

УДК 658.147:621

DOI: 10.30857/2413-0117.2019.3.10

Оксана А. Хілуха

*Східноєвропейський національний університет імені Лесі Українки, м. Луцьк, Україна*

### **ОБЛИГАЦІЇ ВНУТРІШНЬОЇ ДЕРЖАВНОЇ ПОЗИКИ ЯК ІНСТРУМЕНТ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА**

Облігації внутрішньої державної позики виступають важливим інструментом інвестування. У статті розроблено основу для аналізу облігацій внутрішньої державної позики як інструменту інвестування корпоративного підприємства. Результати дослідження показують, що інвестиційний успіх корпоративного підприємства залежить від ліквідності облігацій та ризиків, пов'язаних з невизначеністю зовнішнього середовища на вітчизняному ринку. Мета дослідження полягає у визначенні ролі облігацій внутрішньої державної позики в системі інвестиційної політики корпоративного підприємства. У статті використано такі методи наукового дослідження: узагальнення – для визначення сутності інвестиційної політики компанії, методи економіко-статистичного аналізу – для аналізу ринку облігацій внутрішньої державної позики, порівняльного структурного аналізу – для аналізу переваг, пов'язаних з використанням міжнародного досвіду у сфері формування боргової політики держави. Аналіз даних за період 2013–2017 рр. свідчить про те, що збільшення внутрішнього державного боргу в Україні має негативний вплив на інвестування компаній в державні облігації. Проведення операції об'єднаних сил (раніше – антитерористичної операції) на сході України спровокувало темпи збільшення внутрішнього державного боргу в десять разів, якщо порівнювати його зі зростанням реального ВВП. Державний борг зріс на 143,2 млрд грн, що стало одним із наслідків інфляції, та на 14% ВВП у результаті кризи банківської системи та витрат на її подолання у 2014–2016 роках. Інвестування корпорації в облігації внутрішньої державної позики залежить від сфери діяльності корпоративного підприємства. Стверджується, що компанії, діяльність яких пов'язана з високими фінансовими можливостями, повинні інвестувати в облігації, що сприятиме їх подальшому зростанню шляхом створення міцної основи для конкурентоспроможності. Високі ризики та низькі фінансові можливості характеризують інші сектори промисловості, компанії яких повинні очікувати додаткової інформації перед інвестуванням у державні облігації.

**Ключові слова:** облігації; державний борг; інвестиції; корпоративне підприємство; фінансовий ринок.

Оксана А. Хилуха

*Восточноевропейский национальный университет имени Леси Украинки, г. Луцк;  
Украина*

### **ОБЛИГАЦИИ ВНУТРЕННЕГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ЗАЙМА КАК ИНСТРУМЕНТ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ КОРПОРАТИВНОГО ПРЕДПРИЯТИЯ**

Облигации внутреннего государственного займа выступают важным инструментом инвестирования. В статье разработаны основы для анализа облигаций внутреннего государственного займа как инструмента инвестирования корпоративного предприятия. Результаты исследования показывают, что инвестиционный успех корпоративного предприятия зависит от ликвидности облигаций и рисков, связанных с неопределённостью внешней среды на отечественном рынке. Цель исследования состоит в определении роли облигаций внутреннего государственного займа в системе инвестиционной политики корпоративного предприятия. В статье использованы такие методы научного исследования: обобщение – для определения сущности инвестиционной политики компании,

методы экономико-статистического анализа – для анализа рынка облигаций внутреннего государственного займа, сравнительного структурного анализа – для исследования предпочтений, связанных с использованием международного опыта в сфере формирования долговой политики государства. Анализ данных за период 2013–2017 гг. свидетельствует о том, что увеличение внутреннего государственного долга в Украине оказывает негативное влияние на инвестирование компаний в государственные облигации. Проведение операции объединённых сил (ранее – антитеррористической операции) на востоке Украины спровоцировало темпы роста внутреннего государственного долга в десять раз, если сравнивать его с ростом реального ВВП. Государственный долг вырос на 143,2 млрд грн, что стало одним из последствий инфляции, и на 14% ВВП в результате кризиса банковской системы и затрат на ее преодоление в 2014–2016 годах. Инвестирование корпораций в облигации внутреннего государственного займа зависит от сферы деятельности корпоративного предприятия. Утверждается, что компании, деятельность которых связана с высокими финансовыми возможностями, должны инвестировать в облигации, что будет способствовать их дальнейшему росту путём создания прочной основы для конкурентоспособности. Высокие риски и низкие финансовые возможности характеризуют другие сектора промышленности, компании которых должны ожидать дополнительной информации перед инвестированием в государственные облигации.

