Національний банк України

Державний вищий навчальний заклад

«Українська академія банківської справи

Національного банку України»

на правах рукопису

Кравченко Єлизавета Олександрівна

УДК 336.27:336.76(477)](043.5)

**УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ З ВИКОРИСТАННЯМ ІНСТРУМЕНТІВ ФОНДОВОГО РИНКУ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня

кандидата економічних наук

Науковий керівник:

Школьник Інна Олександрівна,

доктор економічних наук, професор

Суми – 2015

ЗМІСТ

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| ВСТУП…………………………………………………………………………. | | 4 |
| РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ З ВИКОРИСТАННЯМ БОРГОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ФОНДОВОГО РИНКУ………………………………………………………... | | 12 |
| 1.1 | Наукове підґрунтя формування державного боргу, його класифікація та вплив на економічне зростання країни ……….. | 12 |
| 1.2 | Теоретико-методичні підходи до управління державним боргом України……………………………………………………………… | 42 |
| 1.3 | Роль і місце боргових інструментів фондового ринку в системі управління державним боргом України ………………………… | 70 |
| Висновки до розділу 1…………………………………………….................... | | 85 |
| РОЗДІЛ 2 ОЦІНЮВАННЯ СУЧАСНОГО СТАНУ ТА ТЕНДЕНЦІЙ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ З ВИКОРИСТАННЯМ БОРГОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ФОНДОВОГО РИНКУ ………………………………………………………………………… | | 88 |
| 2.1 | Аналіз загальної динаміки формування та обслуговування державного боргу України…………................................................ | 88 |
| 2.2 | Розвиток фондового ринку України в контексті взаємозв’язку зі станом державного боргу………………………………………….. | 107 |
| 2.3 | Особливості застосування боргових фінансових інструментів в управлінні державним боргом України………………………....... | 126 |
| Висновки до розділу 2………………………………………………………… | | 144 |
| РОЗДІЛ 3 удосконалення науково-методичних підходів до управління державним боргом україни з використанням фінансових інструментів…………………... | | 146 |
| 3.1 | Моделювання рівня стійкості ринку боргових фінансових інструментів України………………………………………………. | 146 |
| 3.2 | Науково-методичний підхід до прогнозування державного боргу з урахуванням впливу внутрішніх та зовнішніх шоків…… | 161 |
| 3.3 | Науково-методичний підхід до оптимізації структури державних боргових фінансових інструментів на первинному ринку………………………………………………………………… | 180 |
| Висновки до розділу 3…………………………………………….................... | | 205 |
| ВИСНОВКИ…………………………………………………………………… | | 207 |
| СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ……………………………………... | | 210 |
| ДОДАТКИ…………………………………………………………………....... | | 232 |

ВСТУП

**Актуальність теми дослідження.** У сучасних умовах розвитку економічних відносин складовим елементом фінансової системи більшості країн світу є державний борг. Останнім часом в Україні значно зростає обсяг державного боргу, як внутрішнього так і зовнішнього, що в першу чергу обумовлено формуванням суттєвого дефіциту державного бюджету. Наразі стан державних фінансів та рівень платоспроможності держави як позичальника значною мірою залежить від злагодженого процесу управління державним боргом, який останнім часом носить ситуативний характер без проведення поглибленого перспективного аналізу та узгодження інтересів всіх учасників даного процесу.

Активізація використання боргових інструментів фондового ринку в управлінні державним боргом призвела до формування тенденції суттєвого зростання частки операцій пов’язаних з борговими фінансовими інструментами держави та зміни структури боргового сегменту фондового ринку від переважання операцій з корпоративними облігаціями до переважання операцій з облігаціями внутрішньої державної позики (далі – ОВДП). За таких умов виникає об’єктивна потреба виробити обґрунтовані підходи до ефективного управління державним боргом з використанням інструментів фондового ринку задля забезпечення платоспроможності держави з одного боку та формування оптимальної структури боргового сегменту фондового ринку з іншого.

