

PROBLEMS OF NATIONAL PUBLIC AND PRIVATE LAW

Наталія Ковалко, к. ю. н.

Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Україна

ДЕРЖАВНІ ТА МІСЦЕВІ ЦІННІ ПАПЕРИ ЯК ФІНАНСОВО-ПРАВОВА КАТЕГОРІЯ В ПРАКТИЦІ ЯПОНІЇ ТА США

Nataliia Kovalko, PhD in Law

Taras Shevchenko National University of Kyiv, Ukraine

PUBLIC AND LOCAL SECURITIES AS A FINANCIAL LAW CATEGORY IN THE PRACTICE OF JAPAN AND THE USA

The article examines the nature and types of government and local securities in Japan and the United States. The peculiarities of the use of securities as a tool of the state debt policy are revealed. A retrospective analysis of the formation of the market for state and local securities in Japan and the USA was conducted. The main problems of development of the market of state and local securities at the present stage in the above-mentioned countries are considered. Recommendations on increasing the efficiency of using state and local securities as a tool of the state debt policy are given. The world tendencies and the current dynamics of the mechanism of state and local securities development are analyzed. The theoretical aspects of the implementation of municipal borrowings in Japan and the USA are considered. The dynamics of state and local obligations are analyzed and their role in the socio-economic development of the territories of the analyzed countries is determined. The main forms of implementation of local borrowing, their advantages and disadvantages and the main tendencies of the development of the debt market are considered.

Keywords: government securities, local securities, securities market, international securities

Постановка проблеми та її зв'язок з важливими науковими та практичними завданнями. Державні боргові зобов'язання, виходячи з тих завдань, які вони вирішують, займають важливе місце на ринку цінних паперів. В економічно розвинених країнах види їх досить різноманітні, однак у структурі загального обсягу випуску державних боргових цінних паперів переважають облігації.

Державні цінні папери як фінансова та фінансово-правова категорія є найбільш надійними й ліквідними, оскільки вони забезпечені фінансовими та іншими ресурсами держави. Не випадково в розвинених країнах за ступенем надійності облігації ранжуються таким чином: облігації центрального уряду, муніципальні облігації та облігації акціонерних товариств.

Для підвищення ефективності регулювання та функціонування ринку державних цінних паперів країни необхідним є поступова орієнтація на дотримання світових стандартів у сфері запозичень і побудова системи розміщення та обігу державних цінних паперів, що враховує передовий досвід країн з розвинутою ринковою економікою.

Більшість публікацій, які належать до сфери фондового ринку та з'явилися в останні десятиліття, мають мікроекономічний характер або ж розглядають зарубіжні ринки цінних паперів. Значна увага цим питанням приділена в монографіях і статтях М.Ю.Алексеева, Б.І.Альохіна, А.В.Анікіна, Б.Б. Рубцова (зарубіжні фондові ринки), А.В.Захарова (розвиток фондових бірж).

Зарубіжні дослідження в більшості випадків не містять комплексного дослідження проблем розвитку ринку цінних паперів і макроекономічних стратегій у цій галузі, тому що зупиняються на окремих аспектах таких стратегій, групах проблем або особливостях окремих ринків. Найбільш

глибокі дослідження у відповідній сфері були зосереджені в групі Світового банку (World Bank), Міжнародного валютного фонду (IMF), Банку міжнародних розрахунків (BIS), у таких професійних асоціаціях, як Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO), Всесвітня федерація бірж (WFE).

Основні результати дослідження. У кінці 1990-х років 41-44% усієї світової заборгованості з цінних паперів внутрішнього боргу припадало на приватні емітенти і відповідно 56-59% – на державні. У поточному десятилітті відбулося прискорене накопичення боргу приватним сектором, і до 2004-2005 рр. частка приватного сектору в заборгованості з цінних паперів внутрішнього боргу підвищилася до 51%. За цими загальними цифрами, проте, ховаються помітні відмінності між окремими ринками, особливо тими, які формуються.

