

## Оптимізація структури державних запозичень у системі управління активами на фондовому ринку

*Штулер Ірина Юріївна<sup>1</sup>, Татар Марина Сергіївна<sup>2</sup>*

Опубліковано	Секція	УДК
30.06.2024	Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок	338.48
DOI: <a href="https://doi.org/10.5281/zenodo.17483578">https://doi.org/10.5281/zenodo.17483578</a>		

**Анотація.** Стаття присвячена дослідженню оптимізації державних запозичень у системі управління активами на фондовому ринку.

У статті авторами розглянуто вплив облігацій зовнішньої державної позики на збільшення зовнішнього боргу, валютний ризик та залежність держави від міжнародних фінансових ринків. Досліджено механізм впливу облігацій державних позик на структуру державного боргу та визначено шляхи підвищення ефективності управління державними запозиченнями у системі управління активами на фондовому ринку. Проаналізовано динаміку державного боргу України, частку внутрішніх та зовнішніх запозичень, а також ключові проблеми і ризики боргової політики. Запропоновано напрями підвищення ефективності управління державним боргом через оптимізацію структури випусків облігацій.

Також авторами проаналізовано наукові підходи до оптимізації боргової політики, охарактеризовано основні параметри облігацій внутрішньої та зовнішньої державної позики, їхній вплив на валютну, строкову та процентну структуру державного боргу. На основі порівняльного аналізу сформульовано напрями підвищення ефективності управління боргом через ринок цінних паперів, зокрема оптимізацію структури запозичень, розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів, балансування валютної структури боргу та підвищення прозорості комунікацій з інвесторами.

Автори доводять, що ефективна боргова політика потребує комплексного підходу, який забезпечує баланс між внутрішніми та зовнішніми запозиченнями, мінімізацію валютних ризиків, контроль витрат на обслуговування боргу та стає функціонування ринку державних цінних паперів. Перспективи подальших досліджень пов'язані з моделюванням оптимальної структури державного боргу та оцінкою його впливу на макроекономічну стабільність.

**Ключові слова:** боргова політика, ефективність управління державним боргом, облігації внутрішньої державної позики, облігації зовнішньої державної позики, механізм впливу, ринок цінних паперів, структура державного боргу.

<sup>1</sup> доктор економічних наук, професор, Національна академія управління, <https://orcid.org/0000-0002-0852-8526>

<sup>2</sup> кандидат економічних наук, доцент, Національний аерокосмічний університет ім. М.Є. Жуковського «Харківський авіаційний інститут», <https://orcid.org/0000-0002-1111-7103>

## Optimization of the structure of public borrowing in the asset management system on the stock market

**Abstract.** The article is devoted to the study of the optimization of public borrowing in the asset management system on the stock market.

In the article, the authors consider the impact of foreign government loan bonds on the increase in external debt, currency risk and the state's dependence on international financial markets. The mechanism of the impact of government loan bonds on the structure of public debt is studied and ways to increase the efficiency of public borrowing management in the asset management system on the stock market are identified. The dynamics of Ukraine's public debt, the share of domestic and foreign borrowing, as well as key problems and risks of debt policy are analyzed. Directions for increasing the efficiency of public debt management through optimization of the structure of bond issues are proposed.

The authors also analyze scientific approaches to debt policy optimization, characterize the main parameters of domestic and foreign government loan bonds, their impact on the currency, term and interest structure of public debt. Based on the comparative analysis, directions for increasing the efficiency of debt management through the securities market are formulated, in particular, optimizing the borrowing structure, developing the domestic government securities market, balancing the currency structure of debt, and increasing the transparency of communications with investors.

The authors prove that effective debt policy requires a comprehensive approach that ensures a balance between domestic and external borrowing, minimizing currency risks, controlling debt servicing costs, and the sustainable functioning of the government securities market. Prospects for further research are related to modeling the optimal structure of public debt and assessing its impact on macroeconomic stability.

**Keywords:** debt policy, efficiency of public debt management, domestic government bonds, external government bonds, mechanism of influence, securities market, public debt structure.

### Вступ

Дослідження механізму впливу облігацій державних позик на структуру боргу дозволяє розкрити закономірності формування боргових інструментів, оцінити ефективність боргової політики, а також визначити шляхи підвищення її стійкості в умовах економічної нестабільності.

Питання оптимізації державних запозичень у системі управління активами на фондовому ринку є предметом численних досліджень як вітчизняних, так і зарубіжних науковців. Щодо зовнішніх запозичень, Мороз І. у своєму дослідженні управління зовнішнім державним боргом також підкреслює важливість стратегічного планування обсягу та структури запозичень для забезпечення стійкості державних фінансів у періоди соціально-економічних та пандемічних шоків [155].