Фундаментальні основи дослідження процесу управління державнимборгом закладено у наукових працях вітчизняних та зарубіжних дослідників, серед яких: Б. І. Альохін, О. Я. Базілінська, Б. Г. Болдирєва, Л. С. Брамінська, Дж. Б’юкенен (James Buchanan), О. Д. Василик, Т. П. Вахненко, Д. Л. Головачев, В. Ю. Дудченко, В. В. Козюк, В. В. Коновалов, Г. В. Кучер, М. А. Лауфер, В. М. Опарін, А. М. Русяйкіна, В. М. Федосов, М. Фрідман (M. Fridman), С. Харріс (Seymour Harris), Л. Г. Чувахіна та інші. Фундаментальні засади функціонування фондового ринку закладені у роботах таких видатних зарубіжних вчених, як: Л. М. Добриніна, Е. Кюрі (Elizabeth Currie), Я. М. Міркін, Б. Б. Рубцова, а також вітчизняних дослідників: Ю. М. Коваленко, В. В. Корнєєв, І. І. Рекуненко, Н. М. Шелудько, І. О. Школьник, та ін.

Незважаючи на підвищений науковий інтерес та на значний рівень наукової розробленості досліджуваної проблематики, питання управління державним боргом України з використанням інструментів фондового ринку розглянуті фрагментарно та залишаються поза увагою вчених. Зокрема, це стосується нераціонального розподілу боргового навантаження, яке може стати основним фактором економічної кризи та дестабілізувати фондовий ринок. Саме тому, подальшого розгляду потребують теоретичні та практичні аспекти прогнозування розміру державного боргу, враховуючи сучасний стан вітчизняної економіки, формування ефективної структури фондового ринку, оптимізації структури державних боргових інструментів в Україні в контексті оптимізації структури державного боргу. Таким чином, важливість дослідження вказаних проблем та недостатній рівень їх теоретико-методичного обґрунтування обумовлює вибір теми, мети та завдань дисертаційної роботи, свідчать про її актуальність, теоретичну і практичну значущість.

**Зв’язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота узгоджується з пріоритетними напрямками науково-дослідних робіт ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України”: “Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів” (номер держ. реєстрації 0109U006782); “Конкурентоспроможність національної економіки в умовах євроінтеграції” (номер держ. реєстрації 0111U009459). До звітів за визначеною тематикою увійшли розробки дисертанта щодо: оптимізації структури боргових державних фінансових інструментів на первинному ринку цінних паперів; моделювання рівня стійкості боргового ринку України.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є розвиток теоретико-методичних підходів та розробка практичних рекомендацій щодо управління державним боргом України з урахуванням специфіки інструментів фондового ринку.

Поставлена мета дисертаційної роботи зумовила необхідність вирішення наступних завдань:

* дослідити і узагальнити наукове підґрунтя формування державного боргу, його класифікацію та вплив на економічне зростання країни;
* узагальнити теоретико-методичні підходи до управління державним боргом;
* дослідити роль і місце боргових інструментів фондового ринку в системі управління державним боргом;
* проаналізувати загальну динаміку формування та обслуговування державного боргу України;
* дослідити стан розвитку фондового ринку України в контексті взаємозв’язку із станом державного боргу;
* визначити особливості застосування ОВДП в управлінні державним боргом України;
* здійснити моделювання рівня стійкості ринку боргових фінансових інструментів (далі – РБФІ) України;
* поглибити науково-методичний підхід до прогнозування державного боргу з врахуванням впливу внутрішніх та зовнішніх шоків;
* розробити науково-методичний підхід до оптимізації структури державних боргових фінансових інструментів на первинному ринку.

*Об’єктом дослідження* є економічні відносини, які виникають між суб’єктами фінансової системи у процесі забезпечення боргової безпеки держави.

*Предметом дослідження* є теоретичні аспекти і науково-методичні та практичні засади управління державним боргом України з використанням інструментів фондового ринку.

*Методи дослідження.* Методологічною основою дисертаційної роботи є фундаментальні положення економічної теорії, теорії державних фінансів, державного фінансового менеджменту, фінансової безпеки держави, теорії фінансового посередництва, сучасні концепції розвитку фондового ринку, а також наукові праці вчених-економістів з питань управління державним боргом та розвитку фондового ринку.