У деяких країнах головним емітентом виступає приватний сектор (США, Великобританія, Корея, Малайзія), в інших частка держави перевищує 70%, доходючи іноді до 100% (Японія, Канада, Бельгія, Бразилія, Мексика, Туреччина, Індія, Польща, Угорщина)¹.

У США знаходиться найбільший у світі ринок державних облігацій. Він складається з трьох частин. Короткострокова секція ринку представлена казначейськими векселями (treasury bills) – це ті інструменти, які випускаються з дисконтом до номінальної вартості і, отже, не мають ніякого купона. Інструменти середньострокової секції ринку називаються казначейськими нотами (treasury notes), які випускаються на період від двох до десяти років, і за ними виплачуються купонні відсотки. До довгострокової секції ринку належать інструменти, які називаються казначейськими облігаціями (treasury bonds), за якими, як і за нотами, виплачується купон, але випускаються вони на термін більше десяти років².

Повноваження випускати боргові цінні папери делеговані Конгресом казначейству (Міністерству фінансів) США.

Континентальний конгрес вперше випустив облігаційний займ у 1776 році для фінансування війни за незалежність. Відносний і абсолютний розмір заборгованості залишався помірним у першій половині XIX ст. і різко виріс у роки громадянської війни, а потім у період Першої світової війни³.

Для фінансування військових витрат американський уряд протягом двох років випустив облігацій на 21,5 млрд. доларів, у той час як за попередні 10 років обсяг емісії корпоративних облігацій склав 16, 6 млрд. дол. Для того, щоб продати таку силу-силенну паперів, комерційні та інвестиційні банки повинні були охопити людей, які раніше ніколи не купували цінні папери. І це їм цілком вдалося: за 1917-1919 рр. кількість інвесторів у казначейські облігації зросла з 300 тис. до 21 млн⁴.

Після незначного зниження в період Великої депресії відносний розмір державного боргу зріс у три рази і потім досяг максимальної відносної величини в 1940 роки (120% ВВП)⁵.

Переведення економіки в мирне русло супроводжувалося відносним зниженням федерального боргу за державними цінними паперами.

Протягом майже 30 років, починаючи з 1969 р., однією з найбільш значних проблем національної економіки в США вважався хронічний дефіцит (негативне сальдо) федерального бюджету, що призводило до нарощування державного боргу, який до кінця XX століття досяг 5,6 трлн. дол., що на той момент становило понад 60% ВВП країни⁶.

Хоча такий обсяг боргу, на думку більшості американських економістів, не ніс безпосередньої небезпеки для американської економіки, він все ж сковував господарський розвиток, наприклад, зменшуючи можливості використання приватними підприємцями внутрішнього ринку капіталів. Щорічні виплати відсотків за державним боргом перевищили 15% видаткової частини бюджету, і це додатково обтяжувало державну фінансову систему.

У 1979 році співвідношення державного боргу та ВВП досягло мінімальної величини в післявоєнний період – 35% ВВП. У 1980-ті роки з приходом до влади республіканської

¹ Рубцов, Б. (2007). *Современные фондовые рынки*. Москва: Альпина Бизнес Букс, 69.

² *Фондовые рынки США: основные понятия, механизмы, терминология*. ООН (1992). Москва: ЦЕРХ-ПЭЛ, 23.

³ Рубцов, Б. (2007). *Современные фондовые рынки*. Москва: Альпина Бизнес Букс, 134-135.

⁴ Raghuram, R., Zingales, L. (2003). Banks and markets: The Changing Character of European Finance. *National Bureau of Economic Research Working Paper 9595*, 35.

⁵ Рубцов, Б. (2007). *Современные фондовые рынки*. Москва: Альпина Бизнес Букс, 135.

⁶ *Экономика США* (2003). Санкт-Петербург: Питер, 182.

адміністрації Р. Рейгана відносна величина державного боргу знову починає рости, досягнувши максимуму вже при президентстві Б. Клінтона, до середини 1990-х років – 70% ВВП¹.