**Ключевые слова:** облигации; государственный долг; инвестиции; корпоративное предприятие; финансовый рынок.

**Oksana A. Khilukha**

*Lesya Ukrainka Eastern European National University, Lutsk, Ukraine*

#### **DOMESTIC GOVERNMENT LOAN BONDS AS A CORPORATE INVESTMENT POLICY TOOL**

*This paper asserts that domestic government loan bonds is an effective investment tool and offers a framework for evaluating government bonds as an investment instrument within a corporate business. The research findings demonstrate that the investment success of the corporate enterprise depends on domestic market bond liquidity and the risks associated with the external environment uncertainty. The purpose of this study is to assess the role of domestic government loan bonds within corporate investment policy. To achieve the research objective, the following methods have been employed: a synthesis – to identify the nature of corporate investment policy, methods of economic statistical analysis – to provide a government bond market analysis, and comparative structural analysis – to explore the preferences and benefits associated with the use of international practice in the area of developing a government debt policy. Data analysis for the period 2013-2017 indicates that the increase in domestic public debt in Ukraine negatively affects the companies in their decision to invest in government bonds. The operation of the united forces (formerly, the anti-terrorist operation) in Eastern Ukraine has triggered a 10 times increase in domestic public debt compared with the real GDP growth. The public increased to 143,2 billion UAH which was perceived as knock-on effects of inflation and 14% of GDP behind the banking crisis and the cost of its overcoming within 2014-2016. Corporate investing in domestic government loan bonds depends on the area of corporate enterprise operation. It is argued that companies with superior financial performance should invest in bonds, thus contributing to their further growth by creating a solid background for building competitiveness. High risks and low financial capacity characterize other sectors of industry, which company should wait for more information before investing in government bonds. High risks and low finance opportunities feature other industry sectors, and firms in these sectors should anticipate additional information prior to investing into the government bonds.*

**Keywords:** bonds; public debt; investments; corporate enterprise; financial market.

**Постановка проблеми та її зв'язок з важливими науковими та практичними завданнями.** Інвестування корпоративного підприємства в облігації внутрішньої державної позики має вагомим значення для його функціонування незалежно від розмірів, галузевої приналежності та інших особливостей. Воно має відповідати цілям інвестора, включати в себе ефективні способи їх досягнення, і відображати переваги в співвідношенні прибутковості і ризику.

При інвестуванні корпоративного підприємства в облігації внутрішньої державної позики необхідно дотримуватись таких правил: розробляти інвестиційну політику відповідно до законодавчих та нормативних актів, що регулюють інвестиційну діяльність; враховувати взаємодію інвестиційних проектів між собою, прогнозувати можливі зміни інвестиційної політики залежно від змін економічної політики держави; мінімізувати інвестиційні ризики; забезпечувати ліквідність інвестицій;

Проблематика розвитку ринку внутрішніх державних запозичень викликана загальною недовірою не тільки до вітчизняних кредитних установ, а й до держави в цілому. Крім того потребує удосконалення законодавче регулювання системи управління державним боргом. Визначення шляхів відновлення довіри, а також розвиток системи управління державним внутрішнім боргом, на основі врахування досвіду зарубіжних країн має значення для удосконалення механізму інвестування корпоративного підприємства.

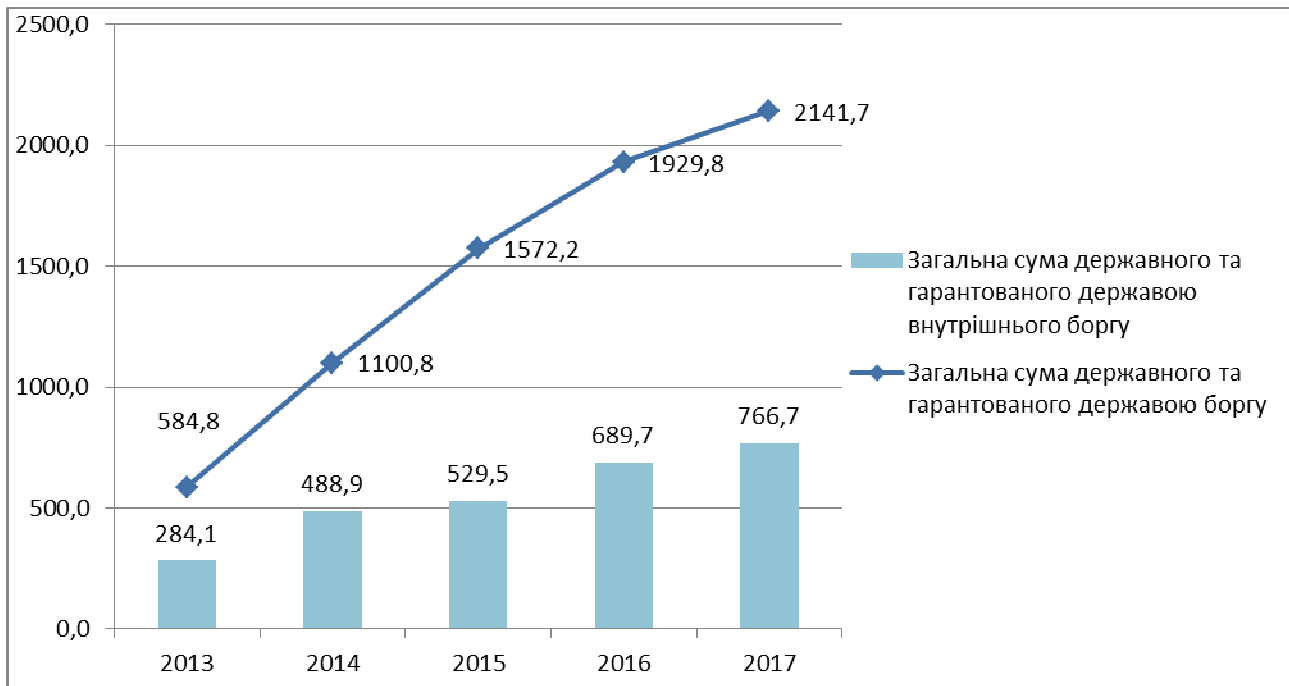
**Аналіз останніх публікацій по проблемі.** У своїх працях С.Я. Боринець і Л.В. Могилко визначили економічну природу та призначення державних цінних паперів [3]. Розвитку вітчизняного та муніципального ринку боргових зобов'язань присвятили свої праці О.А. Карлова [12], Н.С. Орлова [7], С.С. Настюк [7], Н.В. Тарасевич [10], А.П. Тарасевич [10], К.В. Погосьян [12], Г.Ю. Штерн [12].

