

УДК 334

DOI <https://doi.org/10.32782/1813-3401.2023.3.8>

О. І. Целуйко

кандидат наук з державного управління,
доцент кафедри публічного управління
Класичного приватного університету
<https://orcid.org/0000-0002-9782-5011>

А. В. Бірюков

аспірант кафедри публічного управління та землеустрою
Класичного приватного університету

ОСОБЛИВОСТІ ВИПУСКУ ТА ОБІГУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У РОЗВИНЕНИХ КРАЇНАХ

Зазначено, що у зв'язку з великим бюджетним дефіцитом обсяг випуску казначейських векселів помітно збільшився. Казначейські векселі на сьогоднішній день є одним із найпопулярніших інструментів грошового ринку. Це пояснюється такими властивостями. По-перше, казначейські векселі вважаються вільними від ризику банкрутства емітента. По-друге, вони високоліквідні, оскільки для них існує величезний і дуже ефективний вторинний ринок, що дозволяє швидко перетворити ці цінні папери на готівку. По-третє, дохід, отриманий від казначейських векселів, не оподатковується штатами та місцевими органами влади. Визначено, що оцінюючи і аналізі американського досвіду випуску та обігу державних цінних паперів насамперед привертає увагу сам підхід до організації ринку. З одного боку, цей структурований ринок побудований з урахуванням інтересів держави. З іншого боку, внаслідок відстеження інтересів та потреб вкладників, на ринку запропоновано широкий спектр цінних паперів з різними інвестиційними характеристиками, призначених для якомога більшої кількості груп потенційних інвесторів, що відрізняються певними перевагами щодо вкладення коштів. Раніше державні облігації випускалися на фінансування певних проектів, нині їх випуск пов'язаний у більшості випадків із фінансуванням державних витрат. Розміщення казначейських векселів відбувається тендерним методом щотижня останнього робочого дня. Сума та термін векселів оголошуються за тиждень до тендеру. Тендери мають відкритий характер, тобто, у них може взяти участь будь-яка фізична чи юридична особа. Запропоновано, при конструюванні державного фінансового інструменту необхідно провести попередній ретельний аналіз ринку для того, щоб оцінити інвестиційні показники порівнянних цінних паперів. У даному випадку, це необхідно не тільки з метою визначення оптимальних інвестиційних характеристик фінансового інструменту та групи потенційних інвесторів, але й для того, щоб оцінити той ефект, який емісія державних цінних паперів може надати як на весь фондовий ринок, і на окремі його сегменти. А також при виборі адекватних інвестиційних характеристик варто не лише спиратися на отримані за підсумками проведеного попереднього аналізу ринку результати, а також враховувати досвід створення державних цінних паперів у інших країнах.

Ключові слова: бюджетний дефіцит, казначейський вексель, банкрутство емітента, цінні папери, державне регулювання, державні витрати.

Постановка проблеми. Державні цінні папери США прийнято розділяти на зобов'язання уряду США, які зазвичай називають казначейськими цінними паперами (treasury securities, treasuries) і зобов'язання федеральних агентств.

Казначейські облігації можуть бути ринковими та неринковими. До ринкових (вільно

звертаються) відносяться казначейські векселі, казначейські ноти, казначейські облігації.

Казначейські векселі (treasury bills) – боргові зобов'язання уряду США з терміном обігу 1 рік і менше. Казначейство США регулярно здійснює емісію казначейських векселів терміном обігу в 3 місяці (13 тижнів), 6 місяців (26 тижнів) та 1 рік (52 тижні). Казначейські векселі є дис-

контними паперами, що випускаються у вигляді записів на рахунках.

У зв'язку з великим бюджетним дефіцитом обсяг випуску казначейських векселів у 1980–1990-ті роки помітно збільшився. Казначейські векселі на сьогоднішній день є одним із найпопулярніших інструментів грошового ринку. Це пояснюється такими властивостями. По-перше, казначейські векселі вважаються вільними від ризику банкрутства емітента. По-друге, вони високоліквідні, оскільки для них існує величезний і дуже ефективний вторинний ринок, що дозволяє швидко перетворити ці цінні папери на готівку. По-третє, дохід, отриманий від казначейських векселів, не оподатковується штатами та місцевими органами влади. І, нарешті, векселі продаються з мінімальним номіналом у 10000 дол. і т.д., кратним 5000 дол., що робить їх доступними як для великих, так і для дрібних інвесторів. Ці цінні папери знаходяться в портфелях різних інвесторів – фізичних осіб, підприємств, комерційних банків, взаємних фондів, ФРС, іноземних інвесторів.