У 1990-х роках у США намітилася сприятлива економічна кон'юнктура й небувалий тривалий період економічного зростання, що дозволило знизити бюджетний дефіцит, а потім і досягти його профіциту в кінці 90-х років. Федеральний борг почав зменшуватися і в 2000 році досяг позначки 57% ВВП.

Однак наступ економічного спаду, а також різні військові та інші акції (зокрема, в Іраку й Афганістані) у рамках програми боротьби з тероризмом знову призвели до зростання державного боргу до 62% в 2003-2004 рр. і 60% – у 2005 році.

Ситуація ще більше ускладнилася зі світовою фінансовою кризою. На початок 2010 року загальний обсяг національного боргу США перевищив 13 трлн. доларів. Примітно відзначити, що кожен день сума боргу зростає приблизно на 4,13 млрд. або на 47,8 тис. в секунду. Обсяг боргу становить 83,16% ВВП США².

Показним є той факт, що найбільшими кредиторами за державними запозиченнями США є Китай на 800,5 млрд. дол. (23,35%) і Японія на 724,5 млрд. дол. (21,13%)³.

Американський ринок цінних паперів, у тому числі державних боргових зобов'язань, є найбільш розвиненим у світі. Він виділяється не тільки за обсягами, але й за різноманітністю державних облігацій.

Основним емітентом державних боргових зобов'язань виступає федеральний уряд в особі міністерства фінансів, яке випускає як ринкові, так і неринкові цінні папери, причому перші переважають.

Облігації казначейства США представлені ринковими облігаціями (4,7 трлн. дол. на початку 2007 р), неринковими (що не мають вторинного ринку) і ощадними облігаціями (savings bonds – 0,2 трлн. дол.) Федерального уряду.

Останні призначені для фізичних осіб і, незважаючи на відсутність ринку, користуються в населення великою популярністю.

Основні різновиди ринкових казначейських паперів відрізняються, перш за все, термінами: короткострокові (до року) – векселі (bills), середньострокові (до 10 років) (notes) і довгострокові (більше 10 років) (bonds). Крім того, виділяються індексовані облігації (залежно від терміну можуть бути notes або bonds) – TIPS⁴. T-bills – дисконтні облігації. Інші – класичні процентні інструменти з виплатою процентного доходу 2 рази на рік випускаються тільки в бездокументарній формі. Середньо та довгострокові – тільки іменні.

44% всіх випущених казначейських облігацій належать іноземним інвесторам (2006 р.), перш за все, центральним банкам. Це пояснюється, знову ж таки, високою надійністю цих паперів, які позбавлені ризику банкрутства емітента. Крім того, це найбвльш ліквідний ринок у світі. Щодня в США з казначейськими облігаціями здійснюється операцій на суму 500-600 млрд. дол. (на позабіржовому ринку), що багаторазово перевищує оборот торгівлі акціями та корпоративними правами.

Загальний борг федерального уряду США (на ринкові облігації припадає трохи більше половини) дорівнює приблизно 9,7 трлн. дол., що становить 65-66% ВВП. Безумовно, це багато, але не настільки, щоб говорити про серйозну загрозу національній економіці та про підрив фінансової стабільності країни. Тим більше, що в 1990-х роках відносний рівень федерального боргу був навіть трохи вище – максимальний 67,3% у 1996 р. У Японії відносний державний борг у два рази вище, ніж у США, в Італії – у півтора, у Німеччині та Франції – можна прирівняти до США⁵.

Ще однією відмінною рисою США є наявність колосального ринку муніципальних цінних паперів – 2,6 трлн. дол. у вересні 2007 р.⁶

У США налічується понад 40 тис. емітентів облігацій, іменованих муніципальними, але основний обсяг припадає на уряди штатів і адміністрації великих міст. Специфікою муніципальних

¹ Рубцов, Б. (2007). *Современные фондовые рынки*. Москва: Альпина Бизнес Букс, 135.