При здійсненні наукового дослідження, зважаючи на поставлені завдання, застосовувались загальнонаукові та специфічні методи наукового пізнання: наукова абстракція – при систематизації теоретичних основ формування державного боргу та уточненні категоріального апарату; системно-структурний аналіз – при визначенні особливостей управління державним боргом; логічне узагальнення – при дослідженні використання боргових фінансових інструментів в управлінні державним боргом; аналізу і синтезу – при визначенні тенденцій у формуванні та обслуговуванні державного боргу України; порівняльний і економіко-статистичний – при оцінюванні стану розвитку фондового ринку та використанні ОВДП; економіко-математичне моделювання – при розробці науково-методичного підходу до визначення рівня стійкості боргового ринку України та для оптимізації структури державних боргових фінансових інструментів на первинному ринку.

Інформаційну та фактологічну базу наукового дослідження склали закони України; укази Президента України; нормативні акти Кабінету Міністрів України; постанови та офіційні дані Національного банку України, Державної служби статистики України; Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку; аналітичні огляди та звітні дані Міністерства фінансів України, Національного рейтингового агентства “Рюрік”, світових та вітчизняних агенцій; офіційні матеріали Європейського центрального банку, Світового банку, Міжнародного валютного фонду та інших міжнародних фінансово-кредитних організацій; результати наукових досліджень зарубіжних та вітчизняних фахівців з питань управління державним боргом та розвитку фондового ринку.

**Наукова новизна результатів дослідження** полягає у поглибленні існуючих та обґрунтуванні нових науково-методичних та практичних рекомендацій щодо управління державним боргом України з використанням інструментів фондового ринку.

Найбільш вагомими науковими результатами дослідження є такі:

*вперше:*

* запропоновано науково-методичний підхід до оцінювання рівня стійкості РБФІ на основі застосування причинного моделювання шляхом побудови структурних рівнянь та матриці-рефлектора залежності параметрів сектору державних фінансів, державного сектору боргового ринку, банківського сектору та фондового ринку. Це дозволяє проводити комплексне дослідження тенденцій розвитку РБФІ, визначити чинники, що впливають на рівень його стійкості;

*удосконалено:*

* науково-методичний підхід до прогнозування розміру державного боргу України, враховуючи фактори прямого та опосередкованого впливу (індекс споживчих цін на товари та послуги, курс гривні до долара США, розмір ВВП, дефіцит державного бюджету), а також дотримуючись критичних значень допустимого його обсягу: співвідношення боргу до ВВП і дефіциту бюджету до ВВП, з використанням адаптивного методу Брауна, який, на відміну від існуючих дозволяє встановити адекватні прогнозні значення державного боргу України, враховуючи всі обмеження та фактори впливу за рахунок суб’єктивного вибору ставки дисконтування;
* науково-методичний підхід до формування оптимальної структури ОВДП на первинному ринку за строками обігу та валютами на основі розробки і вирішення задачі лінійного програмування, обмеженнями якої виступають доходність та ризик державних боргових фінансових інструментів. Такий підхід дає можливість визначити оптимальну структуру ОВДП через досягнення компромісного значення між дохідністю та ризиком;