Бенч Л. та Григораш Т., Мягков О. і Воєводський Г. розглядають боргові інструменти в більш широкому контексті державного фінансування, підкреслюючи важливість збалансованої політики випуску облігацій для уникнення надмірного бюджетного дефіциту та оптимізації структури державного боргу [1, 4]. Грубляк О. та Урсакі Я. надають огляд особливостей функціонування ринку державних облігацій в Україні, акцентуючи на потребі розвитку інституційної бази та правового регулювання для підвищення ефективності державних запозичень [5]. Дослідження Сейсебаєвої Н. та Фоменка С. демонструє сучасні тенденції обігу державних облігацій як ключового інструменту інвестування, що дозволяє державі залучати кошти на фінансування

економічних реформ та соціально-економічних програм [16]. Тимошенко О. та Гудима Л. підкреслюють, що розвиток національного ринку цінних паперів сприяє економічному зростанню та стабілізації державного боргу через підвищення привабливості ОВДП та забезпечення фінансової ліквідності [17]. Макроекономічні показники (розмір економіки, інфляція), інституційні індикатори та структура інвесторів визначають глибину ринку державних облігацій і частку запозичень у іноземній валюті

Зазначимо, що більш сучасні наукові праці додають нові змінні, зокрема роль індексних фондів, пенсійних накопичень, і вплив геополітичних ризиків на величину зовнішнього боргу.

Таким чином, аналіз літературних джерел демонструє, що внутрішні облігації є ключовим інструментом управління державним боргом, що забезпечує фінансову стійкість та залучення ресурсів всередині країни, тоді як зовнішні запозичення дозволяють компенсувати нестачу внутрішніх ресурсів, але підвищують валютні та кредитні ризики. Оптимальна структура державного боргу потребує комплексного підходу до використання обох видів облігацій із врахуванням макроекономічних, політичних та інституційних факторів.

Метою цього дослідження є визначення та оптимізація структури державних запозичень у системі управління активами на фондовому ринку.

### Результати

Емісія облігацій внутрішньої державної позики України та облігацій зовнішніх державних позик України здійснює вагомий вплив на структуру державного боргу, зокрема може призвести до збільшення частки внутрішнього державного боргу, модифікації валютної та процентної структури, строкової структури, перетікання ресурсів з приватного сектору у державу.

Надмірне розміщення ОВДП та ОЗДП може призвести до зростання державного боргу до критичних рівнів, що зараз спостерігається в Україні. Наприклад, у країнах Європи за Маастрихтськими критеріями ліміт державного боргу до ВВП встановлено на рівні 60%. Відповідно до ч. 2 ст. 18 Бюджетного кодексу України, загальний обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60 відсотків річного номінального обсягу ВВП України [2]. Однак, це положення не застосовується у випадках: введення воєнного стану в Україні (в окремих її місцевостях); надзвичайного стану в Україні (в окремих її місцевостях) або проведення на території України антитерористичної операції. Станом на 31 грудня 2009 року співвідношення державного боргу до ВВП в Україні становило 34,7%, а станом на 31 грудня 2023 року досягло 84,4% (рис. 1).

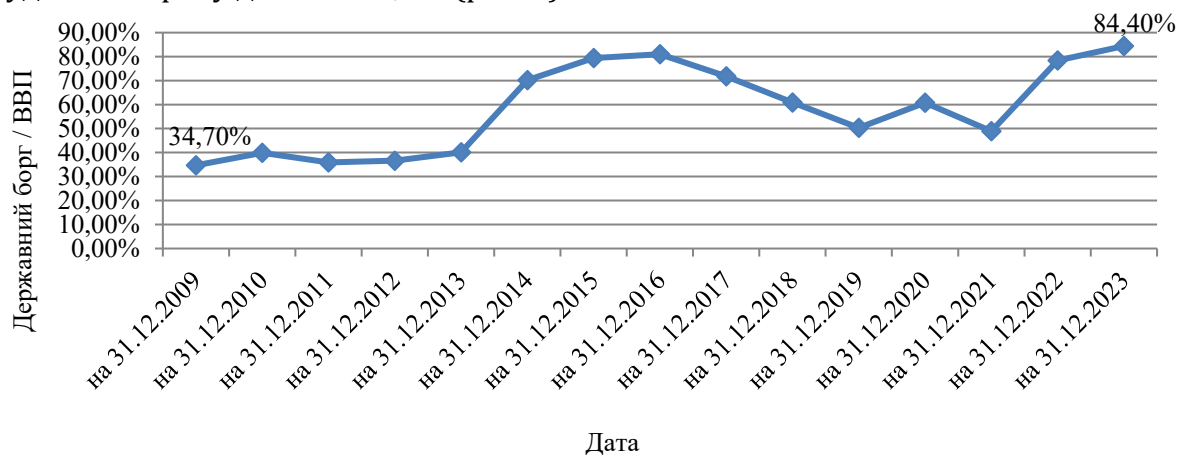


Рисунок 1. Динаміка державного боргу до ВВП

Джерело: побудовано авторами за даними [133]

Здійснено порівняльний аналіз облігацій внутрішньої і зовнішньої державної позики та їх впливу на структуру державного боргу (табл. 1).

