прибутковості складе 2,2 %. До інфляції буде прив'язана прибутковість ОВДП обсягом 145,173 млрд грн.

Якщо дата погашення ОВДП або виплати по ним процентного доходу припадатиме на святкові або вихідні дні, платежі будуть проведені на наступний робочий день. Мінімальні обсяги погашення заплановано на 2031 рік

(2 млрд грн), максимальні – з 2032 року, коли Мінфін буде повертати по 12,1 млрд грн у рік [4].

Поштовхом для таких умов від НБУ є можливість перепродажу державних цінних паперів на вторинному ринку, оскільки такі умови є набагато привабливішими для інвесторів, ніж фіксовані ОВДП.

Згідно з Постановою КМУ від 4 жовтня 2017 року Про здійснення у 2017 році правочину з державним боргом: «У разі прийняття Національним банком рішення про відчуження довгострокових інфляційних облігацій Мінфін має переважне право на придбання таких облігацій на умовах, не гірших за умови, на яких Національний банк відчужуватиме такі облігації. Реалізація такого переважного права здійснюється шляхом надсилання Національним банком Мінфіну листа з пропозицією придбати такі облігації за ціною, визначеною Національним банком. Мінфін не пізніше ніж протягом десяти робочих днів з дня отримання листа Національного банку із зазначеною пропозицією повідомляє своїм листом Національний банк про готовність придбання або відмову від придбання таких облігацій. У разі неотримання Національним банком згоди Мінфіну на придбання таких облігацій на умовах пропозиції у строк, Національний банк має право продажу таких облігацій третім особам» [12].

У своїй роботі «Запровадження в Україні державних облігацій, індексованих на показник інфляції: за і проти» професор А.Б. Камінський розглядає переваги та недоліки такого інструменту.

На сьогодні розроблено декілька концептуальних підходів до розв'язання зазначеної проблеми. Інфляційний ризик може бути врахований різним чином конструкцією облігацій, індексованих на показник інфляції, котра ґрунтується на концепції компенсації інфляції за певним підходом. Такі підходи можуть передбачати відшкодування тільки вартості купонів, лише основної суми боргу чи використання так званої канадської моделі індексованих облігацій. Саме ця модель, на думку авторів, є найприйнятнішою для запровадження в Україні.

«Канадська модель» індексованих на інфляцію облігацій включає такі складові:

1. Індекс $I(t)$, який є показником інфляції. Фіксація цього індексу в умовах емісії обумовлюється тим, що він може відрізнитися від класичного індексу CPI.
2. Основна сума боргу FV , що коригується в часі на показник інфляції, тобто є змінною, а не фіксованою (формула 1). Корекція здійснюється на основі реферативного індексу:

$$FV(t) = FV \times (I(t) / I(t_{issue})), \quad (1)$$

де $I(t_{issue})$ – базове значення індексу в момент випуску. Такий індекс має бути представлений у межах умов емісії облігацій. Специфіка вибору $I(t)$ в ролі показника інфляції зумовлюється структурою споживчого кошика, зокрема часткою в ній продовольчих товарів. Це, своєю чергою, впливає на волатильність $I(t)$.

3. Часовий період (лаг), на основі якого здійснюється корекція на реферативний індекс. Необхідність лагу пов'язана з неможливістю миттєвого розрахунку інфляції в період t . Зазвичай для цього використовують тримісячний період.

4. Реальна купонна ставка, котра застосовується до індексованої величини основної суми боргу $FV(t)$. Її економічна сутність полягає в тому, що вона відображає «реальну» вартість грошей до скоригованої на інфляцію суми боргу [5, с. 79–80].

Звичайно, що випуск таких облігацій може мати негативні наслідки для держави – збільшення витрат на обслуговування боргів, але згідно з даними НБУ, що подані в інфляційному звіті, індекс інфляції за прогнозами має зменшуватися з кожним роком (табл. 2) [3].