² Monthly Statement of the United States Public Debt (2009). <<https://www.treasurydirect.gov>>

³ Major foreign holders of treasury securities. <http://ru.wikipedia.org/wiki/Major_foreign_holders_of_treasury_securities>

⁴ U.S. Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States*. (2008).

⁵ www.federalreserve.gov; Treasury Bulletin. <www.ustreas.gov>; U.S. Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States* <www.census.gov>

⁶ <www.sifma.org>

облігацій в США є те, що доходи від них не обкладаються федеральними податками, тому номінальна процентна ставка за ними (як і прибутковість) може бути нижче прибутковості за федеральними облігаціями.

Муніципальні цінні папери в США випускаються у вигляді:

- казначейських цінних паперів, які покриваються за рахунок податкових і позабюджетних джерел погашення;

- інвестиційних цінних паперів, які забезпечені асигнуванням з бюджету;

- гібридних цінних паперів, які є «морально захищеними» цінними паперами;

До муніципальних цінних паперів у США належать облігації, що випускаються штатами, територіями, містами, округами та спеціальними територіальними утвореннями (наприклад, шкільними округами). Загальна кількість цих облігацій досягає 40-50 тис. Заборгованість за муніципальними облігаціями в кінці 2005 року перевищила 2,2 трлн. доларів¹.

Доходи від облігацій штатів не підлягають обкладенню федеральними податками, а також, як правило, не обкладаються податками штату, у якому вони випущені. Випуск муніципальних облігацій у США здійснюється через андеррайтерів, які об'єднуються в синдикати.

Таким чином, муніципальні облігації США отримали широке поширення й характеризуються великою різноманітністю (наприклад, муніципальні ноти, спеціальні податкові облігації). Довгострокові та короткострокові муніципальні облігації випускаються місцевими органами влади як для фінансування бюджету, так і для розвитку соціально-культурної сфери (охорони здоров'я, освіти, житлового будівництва, комунального господарства та ін.). Залежно від цілей випуску вони знаходяться в обігу від 30 днів до декількох десятків років. Крім того, існують цінні папери, гарантовані федеральним урядом. Їх емітентами є організації, які мають підтримку уряду. До них належать: облігації Азіатського банку розвитку, облігації системи фермерського кредиту, облігації федеральних банків житлового кредиту тощо.

Основними інвесторами в муніципальні цінні папери є фізичні особи, а також взаємні фонди, страхові компанії та банки.

Досить цікавим є досвід Японії, яка є одним з лідерів у роботі з державними та муніципальними цінними паперами. Випуск державних цінних паперів для фінансування дефіциту державного бюджету Японії активізувався з кінця 60-х рр.. Емітентами цінних паперів є центральний уряд, місцеві органи влади й організації, пов'язані з урядом.

З 1999 року за розмірами ринку державних боргових зобов'язань Японія займає перше місце в світі, випередивши ринок американських казначейських зобов'язань і досягнувши 7,3 трлн. доларів².

На частку державних облігацій припадає понад – 60%, корпоративних – 10%, муніципальних і банківських по – 7%, банківських сертифікатів – 5%.

У Японії Закон «Про цінні папери та фондові біржі», прийнятий у 1948 році, багато в чому повторював положення аналогічних правових актів США 1933-1934 рр. і поширював свій вплив як на первинний, так і вторинний фондовий ринок. Для виконання приписів цього законодавчого акту при Міністерстві фінансів була заснована незалежна урядова Комісія з цінних паперів і фондового ринку. Однак незабаром вона була перетворена в Бюро з управління фінансами Міністерства фінансів Японії. Лише в 1964 р. був знову створений спеціалізований орган регулювання фондового ринку – Бюро з цінних паперів, яке складається з декількох відділів. При ньому був сформований також ряд відносно самостійних підрозділів, зокрема, Рада з фондового ринку. Бюро регулярно збирає та аналізує велику кількість інформації, у тому числі з ринку державних цінних паперів, і публікує відповідні звіти.