І.М. Браткова і В.Л. Осецький визначили функції державних боргових зобов'язань [8]. О. Борисюк [1], Х.В. Парацій [9], О.М. Рибак [9] у своїх дослідженнях оптимізували структуру державних запозичень за рахунок використання облігацій внутрішніх державних позик, зокрема. Т. Вахненко [4], Н.М. Шелудько [11], А.І. Шкляр [11] та ін. дослідили перспективні напрями та ризики політики державних запозичень в Україні. Участь корпоративного підприємства у інвестиційному процесі досліджували Д.О. Баюра [2], Г. Кучер [5], Т.В. Момот [6] та інші. Н.В. Приказюк, Т.П. Моташко проаналізували : світовий досвід та вітчизняні реалії розвитку ринку державних цінних паперів [14].

**Невирішені частини дослідження.** Поряд з вагомим напрацюванням науковців як у сфері оптимізації структури та розвитку ринку державних боргових зобов'язань так і сфері формування інвестиційного портфелю подальшого дослідження потребує визначення місця облігацій внутрішньої державної позики в системі інвестиційної політики корпоративного підприємства.

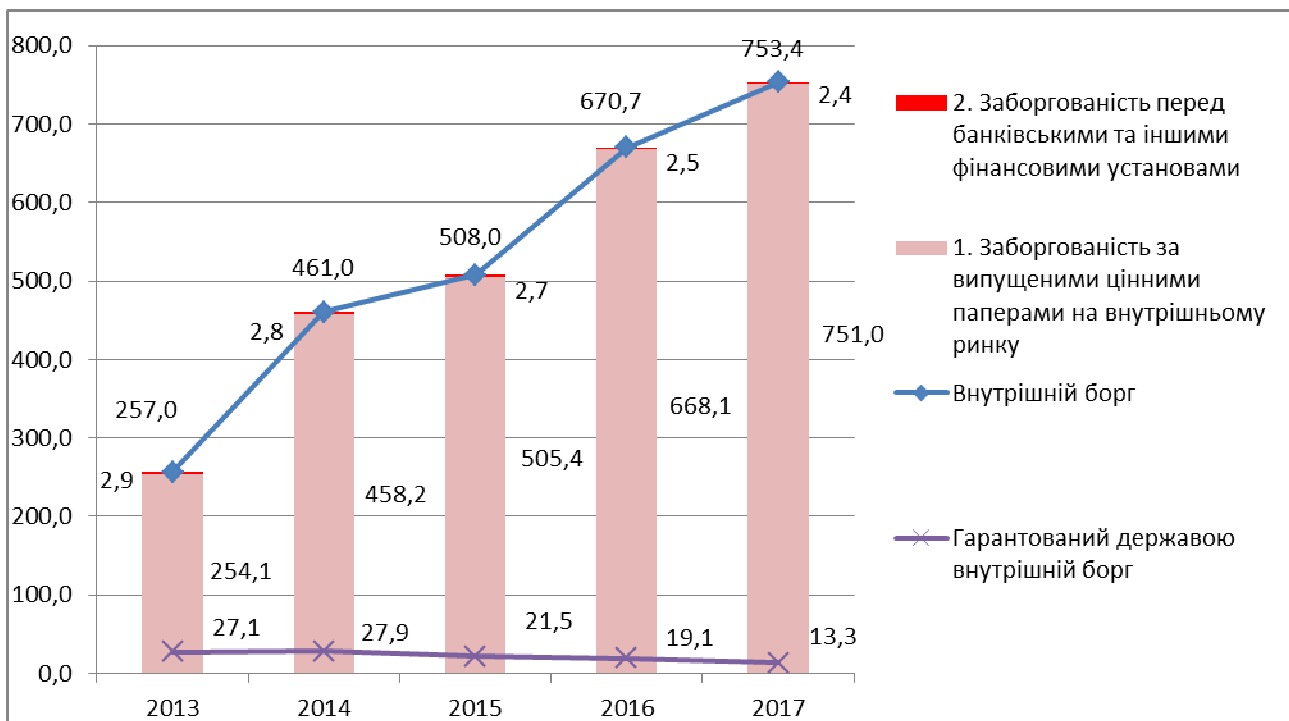
**Мета дослідження** аналізування облігації внутрішньої державної позики як інструменту інвестування корпоративного підприємства для отримання ним майбутніх вигод та підтримання фінансової безпеки вітчизняної економіки.