Слід зазначити, що норма доходності за казначейськими векселями нижча, ніж за депозитними сертифікатами та комерційними паперами.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання про становлення і функціонування ринку цінних паперів розглядаються у статтях та монографіях науковців А. О. Задой, В. В. Колесника, Ю. М. Лисенкова, В. І. Ляшенка, О. Г. Мендрула, О. М. Мозгового, В. В. Оскольського, Ю. Є. Петруні, В. Д. Савченка та інші.

Мета статті полягає в дослідженні особливостей випуску та обігу державних цінних паперів у розвинених країнах.

Виклад основного матеріалу. Вперше уряд США почав продаж казначейських векселів у 1929 г. в даний час Казначейство проводить щотижневі аукціони з розміщення три- та шести-місячних векселів та щомісячні аукціони з розміщення векселів строком на один рік. Іноді Казначейство продає також векселі управління готівкою терміном від 3 до 168 днів. Ці випуски призначені для покриття тимчасових потреб бюджету у готівці.

Казначейські ноти (treasury notes) – процентні облігації уряду США з терміном погашення від 1 до 10 років. Казначейські ноти випускаються з мінімальним номіналом 5000 дол. при терміні менше 4 років і з номіналом 1000 дол. при терміні понад 4 роки. Деякі випуски здійсню-

валися з номіналом у 10000 дол., 100000 дол. та 1000000 дол. Процентні ставки встановлюються по кожному випуску окремо [3].

До 1 січня 1983 р. випускалися купонні ноти, іменні та у вигляді запису на рахунках. Нині існує лише остання форма.

З 15 лютого 1985 р. за деякими випусками нот Казначейство почало реалізації програми STRIP (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities). Ця програма забезпечує більш ефективну торгівлю на ринку безкупонних інструментів та знижує вартість фінансування бюджетного дефіциту. Казначейство планує поширити програму на нові цінні папери строком на 10 років і більше [9, с. 205].

Згідно з програмою емісії Казначейства, оптимальний режим випуску казначейських нот – це випуск 2-річних нот за тиждень до закінчення кожного місяця, 4-річних нот – в останній місяць кожного кварталу, 5-річних нот – у середині другого місяця кожного кварталу. Іноді для рефінансування заборгованості використовуються 3-річні ноти, що випускаються у середині кварталу; 7- та 10-річні ноти можуть використовуватися з тією ж метою і випускаються з тією самою періодичністю [5, с. 14]. При такому щоквартальному фінансуванні Казначейство заздалегідь показує свої потреби у готівці та способи їх покриття. Ця практика дозволяє впорядкувати ринок та забезпечує можливість інвестиційного планування. Доходи від цих цінних паперів підлягають оподаткуванню всіма федеральними податками (на доходи, приріст капіталу, майно та дарування).

Казначейські облігації (treasury bonds) випускаються з номіналом в 1000 дол., 5000 дол., 10000 дол., 100000 дол., 1000000 дол. Казначейські облігації, як і векселі і ноти, оподатковуються та дарування), але не підлягають оподаткуванню податками штатів та місцевих органів влади. Відсоткові ставки залежать від випуску та терміну облігації. Як правило, облігації випускаються терміном понад 10 років. Якщо це передбачено умовами випуску, облігації можуть бути погашені достроково із повідомленням за 4 місяці.

З 1982 р. казначейські облігації випускаються лише у бездокументарній формі як записів на рахунках. Облігації федерального уряду розміщуються на аукціонах. Потенційні покупці надсилають тендерні заявки до Правління ФРС, що виступає як агент Казначейства. Великі інвестори направляють конкурентні заявки, у яких вказується ціна чи норма доходності, які

влаштовують інвестора [2]. Облігації продаються один раз на квартал за заздалегідь оголошеним графіком.

До неринкових відносяться два види казначейських цінних паперів.

1. Призначені для кола інвесторів:

1.1. Ощадні сертифікати США, серії ТТ та ПН.

1.2. Ощадні сертифікати США, серії Е та Н.

1.3. Казначейські ноти призначені для іноземних інвесторів. Ощадні облігації можуть бути куплені тільки безпосередньо у уряду і продано лише уряду.