Таблиця 2

Індекс споживчих цін у 2015–2020 рр.
(за прогнозами Національного банку України)

Рік	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Значення індексу	43,3	12,4	13,7	8,9	5,8	5,0

Ще один інструмент на ринку боргових цінних паперів мав би стати проривом у подоланні незацікавленості інвесторів у державних цінних паперах. Постановою Кабміну від 28.09.2011 № 1011 було затверджено порядок та умови випуску індексованих ОВДП. Це борговий цінний папір, що номінований у доларах США.

Індексація номінальної вартості середньострокової або довгострокової державної облігації з індексованою вартістю здійснюється на дату її погашення відповідно до зміни середньозваженого курсу гривні до долара США (з розрахунку за 100 доларів США з округленням до двох знаків після коми) на міжбанківському ринку за календарний місяць, який передре місяцю, в якому здійснюється первинне розміщення і погашення облігації. Зазначений курс оприлюднюється Національним банком на його офіційному інтернет-представництві. Номінальна вартість індексованих ОВДП становить 1000 грн [11].

Усі особливості цього інструменту слід розглядати як орієнтацію на дрібного інвестора та нерезидентів. Звичайно, що борговий цінний папір, що хеджується від девальвації гривні, уже є привабливим, а номінал, з яким він випускається, дає будь-якому покупцеві можливість його придбання. На перший погляд, привабливий інструмент має деякі загрози. Так, у світовій практиці маємо й негативний досвід розміщення внутрішніх облігацій з прив'язкою до іноземної валюти.

Ідея випуску внутрішніх облігацій із прив'язкою до курсу іноземної валюти не нова та була реалізована Аргентиною ще в 1872 р. (яка деномінувала власний борг у фунтах стерлінгів).

Розглянемо досвід Мексики щодо активного продажу тесобонос (tesobonos) – короткострокових облігацій, які розміщувалися в песо, але були прив'язані до курсу долара США. Намагаючись утримати іноземний капітал після посилення політичної нестабільності в країні на початку 1994 р. (унаслідок убивства кандидата в президенти Луїса Колосіо), уряд активно пропонував іноземним інвесторам (переважно американським) прив'язані до долара мексиканські короткострокові облігації. Основний попит створювали американські інвестиційні фонди, тоді як «гарячий»

внутрішній капітал переважно виводився із країни, ніж направлявся на придбання тесобонос. У результаті лише за декілька місяців тесобонос майже повністю витіснили короткострокові облігації Мексики в песо – цетес (cetes), призвівши до надзвичайно високої доларизації внутрішнього боргу країни. Так, обсяг випущених тесобонос лише протягом березня – червня 1994 р. зріс із 3,1 до 12,6 млрд дол. США. У вересні того ж року він сягнув 19,2, а в грудні – 29 млрд дол. Як результат, роль іноземних інвесторів у структурі державного боргу кардинально змінилась: якщо в грудні 1993 р. 70 % боргу було в цетес і 6 % – у тесобонос, то в грудні 1994 р. – 10 і 87 % відповідно. Наростаючий дефіцит платіжного балансу, штучне утримування валютного курсу та різко лібералізований капітальний рахунок призвели до затяжної валютно-банківської кризи та девальвації мексиканського песо вже в грудні 1994 р. Від дефолту країну врятував рекордний на той час пакет допомоги від МВФ і уряду США, адже обсяг золотовалютних резервів країни вже не покривав навіть вартість виплати зобов'язань за тесобонос, термін погашення яких наближався [15, с. 23].

Практика існування індексованих ОВДП України показує різні тенденції у своєму розвитку. Перший аукціон, проведений 4 жовтня, приніс 860 млн грн. Розміщення відбулося, навіть незважаючи на досить низький рівень ставок, які «просіли» нижче від дохідності за єврооблігаціями (10–11 %) і склали 8,22 % для 3-річних і 8,75 % для 5-річних паперів. Сумарно на трьох аукціонах, що відбулися в першій половині жовтня, Мінфін розмістив ОВДП на індексовані 4,2 млрд грн. Тоді як за попередні чотири місяці (з червня по вересень) фінансове відомство змогло розмістити «звичайні» ОВДП лише на 1,7 млрд грн [9].

