

ОСОБЕННОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ РЫНКОВ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В СТРАНАХ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА

С.Я. Боринец, Л.В. Могилко

Ключевые слова: рынок государственных ценных бумаг, государственные ценные бумаги, долговые обязательства, облигации, казначейские обязательства.

Мировая практика свидетельствует, что государственные ценные бумаги считаются самым ликвидным и надежным видом капиталовложений, который востребован как юридическими, так и физическими лицами, позволяя государству на приемлемых условиях привлекать значительные финансовые ресурсы для финансирования текущего бюджетного дефицита и обслуживания государственного долга. Ценные бумаги выпускаются государством и для финансирования целевых программ, а также для кассового исполнения государственного бюджета. Кроме этого, развитый рынок государственных ценных бумаг выступает важным инструментом формирования эффективной денежно-кредитной политики страны и обеспечивает коммерческие банки ликвидными резервными активами, приносящими доход. В ведущих странах мира накоплен значительный опыт по выпуску государственных ценных бумаг на указанные выше цели, введены в практику виды государственных ценных бумаг, которые отвечают интересам различных групп населения и институциональных инвесторов. Поэтому исследование особенностей организации рынков государственных ценных бумаг в странах Европейского союза служит стратегическим ориентиром для развития отечественного рынка государственных ценных бумаг.

Вопросы организации и функционирования рынка государственных ценных бумаг рассматривали многие иностранные и отечественные ученые, в частности: В. Базилович, А. Барановский, Т. Вахненко, А. Дзюблук, И. Дорошенко, Дж. Кейнс, В. Козюк, В. Корнеев, Ю. Кравченко, Е. Любкина, И. Лютый,

Я. Миркин, О. Мозговой, В. Никифорова, И. Озеров, В. Островская, А. Охрименко, Н. Приказюк, Р. Рак, Б. Рубцов, Ф. Фабоцци, А. Фельдман, В. Шелудько и другие. Однако новейшие тенденции и современные особенности развития рынков государственных ценных бумаг служат объективной основой необходимости дальнейшего их исследования.

Целью статьи является исследование особенностей организации и функционирования рынков государственных ценных бумаг в странах Европейского союза и разработка на этой основе предложений по совершенствованию соответствующего отечественного рынка.

Данные рынки в зарубежных странах представлены достаточно широким кругом ценных бумаг: облигациями, казначейскими обязательствами, векселями, нотами и другими государственными долговыми обязательствами, выпускаемыми на различные сроки. Так, выпускаются бессрочные государственные ценные бумаги, а также краткосрочные, выпускаемые сроком до 1 года, среднесрочные – от 1 до 10 лет, долгосрочные – более 10 лет. Рынки государственных ценных бумаг в зарубежных странах характеризуются разнообразными способами выплаты доходов по ним, в частности: установление фиксированного процентного платежа, применение ступенчатой процентной ставки, использование плавающей ставки процентного дохода, индексация номинальной стоимости ценных бумаг, реализация долговых обязательств со скидкой против их номинальной цены, проведение выигранных займов и др.

Кроме того, тенденцией последних лет является в странах ЕС введение правительством разнообразных розничных долговых программ с целью привлечения средств на финансирование своих потребностей. Их успех обеспечен именно наличием специальных правительственных программ и хорошо организованного механизма стимулирования спроса населения на государственные долговые обязательства. Так, важную роль в системе поддержки национальных сбережений и создании условий для вложения гражданами средств в государственные облигации имеют правительственные программы, дающие владельцам малого и среднего бизнеса возможность организовать сбережения наемных работников. Введение розничных долговых программ позволяет индивидуальному инвестору приобрести государственные ценные бумаги на первичном рынке. Ценные бумаги, которые предложены розничным инвесторам на первичном рынке, мировая практика делит на два вида. Первый вид – это стандартный рыночный инструмент, купленный оптовыми инвесторами. Розничные инвесторы могут приобрести эти инструменты, участвуя в регулярных долговых аукционах. Вторым видом инструмента это ценные бумаги, которые специально разработаны и ориентированы на физических лиц и домохозяйства [2, с. 80].