**Виклад основних результатів та їх обґрунтування.** В умовах нестабільного зовнішнього середовища, що пов'язано з негативними тенденціями викликаними війною на Сході України, що почалася у 2014 році, інфляційної політики, кризи банківської системи сума державного та гарантованого державою внутрішнього та зовнішнього боргу та загальна сума державного та гарантованого державою внутрішнього боргу постійно зростає (рис. 1). Позитивною тенденцією є те, що починаючи з 2014 року темпи приросту державного та гарантованого державою внутрішнього боргу знижуються, за виключенням 2016 року, коли темп приросту загальної суми державного та гарантованого державою внутрішнього боргу зріс на 22%.



Джерело: побудовано за даними Міністерства фінансів України [9].

Рис. 1. Динаміка співвідношення загальної суми державного та гарантованого державою внутрішнього та зовнішнього боргу до загальної суми державного та гарантованого державою внутрішнього боргу, млрд грн



Джерело: побудовано за даними Міністерства фінансів України [9].

Рис. 2. Динаміка співвідношення загальної суми державного внутрішнього боргу і його складових та гарантованого державою внутрішнього боргу, млрд грн

Динаміка складових елементів внутрішнього боргу та гарантованого державою внутрішнього боргу свідчить про ріст заборгованості за випущеними цінними паперами на

внутрішньому ринку та зниження сум заборгованостей перед банківськими та іншими фінансовими установами та гарантованого державою внутрішнього боргу.

Причинами нарощення обсягу державних заборгованостей і заборгованостей під державні гарантії є:

- Операція об'єднаних сил, що спровокувала темп його збільшення у 10 разів у порівнянні із зростанням реального ВВП;

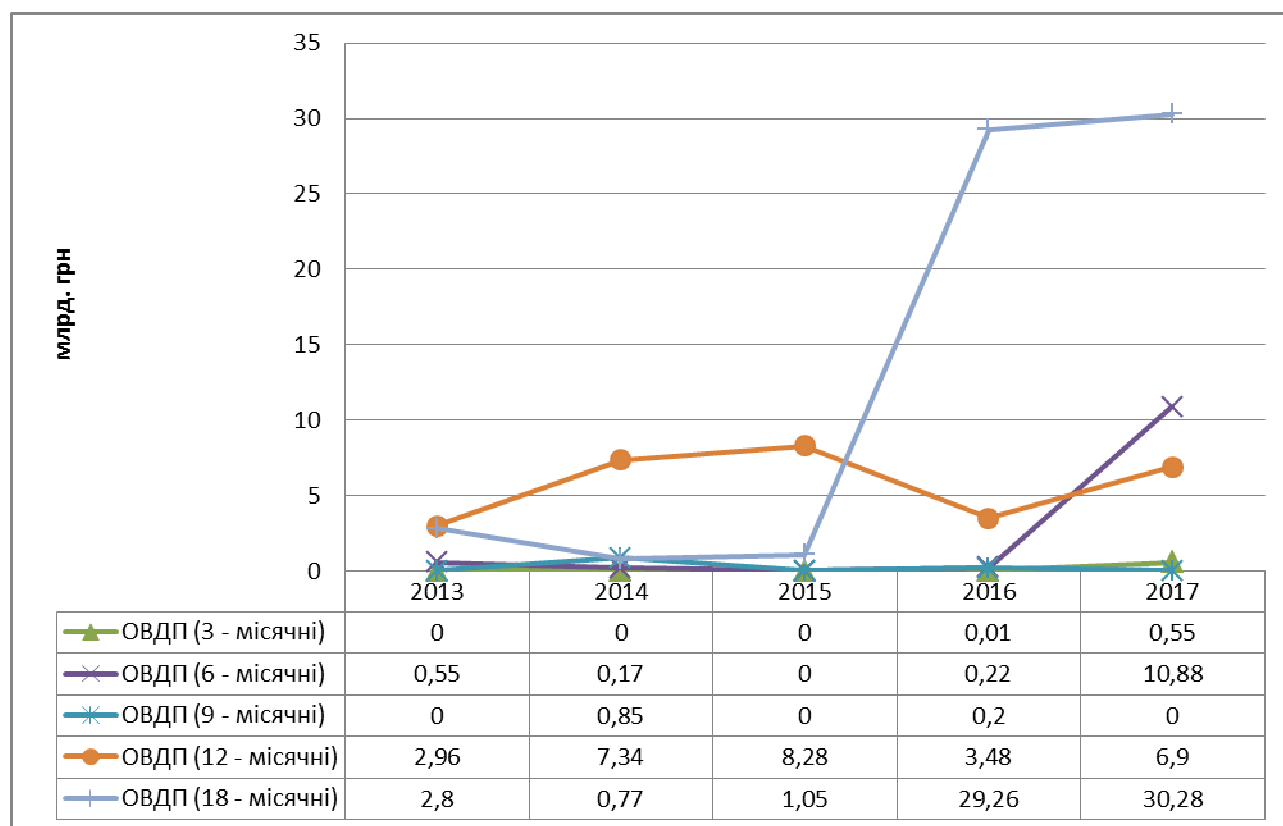
- перевищення обсягів державного та гарантованого державою внутрішнього та зовнішнього боргу над обсягом його погашення на 214,8 млрд грн;