Перші ощадні облігації було випущено під час Другої світової війни.

Облігації серії ТТ – дисконтні, серії ПН – процентні; відсотковий дохід виплачується інвестору кожні півроку.

2. Пропоновані обмеженому колу інвесторів.

2.1. Цінні папери, призначені для урядів штатів та місцевих органів влади. Ці боргові зобов'язання включають боргові сертифікати, ноти та облігації у формі записів на рахунках. Мінімальний розмір номіналу становить 1000 дол., можливі більші номінали, кратні 100 дол. Для сертифікатів встановлено термін обігу в 1 рік, для нот – від 1 до 10 років, для облігацій – понад 10 років [4, с. 166]. Ці боргові зобов'язання пропонуються урядам штатів та місцевих органів влади як засіб для інвестування прибутку від своїх фінансових операцій.

2.2. Онкольні депозитарні цінних паперів (demand depositary securities) є боргові сертифікати як записів на рахунках, що випускаються з мінімальним номіналом в 1000 дол. Процентна ставка залежить від ставки за федеральними фондами. Відсотки нараховуються та приєднуються до основної суми щодня. Відповідно до Кодексу про внутрішні доходи цей цінний папір розглядається як облігація, що не підлягає оподаткуванню. Термін обігу цих цінних паперів становить 1 день і автоматично щодня продовжується, якщо інвестор не вимагатиме погашення, для якого необхідно надати відповідне повідомлення.

2.3. Облігації Управління електрифікації сільських районів (rural electric authority bonds) випускаються у формі боргових сертифікатів та облігацій у бездокументарній формі з терміном обігу 1 рік для сертифікатів та 12 років [7]

- для облігацій. Номінал складає 1000 дол. 5% за сертифікатами та 2% за облігаціями. Облігації пропонуються кооперативам, створе-

ним з метою електрифікації або телефонізації даної місцевості. Вони є інвестиційними інструментами, які використовуються у разі надходження коштів від управління з електрифікації сільських районів. Управління не дозволяє списувати гроші до моменту виникнення реальної необхідності списання. Облігації [1] Управління можуть бути погашені до закінчення їх терміну за належного повідомлення.

2.4. Випуски для інших держав (foreign series – government), мають форму векселів, боргових сертифікатів та облігацій у вигляді записів на рахунках. Строки та відсоткові ставки різні по кожному випуску.

Ці цінні папери поділяються на гарантовані та не гарантовані урядом.

До агентств, зобов'язання яких гарантуються урядом, належать «Ексімбанк» та Державна національна іпотечна асоціація «Джинні Мей» (Government National Mortgage Association – “Ginnie Mae”).

Ексімбанк випускає цінні папери для фінансування зовнішньої торгівлі. Відсоткові виплати підлягають оподаткуванню всіх трьох рівнів державної влади США.

«Джинні Мей» є частиною Міністерства житлового та міського будівництва; випускає цінні папери – різні сертифікати, забезпечені нерухомістю. Найбільшою популярністю користується так званий прохідний сертифікат (modified pass-through certificate), забезпечений пулом заставних. Відсотки та основна сума боргу, що отримуються щомісяця пулом від домовласників, які оплачують свої заставні, дозволяють виплачувати дохід власникам сертифікатів асоціації «Джинні Мей». Асоціація гарантує щомісячні платежі, навіть якщо не надійшла плата від домовласників.

Номінал цінних паперів «Джинні Мей» складає 1000000 дол., випускаються вони на 25–30 років.

Дохід за цими цінними паперами оподатковується федерального уряду, штатів та місцевих органів влади.

До агентств, зобов'язання яких не гарантуються урядом, належать: Федеральні банки сільськогосподарського кредиту, Федеральна позичково-іпотечна корпорація «Фредді Мак» (Federal Home Loan Mortgage Corporation – “Freddie Mac”) та Федеральна національна іпотечна асоціація «Фанні Мей» (Federal National Mortgage Association – “Fannie Mae”) [8, с. 197].

Цінні папери, що випускаються «Фредді Мак» та «Фанні Мей», по суті схожі на цінні папери «Джинні Мей». Вони відносяться до класу цінних паперів, забезпечених заставними (mortgage-backed securities) [6, с. 257].