Таблиця 1. Порівняльний аналіз облігацій внутрішньої і зовнішньої державної позики та їх впливу на структуру державного боргу

Параметр	ОВДП	ОЗДП
Вид боргу, який формують	Внутрішній борг	Зовнішній борг
Валюта	Національна валюта (гривня)	Іноземна валюта (USD, EUR тощо) або валютні обов'язки
Валютний ризик	Мінімальний (якщо номінал у гривні)	Високий, девальвація національної валюти збільшує навантаження
Рефінансування	Через внутрішній ринок	Залежність від міжнародних ринків і умов
Обсяг залучення	Залежить від внутрішнього попиту й обмежений внутрішнім попитом	Може бути дуже великим за короткий час
Вплив на бюджет	Дозволяє фінансувати дефіцит без зовнішніх запозичень, але може тиснути на внутрішній ринок	Фінансує дефіцит великими сумами, але підвищує зовнішню залежність
Вплив на структуру боргу	Збільшення частки внутрішнього боргу, зменшує валютний ризик	Збільшення частки зовнішнього боргу, змінює валютну структуру
Ризики	Рефінансування, внутрішні процентні ставки, тиск на бюджет	Валютний ризик, залежність від зовнішніх ринків, політичний ризик

Джерело: сформовано авторами

Проведений порівняльний аналіз облігацій внутрішньої і зовнішньої державної позики та їх впливу на структуру державного боргу дозволяє визначити напрями підвищення ефективності управління державним боргом через ринок цінних паперів, що наведено в табл. 4.

Таблиця 4. Напрями підвищення ефективності управління державним боргом через ринок цінних паперів

Напрямок підвищення ефективності	Зміст та наукове обґрунтування	Очікуваний ефект
Оптимізація структури запозичень	Поєднання внутрішніх та зовнішніх облігацій для зниження валютного ризику, пролонгація строків погашення, зменшення витрат на обслуговування. Важлива активізація довгострокових ОВДП в національній валюті для зниження ризику рефінансування.	Збалансований борговий портфель, мінімізація ризику рефінансування, стабілізація витрат на обслуговування боргу.
Розвиток внутрішнього	Створення ліквідного та стабільного ринку ОВДП,	Підвищення гнучкості держави у залученні коштів,

ринку державних цінних паперів	проведення прозорих аукціонів, стимулювання участі банків та інституційних інвесторів.	зменшення залежності від зовнішніх фінансових ресурсів, зниження вартості залучення капіталу.
Збалансування валютної структури боргу	Уникнення надмірного домінування зовнішніх запозичень у валюті; пріоритет випусків облігацій в національній валюті; застосування хеджування валютних ризиків.	Зменшення валютних ризиків та витрат на обслуговування боргу при коливаннях курсу національної валюти.
Поступове збільшення строків погашення	Емісія довгострокових облігацій для зниження частки короткострокових запозичень і ризику рефінансування.	Формування стабільного боргового профілю та зниження ризику кризового дефіциту ліквідності при погашенні боргу.
Покращення прозорості та комунікації з інвесторами	Регулярне інформування ринку про стратегію управління боргом, умови випусків та очікувані показники.	Зниження премії за ризик, підвищення довіри інвесторів, сприятливі умови залучення фінансових ресурсів.
Утримання витрат на обслуговування боргу на прийнятному рівні	Поєднання більш дешевших зовнішніх запозичень із внутрішніми облігаціями; контроль витрат на обслуговування боргу.	Зменшення бюджетного навантаження, ефективне використання залучених коштів.
Урахування макроекономічних ризиків	Планування боргової політики з урахуванням валютних коливань, інфляції, економічного зростання та стану міжнародних ринків капіталу.	Підвищення стійкості державного боргу до зовнішніх і внутрішніх макроекономічних шоків, зменшення ризиків для державних фінансів.

Джерело: сформовано авторами

Запропонована систематизація напрямів підвищення ефективності управління державним боргом через ринок цінних паперів забезпечує науково обґрунтовану основу для планування боргової політики, дозволяє оцінювати ефективність поєднання внутрішніх та зовнішніх запозичень, а практична реалізація цих напрямів дозволить підвищити прозорість державних фінансів.

### Висновки

Наукове дослідження механізму впливу облігацій державних позик на структуру боргу дозволяє розкрити закономірності формування боргових інструментів, оцінити ефективність боргової політики, а також визначити шляхи підвищення її стійкості в умовах економічної нестабільності.