Чергові коригування Закону були проведені в 80-і рр. з ініціативи Ради з фондового ринку Японії. Вони посилювали регулювання ф'ючерсного ринку облігацій, підвищували ступінь захисту від недобросовісного використання конфіденційної інформації, передбачали низку інших заходів щодо вдосконалення фондового ринку, зокрема, ринку облігацій національного уряду та облігацій органів місцевого самоврядування. До державних боргових зобов'язань, що випускаються центральним урядом, належать казначейські векселі та облігації³.

¹ Рубцов, Б. (2007). *Современные фондовые рынки*. Москва: Альпина Бизнес Букс, 149.

² Рубцов, Б. (2007). *Современные фондовые рынки*. Москва: Альпина Бизнес Букс, 376.

³ *Рынок ценных бумаг Японии* (2000). Москва: Дайва Секьюритиз, 48.

Загальний обсяг державного боргу Японії перевищує 200 відсотків від ВВП, що є максимальним показником серед усіх країн світу. Незважаючи на це, процентні ставки за японськими державними облігаціями знаходилися на більш низькому рівні, ніж у інших країн G7. Це дозволяло Японії позичати кошти під невеликі відсотки на внутрішньому ринку (зовнішній держборг Японії порівняно невеликий).

Проте останнім часом ставки стали рости. Різниця між ставками довгострокових 30-річних і дворічних зобов'язань досягла 2,11 процентного пункту, що є максимумом за чотири роки. Така різниця показує побоювання ринку з приводу управління держборгом.

Муніципальні облігації складають невелику питому вагу в загальному обсязі державних боргових зобов'язань, які емітуються префектурами, міськими та сільськими органами влади. Розміщення їх здійснюється двома каналами: шляхом відкритого продажу та приватно. Облігації організацій, пов'язаних з урядом, як і муніципальні, мають невелику питому вагу. Їх емітентами є державні підприємства, державні фінансові корпорації та міжурядові фінансові корпорації.

Для погашення державних облігацій в Японії існує викупний фонд. Він створюється як за рахунок бюджетних надходжень, так і частини доходів від нових випусків боргових зобов'язань. Випуск неринкових цінних паперів носить в Японії обмежений характер.

З 1999 р. за розмірами ринку державних боргових зобов'язань Японія посіла перше місце в світі, випередивши ринок американських казначейських зобов'язань (treasuries). У перерахунку на долари заборгованість за прямими зобов'язаннями уряду Японії в кінці 2007 р. становила 7 трлн. дол. (приблизно 700 трлн. єн). Велика частина облігацій представлена 10-річними паперами.¹ Вторинний ринок державних облігацій практично повністю позабіржовий, хоча довгострокові облігації мають котирування на Токійській фондовій біржі.

Ліквідність ринку державних облігацій (спред, тобто різниця між ціною покупки та продажу, співвідношення між оборотом і обсягом заборгованості) як і раніше – одна з найнижчих серед країн «Групи G7». Ще в 1997 р. спред був у два-три рази вище, ніж у США. У результаті проведених реформ ліквідність дещо підвищилася, але все одно поступається іншим ринкам.

У Японії більше половини всіх випущених державних зобов'язань знаходиться в державних установах, урядових агентствах і центральному банку. Водночас частка іноземців на ринку державного боргу (6% у березні 2007 р.) у кілька разів нижча, ніж в інших великих країнах. Імовірно, причиною цього є низька прибутковість японських інструментів.

У 90-ті роки, зіткнувшись з небувало тривалим економічним спадом, японський уряд з метою стимулювання попиту розгорнув програми державного запозичення, а в кінці 90-х – і для прямої допомоги банкам, які потрапили в скрутне становище. За відносним рівнем консолідованого дефіциту бюджету (6-8% ВВП в 1999-2007 рр.) Японія вийшла на перше місце серед розвинених країн.