Оцінюючи і аналізі американського досвіду випуску та обігу державних цінних паперів насамперед привертає увагу сам підхід до організації ринку. З одного боку, цей структурований ринок побудований з урахуванням інтересів держави. З іншого боку, внаслідок відстеження інтересів та потреб вкладників, на ринку запропоновано широкий спектр цінних паперів з різними інвестиційними характеристиками, призначених для якомога більшої кількості груп потенційних інвесторів, що відрізняються певними перевагами щодо вкладення коштів.

Державні боргові зобов'язання Великобританії називаються Gilt-Edged Securities (або Gilts), що в буквальному перекладі означає золотобрізни цінні папери. Англійці використовують цей термін, щоб наголосити на високу надійність державних цінних паперів. На державні облігації припадає близько 90% усіх внутрішніх облігаційних позик.

Раніше державні облігації випускалися на фінансування певних проектів, нині їх випуск пов'язані у більшості випадків із фінансуванням державних витрат. Майже всі нові випуски називаються або Treasury Stock, або Exchequer Stock, що в даний час є даниною традиції, тоді як раніше це вказувало відповідний державний орган, який здійснює емісію.

Розміщення казначейських векселів відбувається тендерним методом щотижня останнього робочого дня. Сума та термін векселів оголошуються за тиждень до тендеру. Тендери мають відкритий характер, тобто. у них може взяти участь будь-яка фізична чи юридична особа. При цьому мінімальний обсяг заявки не може бути меншим, ніж 50000 ф.ст. за номіналом [10, с. 251]. На відміну від тендерів по гілтах під час продажу казначейських векселів задоволення заявок відбувається за цінами, зазначеними у заявці. Неконкурентні заявки не приймаються.

Висновки і пропозиції. Аналіз досвіду конструювання державних цінних паперів у розвинених країнах дає змогу сформулювати такі принципи їх конструювання для України з урахуванням особливостей українського ринку:

1. При конструюванні державного фінансового інструменту необхідно провести попередній ретельний аналіз ринку для того, щоб

оцінити інвестиційні показники порівнянних цінних паперів. У даному випадку, це необхідно не тільки з метою визначення оптимальних інвестиційних характеристик фінансового інструменту та групи потенційних інвесторів, але й для того, щоб оцінити той ефект, який емісія державних цінних паперів може надати як на весь фондовий ринок, і на окремі його сегменти.

2. При виборі адекватних інвестиційних характеристик варто не лише спиратися на отримані за підсумками проведеного попередньо аналізу ринку результати, а також враховувати досвід створення державних цінних паперів у інших країнах. Наприклад, варто звернути пильну увагу на методіку створення державних цінних паперів у Великій Британії. Слід зазначити, що такі інвестиційні характеристики різних англійських державних цінних паперів, як індексована на рівень інфляції процентна ставка, а також нескінченний термін дії, можуть виявитися дуже цікавими стосовно української практики конструювання. Також заслуговує уваги той факт, що деякі державні цінні папери Великобританії номіновані в ЕКЮ. Вдале завершення переговорів щодо запровадження певної умовної одиниці взаєморозрахунків серед колишніх країн СНД може призвести до появи подібної ЕКЮ розрахункової валютної одиниці, і тоді досвід Великобританії може мати велику користь за можливих подальших випусків цінних паперів у цих нових умовних одиницях.

Необхідно відзначити, що глобалізація ринків, що виявилася після Другої світової війни, призвела до того, що в 1970-х рр. н. у різних країнах почали з'являтися звані інструменти міжнародного рівня, які задовольняли вимогам інвесторів різних країн. Прикладом такого роду інструментів можуть бути облігації з плаваючою ставкою. При конструюванні державних цінних паперів в Україні, яка прагне зайняти своє місце в міжнародній економіці, варто орієнтуватися на інструменти такого рівня, які довели свою життєздатність.

3. Принцип цільового характеру емісії (принцип окупності) передбачає, що з створенні інструмента необхідно чітко представляти, які саме мети залучаються кошти і рахунок яких надходжень буде здійснюватися погашення. Важливість даного принципу полягає у необхідності прогнозування грошових потоків, а й у можливості використовувати наявні переваги випуску з оптимізації його інвестиційних характеристик.

З точки зору оптимізації інвестиційних характеристик можна реалізувати цей принцип стосовно української практики створення цінних паперів наступним чином. Наприклад, при використанні такого японського принципу поділу державних паперів на загальні (випущені для фінансування бюджетного дефіциту) та спеціалізовані (будівельні облигації, що використовуються для фінансування об'єктів соціальної інфраструктури), держава може сконструювати спеціалізований цільовий фінансовий інструмент та законодавчо закріпити за цим інструментом особливий пільговий податків статус.