*набули подальшого розвитку:*

* розуміння економічного змісту поняття «державний борг» як системи фінансових відносин, що виникають між державою (позичальником) та економічними суб’єктами (резидентами та нерезидентами) з приводу формування та обслуговування боргових зобов’язань, які безпосередньо прийняті на себе державними органами, в тому числі за виданими гарантіями, з дотриманням принципів запозичення (строковості, поверненості, платності). На відміну від існуючих такий підхід дозволяє врахувати структурну збалансованість боргових фінансових інструментів у взаємозв’язку з системою управління державним боргом;
* сутність поняття «управління державним боргом» під яким пропонується розуміти комплексну систему принципів і методів розроблення і реалізації суб’єктами (органами державної влади) управлінських рішень, спрямованих на формування, розподіл та обслуговування державного боргу з метою забезпечення стабільної платоспроможності держави перед зовнішніми і внутрішніми кредиторами, за умови мінімізації витрат та допустимого рівня ризику. На відміну від існуючих дане визначення дозволяє сформувати структурно-логічну схему процесу управління державним боргом та зосередити увагу на важливому результаті – платоспроможності держави;
* систематизація функцій управління державним боргом, що на відміну від існуючих здійснена шляхом виокремлення функцій суб’єктів управління та об’єкта управління. Це дозволяє підвищити ефективність управління державним боргом та забезпечити досягнення кінцевого результати у вигляді економічного зростання та забезпечення платоспроможності держави за взятими зобов’язаннями.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає у тому, що теоретичні положення, які обґрунтовані в дисертаційній роботі, доведені до рівня методичних рекомендацій. Висновки та рекомендації дисертанта щодо оцінювання рівня стійкості РБФІ впроваджено в діяльність Сумського відділення АТ “ОТП Банк”(довідка від 20.01.2015 № 12); науково-методичні пропозиції та практичні рекомендації щодо оптимізації структури набору портфеля цінних паперів банків – у діяльність філії Сумського обласного управління АТ “Ощадбанк” (довідка від 20.02.2015 № 1233-02/332); щодо прогнозування боргу, враховуючи вплив інфляції, валютного курсу та обсягу дефіциту бюджету – у роботі відділу аналізу обласних програм та бюджету виконавчого апарату Сумської обласної ради (довідка від 24.02.2015 № 10/17/2002).

Одержані дисертантом наукові результати використовуються у навчальному процесі ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” при викладанні дисциплін: “Фінанси”, “Державний фінансовий менеджмент”, “Фінансовий ринок”, “Управління фінансовою безпекою держави” (акт від 22.01.2015).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційна робота є завершеним науковим дослідженням. Наукові положення, розробки, висновки і рекомендації, які виносяться на захист, одержані автором самостійно. Результати, опубліковані здобувачем у співавторстві, використані у дисертаційній роботі лише в межах особистого внеску дисертанта.

**Апробація результатів дисертації.** Основні положення і результати виконаного наукового дослідження доповідались, обговорювались та отримали схвальну оцінку на всеукраїнських та міжнародних науково-практичних конференціях, зокрема: І Всеукраїнській науково-практичній конференції студентів, аспірантів і молодих вчених “Фінансово-економічні проблеми сучасного світу: шляхи і перспективи їх вирішення на мікро-, макро- та мегарівнях” (2012 р., м. Кременчук); І Міжнародній науково-практичній конференції “Проблеми державного управління фінансово-економічною системою національної економіки” (2012 р., м. Донецьк); міжнародній науково-практичній інтернет-конференції “Актуальні проблеми економіки і управління в сучасних соціально-економічних умовах” (2012 р., м. Дніпропетровськ); міжнародній науково-практичній інтернет-конференції “Перспективні питання економіки та управління” (2013 р., м. Дніпропетровськ); міжнародній науково-практичній конференції “Економіка та підприємництво: формування інноваційних моделей розвитку” (2013 р., м. Херсон); міжнародній науково-практичній конференції “Економіка, фінанси та бізнес: проблеми та перспективи розвитку” (2013 р., м. Сімферополь); міжнародній науковій конференції “Актуальные вопросы экономики и управления” (2013 р., м. Москва); міжнародній науково-практичній конференції “Проблеми та перспективи інноваційного розвитку економіки” (2014 р., м. Одеса); міжнародній науково-практичній конференції “Ринкові економічні механізми сталого розвитку: інноваційне та фінансове забезпечення” (2014 р., м. Дніпропетровськ); міжнародній науково-практичній конференції “Фінансово-економічні та соціальні чинники розвитку міжнародних відносин” (2014 р., м. Київ).