Рынки ценных бумаг стран-членов Европейского союза длительное время были разрозненными, фрагментарными. Внимание, которое после создания ЕС уделяли “унифицированному рынку” капиталов в Европе, определялось финансовыми нуждами промышленников и их стремлением к эффективной конкуренции на международном рынке. Поскольку единое законодательство, регулирующее финансовые рынки стран ЕС, не выработано, рассмотрим особенности развития рынков государственных ценных бумаг отдельных стран-членов.

Самым крупным в Европе по объему облигационной задолженности и третьим после США и Японии национальным рынком в мире является рынок облигаций Германии. Его характерная особенность заключается в том, что на нем в меньшей степени представлены другие виды долговых обязательств (облигации промышленных фирм и банков). Официальным заемщиком в Германии выступает Федеративная Республика Германия, а эмитентом (непосредственным заемщиком) – федеральное правительство и

правительства земель. Выпуском облигаций также занимаются Единственный Фонд Германии, Казначейство Германии, железная дорога, почта и Немецкий Федеративный банк (Бундесбанк) [3, с. 78].

Государственные долговые обязательства Германии отличаются большим разнообразием. Правительство выпускает облигации ФРГ, федеральные облигации, федеральные кассовые облигации, казначейские финансовые обязательства, а также финансовые инструменты: долговые сертификаты, сберегательные сертификаты, беспроцентные казначейские сертификаты. Все эти бумаги, за исключением сберегательных сертификатов, относятся к рыночным ценным бумагам. Правительства земель выпускают в основном земельные казначейские ноты.

В общем, государственные ценные бумаги, выпускаемые в Германии, по сроку обращения можно разделить на:

- краткосрочные казначейские обязательства финансирования сроком 3, 6 и 12 месяцев (выпускаются с дисконтом регулярными сериями);

- среднесрочные государственные ценные бумаги сроком выпуска от 2 до 9 лет представлены: казначейскими обязательствами финансирования (выпускаются с дисконтом регулярными сериями для значительного количества инвесторов), среднесрочными обязательствами государственного казначейства (зери-ноты, выпускаемые нерегулярными сериями для крупных институциональных инвесторов) и федеральными облигациями (процентные ценные бумаги с фиксированной процентной ставкой);

- долгосрочные облигации федеральных займов (на 10, 15, 20 и 30 лет) – выплата дохода происходит один раз в год по фиксированной процентной ставке [8].

Выпуск государственных долговых обязательств в Германии регламентируется Экономическим советом, который принимает решения о необходимости выпуска облигаций, определяет эмитентов, учитывая состояние рынка ценных бумаг. Все государственные облигации Германии имеют листинг на биржах, хотя торговля ими в основном осуществляется на внебиржевом рынке. Германия традиционно разделяет банковскую деятельность и работу с ценными бумагами, поэтому институциональных фирм-инвесторов в стране немного. Банковский закон Германии требует, чтобы любая компания, занимающаяся кредитной деятельностью, получила

лицензию Федеральной надзорной палаты за банками. Лица или организации, желающие торговать на фондовой бирже, должны получить разрешение и от Биржевого управления. Универсальные банки длительное время проводили операции с ценными бумагами. Последние данные свидетельствуют о росте значения финансовых конгломератов, которые (в дополнение к работе с ценными бумагами) могут также заниматься ипотечным кредитованием через банк, агентство по недвижимости или страховую компанию. Круг его деятельности регулируется Банковским наблюдательным управлением и Службой страхового наблюдения [9].