Ефективне управління державним боргом потребує комплексного підходу, що передбачає балансування між внутрішніми та зовнішніми запозиченнями, оптимізацію строкової та валютної структури зобов'язань, контроль витрат на обслуговування боргу, розвиток ліквідного внутрішнього ринку цінних паперів та забезпечення прозорості боргової політики.

Перспективи подальших досліджень полягають у поглибленому аналізі впливу структурних змін державного боргу на макроекономічну стабільність, розробці моделей

оптимальної структури боргу з урахуванням внутрішніх та зовнішніх економічних факторів і ризиків, оцінці ефективності управління облігаційними запозиченнями в умовах міжнародних фінансових криз і валютних коливань, а також у створенні методології прогнозування витрат на обслуговування державного боргу та оцінки довгострокової фінансової стійкості держави. Такий підхід сприятиме формуванню ефективної боргової політики, мінімізації ризиків та підвищенню стабільності державних фінансів у середньо- та довгостроковій перспективі.

### Список використаних джерел

1. Бенч, Л. Я. (2016). Боргові інструменти фінансування видатків держави: теорія та практика. Фінанси, облік і аудит: зб. наук. пр.-К.: КНЕУ, (1), 35-47.
2. Бюджетний кодекс України. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17#Text>
3. Ватаманюк-Зелінська, У. (2021). Функціонування в Україні ринку державних облігацій внутрішньої позики. Економіка та суспільство, (30). <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2021-30-15>
4. Григораш Т.Ф., Мягков О.С. Воеводський Г.Ю. (2019). Облігації як інструмент залучення грошових ресурсів. Приазовський економічний вісник, 3(14), 362–368. URL: [http://rev.kpu.zp.ua/journals/2019/3\\_14\\_uk/61.pdf](http://rev.kpu.zp.ua/journals/2019/3_14_uk/61.pdf)
5. Грубляк, О. М., & Урсаки, Я. С. (2017). Особливості функціонування ринку державних облігацій в Україні. Економічні студії, (1), 14.
6. Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки». [Електронний ресурс]. Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>
7. Житар, М. О., Белін, В. С., & Оліщук, О. Г. (2020). Активізація ринку облігацій внутрішньої державної позики як інструменти впливу на економіку України. Економіка та держава, (12), 67-71. <https://doi.org/10.32702/23066806.2020.12.67>
8. Кравченко, В. П. (2023). Факторний аналіз на ринку облігацій внутрішньої державної позики. Подільський вісник: сільське господарство, техніка, економіка, (41), 68-74.
9. Національний банк України. Дохідність ОВДП на первинному ринку. [Електронний ресурс]. Режим доступу: [https://bank.gov.ua/files/OVDP\\_mis](https://bank.gov.ua/files/OVDP_mis)
10. Папірник, С. Є. (2020). Особливості розвитку ринку облігацій внутрішньої державної позики в Україні. In «Science and Global Studies»: Abstracts of scientific papers of IV International Scientific Conference (Prague, Czech Republic, November 30, 2020). Financial And Economic Scientific Union, 2020, 92.
11. Пасічний, М. (2018). Політика управління державним боргом. Вісник Київського національного торговельно-економічного університету, (5), 19-34.
12. Мединська, Т. В., & Боднарюк, І. Л. (2023). Облігації внутрішньої державної позики як інструмент інвестування в економіку України в умовах війни. Вісник ЛТЕУ. Економічні науки, (72), 48-59.
13. Міністерство фінансів України. Державний борг України. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/>
14. Міністерство фінансів України. Державний борг та гарантований державою борг. [Електронний ресурс]. Режим доступу: [https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg\\_osn\\_inf](https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg_osn_inf)

15. Мороз, І. (2021). Управління зовнішнім державним боргом України в умовах соціально-економічних та пандемічних шоків. Світ фінансів, (1 (66)), 48-63.
16. Сейсебаєва Н., Фоменко С. (2022). Дослідження сучасного обігу державних облігацій як основного інструмента інвестування в період економічних трансформацій. Цифрова економіка та економічна безпека, 2, 56–62.
17. Тимошенко, О. В., & Гудима, Л. О. (2020). Ефективний розвиток національного ринку цінних паперів як імператив економічного зростання України. Бізнес Інформ, (3 (506)), 293-298
18. Шушкова, Ю. В., & Баськова, Ю. С. (2022). Оцінка сучасного стану державного боргу України. Бізнес Інформ, (11), 177-183.
19. Щетинін, А. І., Ульянова, Л. П., & Чайка, Ю. М. (2022). Дефіцит державного бюджету і державний борг України: сучасний стан та підходи до його покращення. Економічний простір, (179), 37-43.