Після кількох вдалих розміщень інтерес інвесторів до індексованих ОВДП згас. Активність у купівлі цих облігацій прослідковувалася у рамках докапіталізації ПриватБанку, коли у 2016 році урядом було випущено таких облігацій на суму 64 млрд грн з терміном обігу 15 років та дохідністю 6 %.

Як зазначалося вище, характеристики ОВДП з номіналом у 1000 грн можуть розцінюватися як інструменти, орієнтовані на дрібного інвестора. Основними покупцями ж стали банки України, нерезиденти, великі фінансові установи. Це пов'язано з тим, що купувати ОВДП краще великими пакетами, що спростовує продаж на вторинному ринку. Банківські установи активно розпочали альтернативну програму депозитам – це вкладення в ОВДП. Наприклад, Банк Кредит Дніпро позиціонує цей варіант для розміщення коштів, як для заможних клієнтів. Тобто для населення середнього достатку немає доступу до цього інструменту.

Облігації внутрішньої державної позики останнім часом набувають популярності серед індивідуальних інвесторів і через систему оподаткування. На відміну від депозитів, з яких сплачується до бюджету податок на прибуток 18 % та військовий збір – 1,5 %, вклади в ОВДП оподатковуються тільки військовим збором. Крім того, прибутковість по гривневих та ОВДП в іноземній валюті перевищують проценти за депозитом.

Український індекс ставок за депозитами фізичних осіб (UIRD) на 12 місяців в гривні обвалився за рік на 3,5 %:

на початку 2017 року у середньому банки платили вкладникам 17,74 % річних, вже до кінця року – 14,26 % річних. Валютні вклади також дешевшали. Прибутковість за 12-місячними депозитами в доларах та євро за 2017 рік знизилася на 2 %. В кінці минулого року за доларовий вклад на 12 місяців можна було отримати в середньому 3,68 % річних, за євродепозит – 2,75 %. При цьому офіційна інфляція за минулий рік склала 13,7%.

Одночасно прибутковість ОВДП в минулому році стабільно зростала. Так, при первинному розміщенні на початку 2017 року можна було купити папери зі погашенням до 1 року із середньою прибутковістю 15,3 %. У грудні, після підвищення облікової ставки НБУ, прибутковість за цими паперами зростає до 16,14 %. Середньозважена дохідність короткострокових гривневих ОВДП на вторинному ринку за 2017 рік склала 15,94 % [10].

За даними НБУ, у 2017 році обсяг вкладень фізосіб в держпапери виріс за рік більш ніж у 10 разів: з 104 млн грн на 3 січня 2017 року до 1,4 млрд грн на 3 січня 2018 року.

Національний банк продовжує розвиток ринку ОВДП. Так, із 1 вересня 2018 року вступає в дію постанова Правління НБУ від 26.06.2018 № 72 «Про затвердження Змін до Положення про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик», якою створює умови для активізації ринку державних облігацій України шляхом вдосконалення механізму первинного розміщення облігацій внутрішніх державних позик.

По-перше, первинні дилери отримують можливість виконувати функцію брокера для своїх клієнтів, купуючи ОВДП при первинному їх розміщенні від свого імені, за дорученням та за рахунок своїх клієнтів.

По-друге, надається можливість зарахування облігацій на власний рахунок первинного дилера у цінних паперах у разі несвоєчасного перерахування чи неперерахування коштів клієнтом.

По-третє, збільшується термін, протягом якого можуть надійти кошти від учасників розміщення за облігації, від двох робочих днів до п'яти [8].

До відносно нових інструментів боргового ринку держави відносимо й казначейські векселі, номіновані у доларах США, що були випущені у 2012 році і мали на меті залучення до бюджету 100 млн дол. США, але принесли лише 7,4 млн дол. США.

Історично вексель є найдавнішим борговим інструментом у всьому світі. Женевська вексельна конвенція 1930 року закріпила потужний правовий захист усіх учасників вексельних розрахунків. Приєднання України в 1999 році до Женевської конвенції з метою уніфікації законодавства про прості та переказні векселі не додало популярності цьому інструменту. В Україні випуск казначейських векселів відрізняється від інших боргових інструментів за формою випуску. Оскільки вексель є борговим документом по розрахунках за фактично поставлені товари або виконані роботи, то казначейські векселі є фінансовими.