- знецінення гривні щодо курсу іноземних валют, в яких здійснене запозичення (на 143,2 млрд грн, курс гривні щодо долара США зріс з 24,00 грн/дол. США на кінець 2015 р. до 27,8 грн/дол. США на кінець квітня 2019 р.);

- неотримання бюджетних коштів від приватизації, план якої виконано на лише 1,1% від затвердженого обсягу в 17 млрд грн;

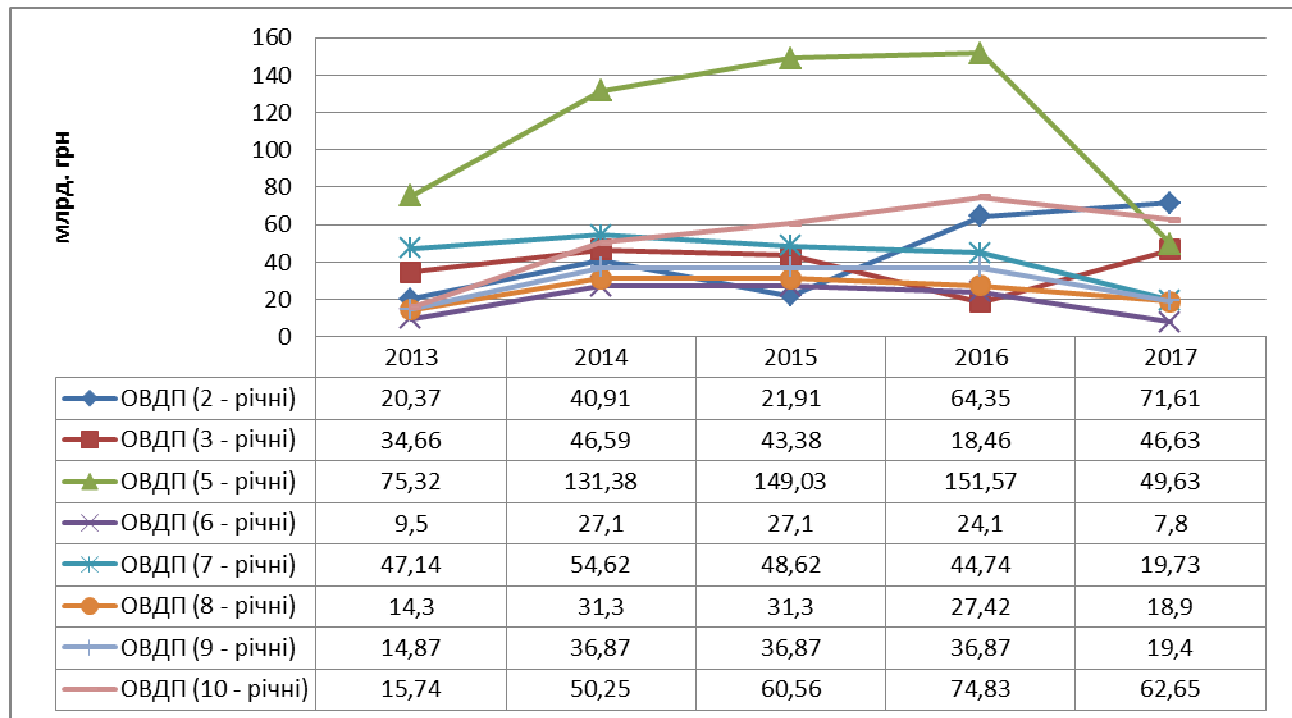
- криза банківської системи 2014–2016 рр. та збільшення обсягу витрат на подолання її наслідків на рівні 14% ВВП. У 2016 р. з метою реструктуризації банківської системи шляхом випуску ОВДП кошти держави спрямувались на націоналізацію ПАТ КБ «Приватбанк» обсягом 116,8 млрд грн, капіталізацію банків АТ «Укрексімбанк» – на 9,3 млрд грн та ПАТ «Ощадбанк» – на 5,0 млрд грн [9].