Германия, в отличие от Франции и других стран ЕС, является федерацией земель, обладающих большой степенью автономии. Каждая земля имеет свою фондовую биржу. В соответствии с Законом о бирже, наблюдение за деятельностью фондовой биржи осуществляет правительство земли, на территории которой она расположена. От имени правительства действует Управление наблюдения за фондовой биржей, которое является составной частью Министерства экономики соответствующей земли. Само же правительство не занимается наблюдением или регулированием рынков, а лишь утверждает правила их саморегулирования. С принятием в 1994 г. закона о торговле ценными бумагами и дополнения к закону о фондовых биржах появился новый федеральный орган – Комиссия по ценным бумагам, – которая совместно с Федеральной палатой надзора за банками призвана осуществлять инфорсмент за деятельностью банков (обеспечение выполнения контрактов, защита контрактов и другое), выступающих профессиональными участниками рынка ценных бумаг в Германии [1, с. 165–166].

Что касается Великобритании, то тут официальным заемщиком выступает Правительство Соединенного Королевства, а эмитентом (непосредственным заемщиком) – Агентство по управлению долгом. Великобритания – первая страна в ЕС, сформировавшая свой рынок и систему его регулирования. Крупная реформа финансового рынка произошла в Великобритании в 1986 г., когда были введены договорные комиссионные, корпоративное владение брокером/дилером и разрешение иностранным фирмам работать на британском рынке ценных бумаг через английского брокера/дилера.

В Великобритании выпускаются различные виды государственных ценных бумаг со

значительной вариацией условий выпуска: фиксированной и плавающей ставками, широким спектром сроков погашения, индексацией и без индексации основной суммы долга и процентов, и т.д. В частности, основными видами государственных ценных бумаг в Великобритании выступают государственные облигации и гилты – “золотообрезные ценные бумаги”, которые бывают двух типов: договорными и индексированными (сроком выпуска от 1 до 50 лет).

На государственные облигации приходится около 90% всех внутренних облигационных займов. Государственные облигации выпускаются обычно на определенный срок. Проценты по ним выплачиваются два раза в год, за исключением так называемых консолей, по которым проценты выплачиваются один раз в квартал. В настоящее время государственные облигации выпускают исключительно для финансирования государственных расходов [4].

В Соединенном Королевстве Великобритании рынок ценных бумаг характеризуется независимостью банковской деятельности и сектора ценных бумаг. Здесь обращаются следующие государственные ценные бумаги: обычные и конвертируемые облигации; недатированные бессрочные облигации; золотообрезные облигации, имеющие собственных дилеров; индексированные золотообрезные облигации; золотообрезные облигации с плавающей процентной ставкой и прочие государственные ценные бумаги. В зависимости от срока погашения государственные ценные бумаги, выпускаемые в Великобритании, можно разделить на: краткосрочные государственные ценные бумаги (казначейские векселя на 3 и 6 месяцев, облигации на срок до 1 года и национальные сберегательные сертификаты, выпускаемые исключительно для населения в индексированной и в неиндексированной формах); среднесрочные облигации со сроком выпуска от 1–10 лет; долгосрочные облигации (на 10, 15, 20 и 30 лет) и бессрочные облигации (не имеют конечных сроков погашения). Три четверти облигаций выпускаются с единой датой погашения, остальные имеют две даты, благодаря чему правительство может по своему усмотрению произвести погашение в период между этими датами. При повышении курса облигации выше номинала правительство пользуется своим правом осуществить погашение в более раннюю дату, при понижении ниже номинала – в бо-

лее позднюю дату. Существуют также конвертируемые облигации, которые относятся к краткосрочным облигациям и могут быть конвертированы в долгосрочные облигации в заранее установленные сроки [8].