Фінансовий казначейський вексель – цінний папір, що посвідчує безумовне грошове зобов'язання центрального органу виконавчої влади, що здійснює казначейське об-

слуговування бюджетних коштів, яким оформлено заборгованість державного бюджету, сплатити після настання строку платежу визначену суму власнику векселя (векселедержателю). Фінансовий казначейський вексель видається в документарній формі як паперовий або як електронний документ [13]. Незважаючи на привабливість інструменту, фінансові векселі стали приводом для дискусій. Законодавством передбачено можливість держави відшкодувати суми ПДВ фінансовими векселями. Платники ПДВ можуть отримувати фінансові казначейські векселі в рахунок відшкодування ПДВ за заявою. Та платників податків спинає той факт, що ці інструменти випускаються на 5 років, сума заборгованості ділиться на 5 рівних частин. За відтермінування періоду сплати векселедержателя чекає винагорода 5 % річних.

Багато науковців ставлять під сумнів правовий статус фінансового казначейського векселя називатися саме векселем. Зокрема, в тій частині, що він може видаватися у електронній формі. Згідно з Женевською конвенцією вексель може існувати лише в паперовій формі.

Р. В. Карпов у своїй роботі «Фінансові векселі як документарні цінні папери», проаналізувавши низку законодавчих змін щодо випуску фінансових векселів, робить висновки, що «по суті фінансові векселі – звичайні облігації, бездокументарні цінні папери, а їх «документарність» замаскована визначенням «електронний документ». Постає питання – чи доречна ситуативна необхідність введення в обіг цінного паперу під назвою фінансовий вексель, який реально не має нічого спільного з векселем по суті» [6].

Слід звернути увагу і на терміни обігу фінансових казначейських векселів. Уряди багатьох країн позиціонують казначейські векселі як безризикові та короткострокові фінансові інструменти. Їх номінал дозволяє інвестувати невеликі суми, тобто орієнтовані на індивідуального інвестора. Наприклад, у США до 2008 року мінімальна сума придбання казначейських векселів була 1000 дол. США. Та з 7 квітня 2008 року ця умова пом'ялася і становить 100 дол. США. Якщо фінансові казначейські векселі випускаються на 5 років, найбільш вірогідно, що індивідуального інвестора вони приваблювати не будуть, а платники податків, що мають право на відшкодування ПДВ, не зацікавлені у п'ятирічному податковому кредиті, тим більше, що виникає він щомісяця.

Крім того, цей інструмент легко продається та купується на вторинному ринку іноземних країн. Він став найбільш вживаним серед громадян, що мало розуміються в особливостях гри на фондових біржах. У США є можливість придбання казначейських векселів з конкурсною позицією, тобто можливість торгуватися, або неконкурентною позицією, тобто векселедержатель в кінці терміну отримує зазначену суму на векселі. Цей спосіб розрахований на людей, що не розуміються в тонкощах фондової торгівлі. Тобто саме різні варіанти придбання, мінімальний номінал та розвинутий вторинний ринок став основою для популярності казначейських векселів серед населення в США. В Україні ж вторинного ринку фінансових казначейських векселів не існує. А це означає, що якщо векселедержатель захоче або буде мати потребу у достроковому отриманні своїх коштів, то такої можливості у нього не буде.

Ще одним із можливих інструментів для залучення боргових коштів на ринку державних цінних паперів можуть стати короткострокові векселі для покриття касових розривів бюджету.

Наприклад, у США до них належать векселі управління готівкою на термін до 50 днів, для покриття короткострокових касових розривів у бюджеті з номіналом не менше 1 млн дол. США. А в Японії випускають короткострокові векселі для покриття касових розривів терміном до 60 днів [7, с. 48].