**Проаналізуємо динаміку випущених цінних паперів на внутрішньому ринку ОВДП за період 2013–2017 рр. (рис. 3–8).**



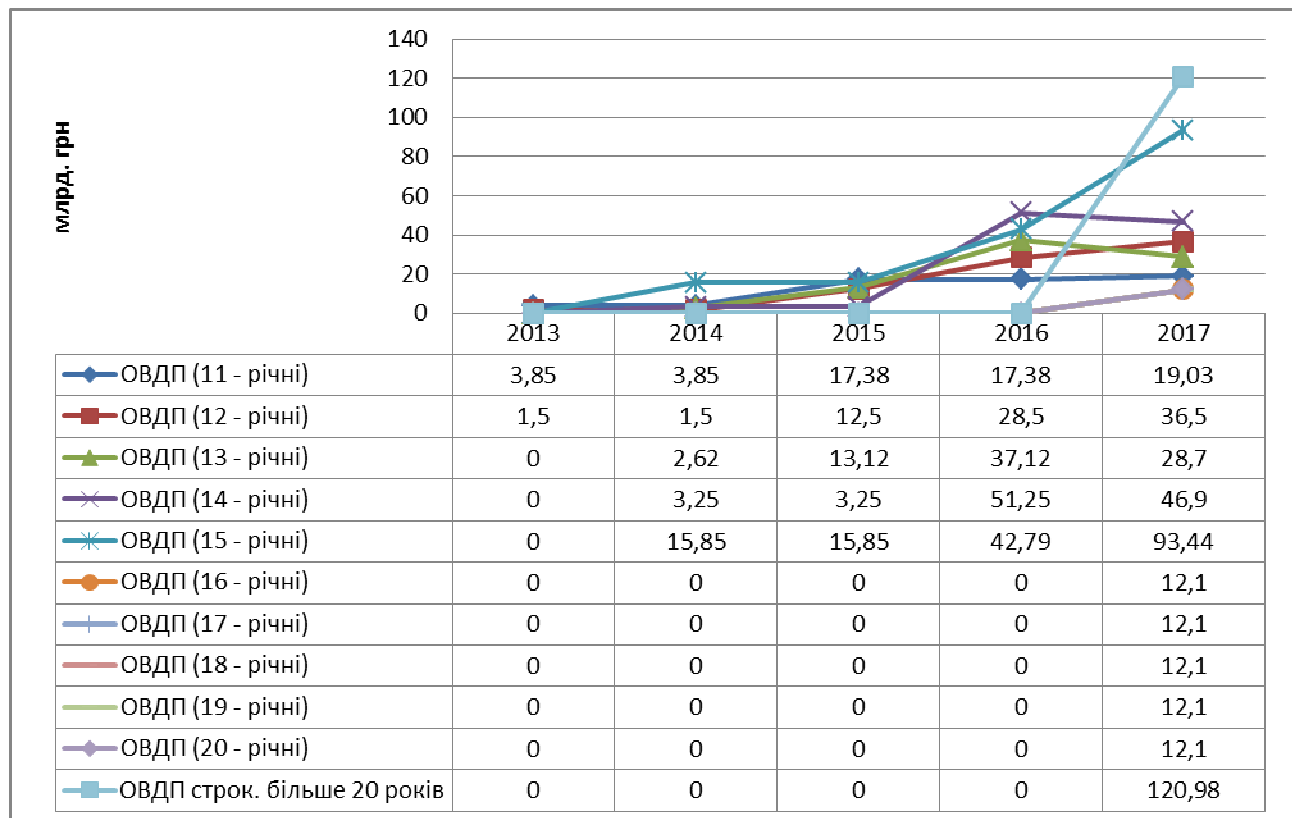
Джерело: побудовано за даними Міністерства фінансів України [9].

**Рис. 3. Динаміка випущених цінних паперів на внутрішньому ринку ОВДП (3–18 місячних) за період 2013–2017 рр., млрд грн**



Джерело: побудовано за даними Міністерства фінансів України [9].

Рис. 4. Динаміка випущених цінних паперів на внутрішньому ринку  
 ОВДП (2–10 річних) за період 2013–2017 рр., млрд грн



Джерело: побудовано за даними Міністерства фінансів України [9].

Рис. 5. Динаміка випущених цінних паперів на внутрішньому ринку  
 ОВДП (11–20 річних) за період 2013–2017 рр., млрд грн

Оскільки, облігації внутрішньої державної позики ліквідні і низького рівня ризиків - вони дуже привабливим інструментом для інвестування корпоративного підприємства. Здійснимо порівняльну характеристику дохідності ОВДП в системі фінансових інструментів із фіксованою дохідністю, доступних для українських інвесторів.

Таблиця 1

**Дохідність ОВДП в системі фінансових інструментів із фіксованою дохідністю, доступних для українських інвесторів**

Інструмент	Поширеність	Ліквідність	Дохідність	Термін погашення	Коментар
Головні ОВДП	Низька	Висока	18–20	Від 3-х місяців до 10 років	Дохідність указана для облігацій з дюрацією 1 рік
Єврооблігації України	Висока		9,5–10	Від 5-ти місяців до 10 років	Дохідність указана для бенчмарк єврооблігацій Ukraine 2016 (6,58%, USD)
Валютний депозит у державному банку		Низька	6,5–7,7	Від 3-х місяців до 3 років	Дохідність за облігаціями Ощадбанку та Укрсімбанку
Індексовані ОВДП	Низька		8,2–9,5	Від 3-х до 10 років	Низька ліквідність
Валютні ОВДП			8,3–9,5		Низька ліквідність нерегулярність вторинного обігу

Джерело: Складено автором на основі [12].