Прагнучи стимулювати попит, Банк Японії кілька разів знижував короткострокові процентні ставки за своїми кредитами, а, починаючи з 1999 р., основним процентним орієнтиром Японії стала ставка рефінансування Банку Японії, яка офіційно неодноразово встановлювалася на нульовому рівні.

Протягом ряду років центральний банк проводив де-факто політику нульових ставок. Усі інші короткострокові процентні ставки за інструментами грошового ринку (казначейські векселі, векселі управління готівкою, депозитні сертифікати, комерційні папери) також продавалися фактично з нульовою прибутковістю. Прибутковість за довгостроковими облігаціями знизилася за той же період до 0,7-1,7% (у три-чотири рази нижче, ніж в інших розвинених країнах). Лише в 2006-2007 рр. відбулося деяке підвищення короткострокових ставок за облігаціями, контрольованими банками. Тим самим останні намагалися захистити себе від конкуренції, обмежуючи можливості прямого фінансування на ринку цінних паперів.

Зростання євrorинку і скасування валютних обмежень дозволили японським корпораціям отримувати кошти на міжнародному ринку капіталів. Якщо частка фінансування на євrorинку не перевищувала на початку 1970-х років 2%, то до середини 1980-х вона наближалася до 40%. Комітет з облігацій був розпущений. За минуле десятиліття обсяг ринку внутрішніх корпоративних облігацій зріс більше ніж у чотири рази. Проте, щорічний обсяг фінансування

¹ Рубцов, Б. (2007). *Современные фондовые рынки*. Москва: Альпина Бизнес Букс, 10.

японських корпорацій за допомогою випуску облігацій на внутрішньому ринку відносно невеликий – від 6 до 13 трлн. ієн.¹

Таким чином, ринок державних цінних паперів в Японії та США представлений різними борговими інструментами, які використовуються як для фінансування дефіциту бюджету, так і для фінансування національних стратегічних проєктів. В обох країнах частка державного боргу перевищує допустимий рівень, однак це не є дестабілізуючим фактором. Для України досвід таких країн як Японія та США є надзвичайно важливим для формування власного ринку державних та місцевих цінних паперів та забезпечення дійсно якісної боргової політики держави.

References:

1. Rubtsov, B.B. (2007). *Sovremennyye fondovyye rynky. Uchebnoye posobye dlya vuzov* [Modern stock markets. Textbook for high schools]. Alpya Byznes Buks. [in Russian].
2. *Fondovyye rynki SSHA: osnovnyye ponyatiya, mekhanizmy, terminologiya* [US stock markets: basic concepts, mechanisms, terminology]. OON (1992). Tserikh-PEL. [in Russian].
3. Raghuram R., Zingales L. (2003). *Banks and markets: The Changing Character of European Finance*/ National Bureau of Economic Research Working Paper 9595. [in English].
4. *Ekonomika SSHA / pod red. V.B. Supyana.* (2004). [The US economy / Ed. V.B. Supyana]. Saint Petersburg: Piter. [in Russian].
5. *Monthly Statement of the United States Public Debt* (2009). <<https://www.treasurydirect.gov>>
6. <http://ru.wikipedia.org/wiki/Major_foreign_holders_of_treasury_securities>
7. *U.S. Census Bureau, Statistical Abstract of the United States* (2008). [in English].
8. *Treasury Bulletin.* <www.ustreas.gov>.
9. *U.S. Census Bureau, Statistical Abstract of the United States* <www.census.gov>
10. <www.sifma.org>
11. *Rynok tsennykh bumag Yaponii* (2000). [Japanese Securities Market]. Daiva Securities. [in Russian].
12. *Fact book Japan Securities Dealers Association* (2007). <<http://www.jsda.or.jp/en/securities-market-in-japan/fact-book>>.

¹ Fact book Japan Securities Dealers Association (2007). <<http://www.jsda.or.jp/en/securities-market-in-japan/fact-book>>, 20>