Для збереження національних заощаджень і створення умов для вкладення громадянами коштів у державні облигації відіграють спеціальні урядові програми, які дають можливість власникам малого та середнього бізнесу організувати заощадження найманих працівників [7, с. 51].

Так, у 1946 році в Канаді була започаткована New Canada Savings Bonds Program. CSB були представлені в рамках програми післявоєнного фінансування в Канаді. Програма забезпечила економічне фінансування уряду та слугувало заощадженням для канадців. Особливості програми:

- сертифіковані CSB були придбані шляхом вирахування заробітної плати;
- клієнти отримували облигації після повної оплати;
- у цій програмі взяли участь до 16000 роботодавців.

За роки свого існування програма змінювалася у різних термінів і методів залучення коштів, зокрема, надавала можливість дострокового зняття коштів та нарахованих відсотків, виплати процентної винагороди кожного місяця або щорічно. Але за рішенням уряду Канади з листопада 2017 року не відбудеться нових випусків Canada Savings Bonds [1].

Аналогічна програма заощаджень у Великобританії TSB, яка пропонує вкладення у фіксовані облигації. Особливості:

- облигації можуть бути відкриті мінімум на 2000 фунтів стерлінгів;
- після купівлі облигацій дострокового погашення не дозволяється;
- відсотки можуть виплачуватися щорічно або щомісячно залежно від обраного продукту;
- принаймні за 30 днів до закінчення терміну клієнту пропонується вибір про подальші дії – отримання заощаджень або продовження договору [2].

Висновки. Отже, проаналізувавши наявний інструментарій ринку державних цінних паперів, слід зазначити досить ефективне урізноманітнення боргових інструментів, що орієнтовані на різні категорії інвесторів. Але, на жаль, не всі відносно нові боргові цінні папери держави набули популярності серед інвесторів. На нашу думку, Україна має широкий спектр боргових зобов'язань та має вжити конкретних заходів для підвищення рівня зацікавленості населення у розміщенні своїх заощаджень у державні цінні папери, зокрема:

- усунення юридичних непорозумінь щодо статусу фінансових векселів в Україні;
- розробка маркетингової стратегії щодо популяризації державних цінних паперів серед населення;
- ініціювання та підтримка банківських програм

щодо перепродажу державних цінних паперів населенню;

- проведення семінарів, конференцій, тренінгів щодо розміщення тимчасово вільних коштів у державні цінні папери, з можливістю онлайн-трансляцій та виконанням навчальних завдань;
- розробка та впровадження конкретних програм, що реалізовуватимуться за допомогою залучення боргових цінних паперів держави. Зокрема, можна вирішити нагальні питання з системою пенсійного накопичення та розробити спільні програми зі страховими компаніями. А також потенційні дрібні інвестори будуть зацікавлені в освітніх програмах – розміщення коштів у державні цінні папери, що конвертуються через певний період в оплату за навчання конкретної особи в відповідному навчальному закладі.

Основна мета проведення таких заходів – це підвищення рівня довіри інвесторів до боргових цінних паперів України, що є основним джерелом фінансування дефіциту бюджету.

ЛІТЕРАТУРА

1. Canada savings bonds program. URL: <https://www.csb.gc.ca/>
2. TSB. URL: <https://www.tsb.co.uk/savings/>
3. Інфляційний звіт НБУ. Квітень 2018. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=68159649>
4. Кабмін оприлюднив умови реструктуризації боргів Нацбанку // Економічна правда. 2017. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2017/10/7/629877/>
5. Камінський А. Б., Браткова І. М. Запровадження в Україні державних облигацій, індексованих на показник інфляції: за і проти. *Фінанси України*. 2017. № 1. С. 75–89.
6. Карпов Р. В. Фінансові векселі як документарні цінні папери. URL: <http://dspace.onua.edu.ua/bitstream/handle/11300/4263/Karpov%20Finansov%D1%96.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
7. Могилко Л. Зарубіжний досвід організації внутрішніх ринків державних цінних паперів: перспективи для України. *Ринок цінних паперів України*. 2010. № 9. С. 47–52.
8. Національний банк створює умови для розвитку ринку ОВДП // НБУ. 02.07.2018. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=72818983&cat_id=55838
9. Неробочий інструмент // Finance. 2011. URL: <https://news.finance.ua/ua/news/-/260927/nerobochyj-instrument>
10. ОВДП або депозити. На чому можна більше заробити // Мінфін. 2018. URL: <https://minfin.com.ua/ua/2018/01/18/31858398/>
11. Про внесення змін до постанови Кабінету Міністрів України від 31 січня 2001 року № 80 : Постанова КМУ від 28.09.2011 № 1011. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1011-2011-%D0%BF>
12. Про здійснення у 2017 році правочину з державним боргом : Постанова КМУ від 04.10.2017 № 748. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/748-2017-%D0%BF>
13. Про обіг векселів в Україні : Закон України від 25.12.2002 № 364-IV. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2374-14>