Поряд з позитивними тенденціями розвитку ринку облігацій внутрішньої державної позики є ряд проблем, основними з яких є: недосконала нормативно-правова база, пасивність корпоративних підприємств; низька ліквідність фінансових інструментів; недовіра у інвестуванні у облігації внутрішньої державної позики; обмеженість вторинного ринку облігацій; невисокі національні кредитні рейтинги тощо.

Для подолання вказаних проблем важливим є врахування зарубіжного досвіду щодо розвитку ринку внутрішніх державних запозичень на прикладі Китаю, що розвинув ринок «Зелених» облігацій», спеціально випущених для фінансування охорони навколишнього середовища, зменшення шкідливого впливу на клімат, а також впровадив заходи по адаптації довкілля до економічних перетворень. Враховуючи розміри інвестицій, необхідних для вирішення проблем охорони навколишнього середовища, ринок державних облігацій потребує масштабних капітальних витрат у поновлення та пошук нових джерел енергії, боротьбу зі зміною клімату, сталий розвиток транспорту та водного господарства тощо.

**Висновки та перспективи подальших досліджень** Отже, з метою розвитку ринку внутрішніх державних запозичень Україні слід врахувати зарубіжний досвід у сфері

удосконалення нормативно-правової бази, що дозволить облігаціям внутрішньої державної позики стати надійним інструментом для інвестування корпоративного підприємства.

### References

### Література

1. Borysyuk, E. (2015). Shliakhy optymizatsii derzhavnoho borhu v suchasnykh umovakh [Ways of optimizing public debt in modern conditions]. *Ekonomichni chasopys Skhidnoievropeiskoho natsionalnoho universytetu imeni Lesi Ukrainky* [Economic journal of Lesia Ukrainka Eastern European National University], No. 1, P. 39–43 [in Ukrainian].
2. Baiura, D.O. (2005). Korporatyvne upravlinnia yak faktor pozhvavlennia investytsiinoho protsesu v korporatsiiakh [Corporate governance as a factor in the revival of the investment process in corporations]. *Visnyk Kyivskoho natsionalnoho universytetu imeni Tarasa Shevchenka* [Bulletin of the Taras Shevchenko National Taras Shevchenko University of Kyiv], Vol. 75–76, P. 26–29 [in Ukrainian].
3. Borynets, S.Ya., Mohylko, L.V. (2011). Ekonomichna pryroda ta pryznachennia derzhavnykh tsinnykh paperiv [The economic nature and purpose of government securities]. *Investytsii: praktyka ta dosvid* [Investments: practice and experience], No. 13, P. 29–31 [in Ukrainian].
4. Vakhnenko, T. (2005). Perspektyvni napriamy polityky derzhavnykh zapozychen v Ukraini [Perspective directions of the policy of state borrowing in Ukraine]. *Ekonomika i prohnozuvannia* [Economics and forecasting], No. 1, P. 65–76 [in Ukrainian].
5. Kucher, H. (2011). Rozvytok rynku vnutrishnikh derzhavnykh borhovyykh zobov'язan Ukrainy [Development of the market of domestic state debt obligations of Ukraine]. *Visnyk Kyivskoho natsionalnoho torhovelno-ekonomichnoho universytetu* [Bulletin of the Kyiv National University of Trade and Economics], No. 2, P. 47–58 [in Ukrainian].
6. Momot, T.V. (2006). Vartisno-orientovane korporatyvne upravlinnia: vid teorii do praktychnoho vprovadzhennia [Cost-oriented corporate governance: from theory to practical implementation: monograph]. Kharkiv: KhNAMH. 380 p. [in Ukrainian].
7. Orlova, N.S., Nastiuk, S.S. (2009). Mekhanizmy derzhavnoho rehuliuвання korporatyvnykh vidnosyn v Ukraini [Mechanisms of State Regulation of Corporate Relations in Ukraine]. *Teoriia ta praktyka derzhavnoho upravlinnia* [Theory and Practice of Public Administration], No. 2, P. 211–217 [in Ukrainian].
1. Борисюк О. Шляхи оптимізації державного боргу в сучасних умовах / О. Борисюк // Економічний часопис Східноєвропейського національного університету імені Лесі Українки. – 2015. – № 1. – С. 39–43.
2. Баюра Д. О. Корпоративне управління як фактор поживлення інвестиційного процесу в корпораціях / Д. О. Баюра // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2005. – Вип. 75–76. – С. 26–29.
3. Боринець С. Я. Економічна природа та призначення державних цінних паперів / С. Я. Боринець, Л. В. Могилко // Інвестиції: практика та досвід. – 2011. – № 13. – С. 29–31.
4. Вахненко Т. Перспективні напрями політики державних запозичень в Україні / Т. Вахненко // Економіка і прогнозування. – 2005. – № 1. – С. 65–76.
5. Кучер Г. Розвиток ринку внутрішніх державних боргових зобов'язань України / Г. Кучер // Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. – 2011. – № 2. – С. 47–58.
6. Момот Т. В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: монографія / Т. В. Момот. – Харків: ХНАМГ, 2006. – 380 с.
7. Орлова Н. С. Механізми державного регулювання корпоративних відносин в Україні / Н. С. Орлова, С. С. Настюк // Теорія та практика державного управління. – 2009. – № 2. – С. 211–217.