**Публікації.** За темою дисертаційного дослідження опубліковано 18 наукових праць загальним обсягом 5,49 друк. арк., з яких особисто автору належить 5,26 друк. арк., у тому числі 8 статей опубліковані у фахових виданнях з економіки (з них 1 у співавторстві), 10 публікацій – у збірниках матеріалів конференцій.

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення науково-прикладної задачі, що виявляється в розвитку теоретичної бази та практичних механізмів управління державним боргом України з урахуванням специфіки інструментів фондового ринку.

За результатами дослідження зроблено наступні висновки:

1. У контексті розвитку сфери державних фінансів України однією з головних проблем є формування значного за розмірами державного боргу, що спрямовується виключно на покриття дефіциту державного бюджету, та не супроводжується позитивним впливом на економічне зростання країни. Державний борг слід розглядати як систему фінансових відносин, що виникають між державою (позичальником) та економічними суб’єктами (резидентами та нерезидентами) з приводу формування та обслуговування боргових зобов’язань, які безпосередньо прийняті на себе державними органами, в тому числі за виданими гарантіями, з дотриманням принципів запозичення (строковості, поверненості, платності).

2. Управління державним боргом на сьогодні слід розглядати через призму забезпечення платоспроможності держави як комплексну систему принципів і методів розроблення і реалізації суб’єктами (органами державної влади) управлінських рішень, спрямованих на формування, розподіл та обслуговування державного боргу з метою забезпечення стабільної платоспроможності держави перед зовнішніми і внутрішніми кредиторами, за умови мінімізації витрат та допустимого рівня ризику. У процесі управління необхідно забезпечити тісну взаємодію та співпрацю з одного боку між органами державної влади, з іншого боку між органами державної влади та економічними суб’єктами, які задіяні в операціях з державними борговими фінансовими інструментами на первинному та вторинному фондовому ринку.

3. Формування державного боргу має безпосередній вплив на стан та розвиток фондового ринку в цілому та РБФІ зокрема. В свою чергу стійкість та структура фондового ринку мають обернений вплив на стан державних фінансів країни.

4. Аналіз складу та структури державного боргу засвідчують поступове вирівнювання співвідношення зовнішнього та внутрішнього державного боргу. Негативними є показники формування державного боргу в 2014 році, які наблизилась та перевищують граничні показники, встановлені в чинному законодавстві та у вимогах міжнародних фінансових організацій, що знижує рівень боргової стійкості країни та підвищує ризик неплатоспроможності.

5. Структура торгів на фондовому ринку України свідчить про те, що з 2010 року виникають зміни в структурі, а саме з ринку пайових фінансових інструментів в бік РБФІ. Простежується така тенденція, як збільшення частки ОВДП, тобто фондовий ринок фактично зосереджений на обслуговуванні боргових державних цінних паперів. Наразі знижується рівень боргової безпеки України, оскільки, отримані кошти від операцій з державними борговими цінними паперами направлені виключно на вирішення проблем дефіциту державного бюджету.

6. Запропонована комплексна система факторів, яка визначає масштаби державних запозичень, а також напрям та характер боргової політики. Виокремлено наступні фактори: макроекономічні умови формування та обслуговування державного боргу; рівень державного боргу України; стан внутрішнього фондового ринку; державні гарантії України; залучення закордонного позикового капіталу з боку корпоративного сектора.

7. Науково-методичний підхід до визначення рівня стійкості боргового ринку розроблений в роботі, дозволяє на основі формування матриці-рефлектора дослідити чутливість впливу показників, що характеризують сектор державних фінансів, державний сектор боргового ринку, банківський сектор та фондовий ринок на стійкість РПФІ. Даний підхід дає можливість встановити слабкі та сильні сторони, а також можливості забезпечення і загрози для боргової безпеки держави.

8. На основі використання адаптивного методу Брауна у роботі запропоновано науково-методичний підхід до прогнозування державного боргу України, який надає можливість встановити допустимі межі результативного показника при умові співвідношення державного боргу до ВВП на рівні не більше 65 %, а дефіциту бюджету до ВВП на рівні не більше 7,5 %. Процес прогнозування дозволяє формувати прогнозні значення державного боргу України враховуючи всі обмеження та фактори впливу за рахунок суб’єктивного вибору ставки дисконтування.