14. Тарасюк М. В., Тимошенко Н. М. Система управління дефіцитом бюджету. *Бізнес Інформ*. 2018. № 3. С. 285–290.

15. Шелудько Н. М., Шкляр А. І. Валютні облігації внутрішньої державної позики: ризики та перспективи для України. *Фінанси України*. 2011. № 12. С. 21–29.

REFERENCES

"Canada savings bonds program". <https://www.csb.gc.ca/>
"InflatsiinyizvitNBU.Kviten2018"[NBU Inflation Report. April 2018]. <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=68159649>

"Kabmin opryliudnyv umovy restrukturyzatsii borhiv Natsbanku" [The Cabinet unveiled the conditions for restructuring the National Bank's debts]. *Ekonomichna pravda*. 2017. <https://www.epravda.com.ua/news/2017/10/7/629877/>

Kaminskyi, A. B., and Bratkova, I. M. "Zaprovadzhenia v Ukraini derzhavnykh oblihotsii, indeksovanykh na pokaznyk inflatsii: za i proty" [The introduction of government bonds indexed in Ukraine for inflation: for and against]. *Finansy Ukrainy*, no. 1 (2017): 75-89.

Karpov, R. V. "Finansovi vekseli yak dokumentarni tsinni papery" [Financial bills as documentary securities]. <http://dspace.onua.edu.ua/bitstream/handle/11300/4263/Karpov%20Finansov%D1%96.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

[Legal Act of Ukraine] (2002). <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2374-14>

[Legal Act of Ukraine] (2011). <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1011-2011-%D0%BF>

[Legal Act of Ukraine] (2017). <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/748-2017-%D0%BF>

Mohylko, L. "Zarubizhnyi dosvid orhanizatsii vnutrishnikh rynkiv derzhavnykh tsinnykh paperiv: perspektyvy dlia Ukrainy" [Foreign experience of the organization of internal markets of government securities: prospects for Ukraine]. *Rynok tsinnykh paperiv Ukrainy*, no. 9 (2010): 47-52.

"Natsionalnyi bank stvoriue umovy dlia rozvytku rynku OVDP" [The National Bank creates conditions for the development of the T-bills market]. NBU. 02.07.2018. https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=72818983&cat_id=55838

"Nerobochyi instrument" [Non-working tool]. *Finance*. 2011. <https://news.finance.ua/ua/news/-/260927/nerobochyj-instrument>

"OVDP abo depozyty. Na chomu mozhna bilshe zarobyty" [T-bills or deposits. What more can you earn]. *Minfin*. 2018. <https://minfin.com.ua/ua/2018/01/18/31858398/>

Sheludko, N. M., and Shklyar, A. I. "Valiutni oblihotsii vnutrishnoi derzhavnoi pozyky: ryzyky ta perspektyvy dlia Ukrainy" [Foreign-currency bonds of an internal state loan: risks and prospects for Ukraine]. *Finansy Ukrainy*, no. 12 (2011): 21-29.

Tarasiuk, M. V., and Timoshenko, N. M. "Systema upravlinnia defitsyom biudzhetu" [Budget deficit management system]. *Biznes Inform*, no. 3 (2018): 285-290.

TSB. <https://www.tsb.co.uk/savings/>