Особенностью государственных ценных бумаг Великобритании является наличие так называемых бессрочных облигаций (консоли и другие). Государство имеет право погасить облигации, однако погашение полностью не производится, так как их рыночный курс ниже номинала. Целесообразность погашения возникает при условии уменьшения рыночных процентных ставок и увеличения курса облигаций выше номинала. Существуют также индексированные облигации. Данные облигации были выпущены правительством в целях повышения привлекательности государственных облигаций и защиты инвесторов от инфляции и колебаний процентных ставок. Индексация осуществляется по индексу розничных (потребительских) цен. Популярными государственными ценными бумагами также считаются и казначейские векселя, которые относятся к краткосрочным дисконтным ценным бумагам. Их выпуск осуществляет Банк Англии по поручению правительства. Эти ценные бумаги выпускаются на предъявителя с минимальным номиналом 5 тыс. фунтов стерлингов. Размещаются казначейские векселя аукционным методом каждую неделю в последний рабочий день. Сумма и срок векселей объявляются за неделю до тендера. Аукционы являются открытыми, и в них может принять участие любое юридическое или физическое лицо. В отличие от аукционов по гилтам, при продаже казначейских векселей удовлетворение заявок происходит по ценам, указанным в заявке [10].

С октября 1988 г. Банк Англии выпускал облигации в экю (европейской валютной единице), а после принятия евро стал эмитировать облигации в евро. Основная цель их эмиссии – пополнение валютных резервов. Существует несколько видов этих долговых инструментов: казначейские векселя, казначейские ноты и облигации. Казначейские векселя в евро выпускаются на срок один, три и шесть месяцев. Выпуск происходит один раз в месяц, в соответствии с правилами торговли на рынке евро бумаг. Котировка объявляется не в процентах к номиналу, а в виде нормы доходности. Казначейские ноты в евро относятся к среднесрочным инструментам и выпускаются на

три года. Размещение происходит один раз в квартал на аукционной основе. Казначейские облигации в евро, как и ноты, являются сравнительно новым фондовым инструментом [1, с. 161].

В целом рынок государственных ценных бумаг Великобритании характеризуется наличием разнообразных долговых инструментов, в том числе выпускаемых в иностранных валютах. Правительство заботится о том, чтобы рынок государственных ценных бумаг сохранял свою привлекательность для инвесторов (о чем свидетельствует выпуск индексированных облигаций) и старается расширить круг инвесторов (проведение открытых аукционов по казначейским векселям).

Во Франции финансирование государством значительной части экономической и социальной сферы, а также покрытие бюджетного дефицита происходит за счет эмиссии его долговых обязательств. Наряду с Министерством экономики важнейшим органом проведения экономической политики Франции является Государственное казначейство, в чьи функции входит проведение эмиссий и размещение долговых обязательств на французских и мировых финансовых рынках, а также осуществление контроля над объемом и эффективностью эмиссий.

Главным участником рынка государственных ценных бумаг является само государство в качестве эмитента этих бумаг и заемщика средств. Все операции с бумагами от имени государства совершает Казначейство. Кроме государства, участниками рынка являются профессионалы рынка в виде специализированных компаний-членов Общества французских бирж, посредники и инвесторы. Важную роль на рынке государственных ценных бумаг играет Банк Франции, под эгидой которого действуют организации, осуществляющие контроль функционирования финансовых рынков – Комиссия по биржевым операциям, Комитет по кредитным учреждениям и инвестиционным компаниям. Профессионалы рынка, представленные исключительно специализированными компаниями или биржевыми обществами, занимаются операциями с любыми ценными бумагами, в том числе и государственными. Каждое биржевое общество вправе осуществлять один или несколько видов деятельности на основе лицензии, выдаваемой Советом фондовых бирж. Необходимыми

участниками рынка ценных бумаг являются инвесторы (индивидуальные и институциональные). К индивидуальным участникам относятся физические лица либо малые и средние компании. Институциональные инвесторы являются организациями, управляющими крупными денежными активами: депозитно-сберегательные кассы, страховые, пенсионные и инвестиционные фонды. Функции этих компаний заключаются, прежде всего, в операциях с ценными бумагами в интересах вкладчиков [1, с. 168].