9. З метою оптимізації структури державних боргових фінансових інструментів на первинному ринку за строками обігу та валютами обґрунтовано доцільність проведення формалізації взаємозв’язків між середньозваженою дохідністю і ризиком та обсягом коштів залучених до бюджету за допомогою регресійного аналізу, а також знаходження максимального рівня доходу за державними борговими фінансовими інструментами при мінімальному рівні ризику на основі лінійного програмування.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг : учеб. пособ. / М. Ю. Алексеев. – М. : Финансы и статистика, 1994. – 271 с.
2. Алехин Б. И. Государственный долг. Пособие для студентов академии бюджета и казначейства / Б. И. Алехин. – М. : Академия бюджета и казначейства, 2007. – 302 с.
3. Арженовский С. В. Эконометрика: навч. посібник / С. В. Арженовский, О. Н. Федосова. – Ростов-на-Дону: РГЭУ «РИНХ», 2002. – 102 с.
4. Архиереев С. И. Трансакционные издержки институционализации фондового рынка / С. И. Архиереев, Я. В. Зинченко. – Х. : ХНУ им. В. Н. Каразина, 2005. – 248 с.
5. Базилевич В. Д. Державні фінанси. Навчальний посібник / В. Д. Базилевич, Л. О. Баластрик. – Київ, 2002. – 240 с.
6. Базилевич К. С. Моделювання взаємозв’язків дефіциту державного бюджету України із показниками макроекономічної динаміки / К. С. Базилевич, О. В. Царук // Банківська справа – 2002. – №3. – С. 24-29.
7. Базілінська О. Я. Макроекономіка: Навч. пос. / 2-ге видання, випр. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 442 с.
8. Барановський О. І. Фінансова безпека: [монографія] / О. І. Барановський. – Інститут економічного прогнозування. – К.: Фенікс, 1999. – 338 с.
9. Барихин А. Б. Большой юридический словарь / А. Б. Барихин. – М. : Книж. мир, 2000. – 720 с.
10. Батунін М. К. Співвідношення фондового ринку та ринку цінних паперів / М. К. Батунін // господарське право. – 2006. – № 5. – С. 109-112.
11. Болдуєва О. В. Визначення ринку цінних паперів як сегменту фінансового сектору України [Електронний ресурс] / О. В. Болдуєва // Ефективна економіка. – 2013. – № 1. – Режим доступу: http://www.economy. nayka.com.ua/?op=1&z=1742. – Назва з екрана.
12. Бондарук Т. Г. Механізм управління та обслуговування державного боргу / Т. Г. Бондарук // Фінанси України. – 2003. – № 4. – С. 14-18.
13. Брагінська Л. С. Державний борг: Аналіз системи управління і оцінка її ефективності. – М.: «Університетська книга», 2007. – 128 с.
14. Буковинський С. А. Зростання корпоративного зовнішнього боргу України: макроекономічні наслідки та ризики для економіки / С. А. Буковинський, А. А. Гриценко, Т, Є. Унковська // Фінанси України. – 2007. – № 10. – С. 3-10.
15. Бьюкенен Дж. Политическая экономия государства благосостояния // МЄиМО. – 1996. – № 5. – С. 46-52.
16. Бюджетний кодекс України : [Електронний ресурс] / Офіційний сайт верховної ради України. – Режим доступу: http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/2456-17. – Назва з екрана.
17. Василик О. Д. Державні фінанси: навч. посібник / О. Д. Василик. – К.: Вища шк., 1997. – 383 с.
18. Василик О. Д. Бюджетна система України : підручник / О. Д. Василик, К. В. Павлюк. – К. : Центр навчальної літератури, 2004. – 544 с.
19. Василик О. Д. Теорія фінансів : Підручник / О. Д. Василик. – К. : НІОС, 2000. – 416 с.
20. Вахненко Т. Зовнішні корпоративні запозичення та ризики для фінансової стабільності // Дзеркало тижня. – 2008. – № 6 (685).