8. Osetskyi, V.L., Bratkova, I.M. (2015). Funktsii derzhavnykh borhovykh zobov'iazan: mynule ta suchasnist [Functions of government debt obligations: past and present]. Visnyk Kyivskoho natsionalnoho universytetu im. Tarasa Shevchenka. Seriya: Ekonomika [Bulletin of Taras Shevchenko National University Of Kyiv. Seria: Economics], No. 6 (171), P. 54–60 [in Ukrainian].
9. Ministry of Finance of Ukraine (2017). Statystychni materialy shchodo derzhavnoho ta harantovanoho derzhavoiu borhu Ukrainy [Statistical materials on state and state-guaranteed debt of Ukraine]. Retrieved from: [http://www.minfin.gov.ua/news/view/statystychni-materialy-shchodo-derzhavnoho-ta-harantovanoho-derzhavoiu-borhu-ukrainy\\_2017?category=borg&sub-category=statistichna-informacija-schodo-borgu](http://www.minfin.gov.ua/news/view/statystychni-materialy-shchodo-derzhavnoho-ta-harantovanoho-derzhavoiu-borhu-ukrainy_2017?category=borg&sub-category=statistichna-informacija-schodo-borgu) [in Ukrainian].
10. Rybak, O.M., Paratsii, Kh.V. (2014). Optyimizatsiia struktury finansuvannia derzhavnykh zapozychen za rakhunok oblihotsii vnutrishnykh derzhavnykh pozyk [Optimization of the structure of financing of state borrowings due to bonds of domestic state loans]. Innovatsiina ekonomika [Innovative economy], No. 3, P. 208–212 [in Ukrainian].
11. Tarasevych, N.V., Tarasevych, A.P. (2012). Suchasnyi stan rozvytku rynku derzhavnykh zapozychen v Ukraini [Current state of development of the market of state borrowings in Ukraine]. Visnyk sotsialno-ekonomichnykh doslidzhen [Bulletin of social and economic research], No. 1, P. 129–139 [in Ukrainian].
12. Sheludko, N.M., Shklyar, A.I. (2011). Valiutni oblihotsii vnutrishnoi derzhavnoi pozyky: ryzyky ta perspektyvy dlia Ukrainy [Foreign Debt Treasury Bonds: Risks and Prospects for Ukraine]. Finansy Ukrainy [Finance of Ukraine], No. 12, P. 21–29 [in Ukrainian].
13. Shtern, H.Yu., Karlova, O.A., Pohosian, K.V. (2006). Rozvytok munitsypalnykh oblihotsii v Ukraini [Development of municipal bonds in Ukraine]. Nauchno-tekhnycheskyi sbornyk. Kommunalnoe khoziaistvo horodov [Scientific and technical collection. Utilities cities], P. 323–327 [in Ukrainian].
14. Prikazjuk, NV, Motashko, T.P. (2009). Rynok derzhavnykh tsinnykh paperiv: svitovy dosvid ta vitchyzniani realii [Government Securities Market: world experience and domestic realities]. Finansy Ukrainy [Finances of Ukraine], No. 2, P. 73–81 [in Ukrainian].
8. Осецький В. Л. Функції державних боргових зобов'язань: минуле та сучасність / В. Л. Осецький, І. М. Браткова // Вісник Київського національного університету ім. Тараса Шевченка. Серія: Економіка. – 2015. – № 6 (171). – С. 54–60.
9. Статистичні матеріали щодо державного та гарантованого державою боргу України [Електронний ресурс] / Міністерство фінансів України. – 2017. – Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/news/view/statystychni-materialy-shchodo-derzhavnoho-ta-harantovanoho-derzhavoiu-borhu-ukrainy\\_2017?category=borg&subcategory=statistichna-informacija-schodo-borgu](http://www.minfin.gov.ua/news/view/statystychni-materialy-shchodo-derzhavnoho-ta-harantovanoho-derzhavoiu-borhu-ukrainy_2017?category=borg&subcategory=statistichna-informacija-schodo-borgu).
10. Рибак О. М. Оптимізація структури фінансування державних запозичень за рахунків облігацій внутрішніх державних позик / О. М. Рибак, Х. В. Парацій // Інноваційна економіка. – 2014. – № 3. – С. 208–212.
11. Тарасевич Н. В. Сучасний стан розвитку ринку державних запозичень в Україні / Н. В. Тарасевич, А. П. Тарасевич // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2012. – № 1. – С. 129–139.
12. Шелудько Н. М. Валютні облігації внутрішньої державної позики: ризики та перспективи для України / Н. М. Шелудько, А. І. Шкляр // Фінанси України. – 2011. – № 12. – С. 21–29.
13. Штерн Г. Ю. Розвиток муніципальних облігацій в Україні / Г. Ю. Штерн, О. А. Карлова, К. В. Погосьян // Научно-технический сборник. Коммунальное хозяйство городов. – 2006. – С. 323–327.
14. Приказюк Н. В. Ринок державних цінних паперів: світовий досвід та вітчизняні реалії / Н. В. Приказюк, Т. П. Моташко // Фінанси України. – 2009. – № 2. – С. 73–81.