4. Принцип забезпечення інтересів вкладників передбачає, що з дотримання інтересів інвестора державою може бути запропоновані деякі законодавчо оформлені гарантії. Фактично це означає, що мають бути заздалегідь визначені вид і сума забезпечення даного випуску цінних паперів. Теоретично в Україні таким забезпеченням для державних цінних паперів можуть виступати запаси дорогоцінних та рідкісних металів та каміння; пакети акцій компаній, що у державній власності; об'єкти закордонної власності держави.

Список використаної літератури:

1. Андреева Г. І. Похідні цінні папери: сутність, поняття, визначення. UR: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=418>. (дата звернення: 19.12.2022).
2. Антонов С. Європейська перспектива та фінансові інститути. UR: http://gazeta.dt.ua/finances/yevropeyska-perspektiva-ta-finansovi-instituti_.html. (дата звернення: 19.12.2022).
3. Болдуєва О. В. Визначення ринку цінних паперів як сегменту фінансового сектору країни. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1742>. (дата звернення: 19.12.2022).
4. Галазюк Н.М. Вплив фінансової глобалізації на розвиток і формування фінансового ринку України. *Економічний форум*. 2013. № 3. С. 165–170.
5. Корнеев В. В. Управління кредитними та інвестиційними потоками капіталу : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.04.01. Київ. 2004. 35 с.
6. Лук'янов В. С. Суть і проблеми наукових трактовок фінансового ринку на сучасному етапі. *Актуальні проблеми економіки*. 2012. № 5(131). С. 255–261.
7. Нікітін А. В. Перспективи використання інструментів фінансового інжинірингу на банківському ринку України. *Фінанси, облік і аудит*. 2012. № 19. UR: http://ir.kneu.edu.ua:8080/bitstream/2010/3082/1/19_14.pdf. (дата звернення: 19.12.2022).
8. Пантелеєв В. П. Фінансові операції з цінними паперами: здійснення та облік : монографія. Харків : ХНУ ім. В. Н. Каразіна. 2010. 334 с.
9. Підхонний О. Сутнісні характеристики фінансової безпеки національної економіки. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2011. Вип. 23. Ч. 2. С. 202–207.
10. Рубаха М. Організація взаємодії банківських установ та підприємств в процесі мобілізації фінансового капіталу. *Формування ринкової економіки*. Випуск № 31. Львів. 2014. С. 242–259.

Tseluiko O. I., Biriukov A. V. Features of the issue and circulation of government securities in developed countries

It is noted that due to the large budget deficit, the volume of treasury bills has increased significantly. Treasury bills are currently one of the most popular money market instruments. This is explained by the following properties. First, treasury bills are considered free from the risk of bankruptcy of the issuer. Secondly, they are highly liquid, as there is a huge and very efficient secondary market for them, which allows you to quickly turn these securities into cash. Third, the income received from Treasury bills is not taxed by states and local governments. It was determined that when evaluating and analyzing the American experience of issuing and issuing government securities, the very approach to market organization attracts attention. On the one hand, this structured market is built taking into account the interests of the state. On the other hand, as a result of tracking the interests and needs of investors, a wide range of securities with different investment characteristics is offered on the market, intended for the largest possible number of groups of potential investors, which differ in certain advantages in terms of investing funds. Previously, government bonds were issued to finance certain projects, now their issuance is connected in most cases with the financing of government expenditures. Placement of treasury bills takes place by tender method every week on the last working day. The amount and term of the bills are announced one week before the tender. Tenders are open in nature, i.e. any natural or legal person can participate in them. It is suggested that when constructing a state financial instrument, it is necessary to conduct a preliminary thorough analysis of the market in order to evaluate the investment indicators of comparable securities. In this case, it is necessary not only for the purpose of determining the optimal investment characteristics of a finan-

cial instrument and a group of potential investors, but also in order to assess the effect that the issue of government securities can have on both the entire stock market and its individual segments. And also, when choosing adequate investment characteristics, you should not only rely on the results obtained as a result of the preliminary market analysis, but also take into account the experience of creating.

Key words: *budget deficit, treasury bill, bankruptcy of the issuer, securities, government regulation, government spending.*