Структура рынка государственных ценных бумаг во Франции может быть представлена по трем категориям бумаг:

– казначейскими ассимилируемыми облигациями ОАТ (Obligations Assimilables du Tresor), являющимися средством формирования долгосрочного государственного долга;

– казначейскими бонами с фиксированной ставкой и ежегодным купоном ВТАН (Bons du Tresor a Taux Fixe et Interet Annuel), представляющими собой среднесрочные государственные долговые обязательства;

– казначейскими краткосрочными бонами с фиксированной ставкой и предварительно рассчитанным купоном ВТФ (Bons du Tresor a Taux Fixe et Interets Prescomptes), являющимися инструментом краткосрочного государственного заимствования [7].

С точки зрения срока погашения, государственные ценные бумаги, выпускаемые во Франции, можно разделить на над краткосрочные облигации (4–7 недель), краткосрочные дисконтные инструменты (13, 26 и 52 недели), среднесрочные процентные облигации (от 2 до 5 лет) и долгосрочные процентные облигации (от 7 до 30 лет) [8].

Важным в эмиссионной политике Франции является эмиссия ценных бумаг в виде новых траншей уже существующих облигационных выпусков, купон и срок обращения которых определяются условиями первоначального выпуска. Изменяется лишь цена транша в зависимости от состояния рынка на момент эмиссии, а все прочие его особенности совпадают с характеристиками выпущенных ранее траншей. Ассимиляция позволяет избегать количественного наращивания ценных бумаг с различными характеристиками, одновременно находящимися в обращении. Характеристики новых выпусков казначейских облигаций ОАТ устанавливаются ежегодно и добавляются к эмитированным ранее траншам. В некото-

рых случаях они могут ассимилироваться в соответствии с условиями выпусков предыдущих лет. Новые транши казначейских среднесрочных бон с ежегодным купоном ВТАН создаются каждые полгода. Могут ассимилироваться и полугодовые выпуски краткосрочных облигаций ВТФ.

В последние годы на рынке появились новые разновидности государственных ценных бумаг с плавающей процентной ставкой, призванные вызвать особый интерес инвесторов. Это, прежде всего, казначейские ассимилированные облигации, индексированные по инфляции, создание которых преследует цели улучшения управления государственным долгом и снижения затрат на его обслуживание. Для индексации этих бумаг используется индекс потребительских цен, расчет которого производится Национальным институтом статистики, имеющим международную репутацию [6].

Интересным нововведением в использовании государственных долговых обязательств во Франции стали STRIPS (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities – программа раздельной продажи зарегистрированных государственных ценных бумаг и купонов), впервые эмитированные в 1991 г. Принцип раздробления состоит в том, что основная стоимость облигации и купон по ней разделяются на несколько бумаг с нулевым купоном. При использовании этой техники становится возможным раздельное обращение на рынке капитала и купонов облигаций с различными сроками погашения [5].

Все эти новые ценные бумаги эмитируются и размещаются на фондовом рынке Франции, структура которого достаточно сложна. Прежде всего, он условно делится на два сектора: регулируемый и нерегулируемый. К регулируемому рынку относятся: первый рынок (состоит из рынка с месячным улаживанием сделок и рынка наличных сделок), второй рынок (является посредником между первым рынком и внебиржевым рынком) и новый рынок (предназначен для инновационных предприятий или активно растущих компаний). Кроме того, с 1994 г. на французском фондовом рынке успешно развивается рынок ссуд под государственные ценные бумаги. К нерегулируемому сектору относится внебиржевой рынок – рынок сделок по взаимному соглашению, на котором одним из участников сделки должно быть кредитное или финансовое учреждение, имеющее

разрешение на биржевую деятельность [1, с. 170].

Французские государственные ценные бумаги отличаются высокой ликвидностью и надежностью, играя важную роль на международном фондовом рынке. Франция занимает второе место после Германии по объему эмитированных государственных еврооблигаций. В настоящее время рынку государственных ценных бумаг во Франции присущи законченность и высокая эффективность, достигаемые вследствие проведения французским правительством последовательной экономической политики, отвечающей интересам страны.

Изучение зарубежного опыта функционирования рынков ценных бумаг показывает, что существующие в развитых странах рынки опираются на обширные сбережения частных лиц. Невысокий уровень доходов нашего населения и вследствие этого нехватка свободных сбережений – объективное препятствие на пути развития отечественного фондового рынка, в том числе сектора государственных ценных бумаг. Население не всегда готово к вложениям в долговые обязательства. Инфляция в странах Запада всегда оказывала негативное влияние на финансовые рынки, у нас она также препятствует их развитию.

Проанализировав зарубежный опыт организации рынков государственных ценных бумаг, следует сделать вывод о том, что некоторые их элементы целесообразно было бы внедрить в Украине:

– разработка и внедрение розничной долговой программы для привлечения сбережений граждан;

– введение в оборот принципиально новых видов ценных бумаг для удовлетворения потребностей различных инвесторов, например, выпуск ценных бумаг с механизмом индексации доходности в зависимости от уровня индексации, расширение спектра сроков обращения ценных бумаг;

– разработка и утверждение общей стратегии государственного стимулирования и поддержки инвесторов, которая должна сосредотачиваться на разработке правительственных ценных бумаг с характеристиками, удовлетворяющими требования как физических, так и юридических лиц относительно надежного вложения средств.

Следовательно, использование зарубежного опыта организации рынков государственных ценных бумаг в Украине будет способствовать росту объемов привлеченных средств с помощью государственных ценных бумаг и эффективному функционированию отечественного рынка государственных ценных бумаг.

ЛИТЕРАТУРА

1. Никифорова, В.Д. Государственные и муниципальные ценные бумаги / В.Д. Никифорова, В.Ю. Островская. – СПб.: Питер, 2004. – 336 с., ил.
2. Приказюк, Н.В. Рынок государственных ценных бумаг: мировой опыт и отечественные реалии / Н.В. Приказюк, Т.П. Моташко // Финансы Украины. – 2009. – № 2. – С. 73–81.
3. Рак, Р.В. Инновации на рынке государственных ценных бумаг Украины / Р.В. Рак // Финансы Украины. – 2009. – № 12. – С. 72–80.
4. Debt and reserves management report 2010–11: [Electronic resource] – Available: http://www.direct.gov.uk/prod_consum_dg/groups/dg_digitalassets/@dg/@en/documents/digitalasset/dg_186446.pdf
5. Improving efficiency in the European government bond market by Avinash D. Persaud // A report by ICAP plc. – 2006. [Electronic resource] – Available: http://www.eurocapitalmarkets.org/files/ICAP_Brussels_Nov2006.pdf
6. The euromoney international debt capital markets handbook 2011: [Electronic resource] – Available: http://treasury.worldbank.org/cmd/pdf/Euromoney_2011_Handbook_International_Debt_Capital_Markets.pdf
7. <http://www.aft.gouv.fr/index.php3?lang=ru/> – Agence France Tresor
8. <http://www.bloomberg.com/> – Business&Financial News, Breaking News Headlines
9. <http://www.bundesbank.de/index.en.php/> – Deutsche Bundesbank Eurosystem
10. <http://www.hm-treasury.gov.uk/> – The UK's economics & finance ministry.

РЕЗЮМЕ

Рассмотрен зарубежный опыт организации и функционирования рынков государственных ценных бумаг в странах Европейского Союза. Указаны основные виды государственных ценных бумаг, выпускаемых в Германии, Великобритании и Франции. Разработаны рекомендации по дальнейшему развитию рынка государственных ценных бумаг в Украине.

SUMMARY

Foreign experience of issue and circulation of domestic market of state securities are considered. The main types of the government securities issued in Germany, Great Britain and France are indicated. Proposals for further development of the state securities market in Ukraine are developed.

Статья поступила в редакцию 31 сентября 2011 г.