

*Данилюк М.М.,
аспірант кафедри фінансів суб'єктів господарювання та страхування,
Тернопільський національний економічний університет*

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ У ПРОЦЕСІ РОЗМІЩЕННЯ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Анотація. У статті проаналізовано обсяг державних запозичень. Розглянуто проблематику видів державних цінних паперів та ризиків у процесі їх розміщення. Висвітлено питання мінімізації ризиків у діяльності з розміщення державних цінних паперів в Україні. Запропоновано систему заходів попередження ризиків і описано стратегію їх мінімізації через застосування диверсифікації.

Ключові слова: боргові зобов'язання, управління ризиками, державні цінні папери, диверсифікація, внутрішні боргові зобов'язання.

Постановка проблеми. В економіці процес прийняття рішень на всіх рівнях управління відбувається в умовах ризикованості та постійної невизначеності кінцевих результатів діяльності. Часткова або повна невизначеність пояснюється тим, що економічні проблеми зводяться до вибору з безлічі альтернатив, при цьому економічні агенти не володіють повною інформацією щодо конкретної ситуації для прийняття оптимального рішення, а також не мають достатніх можливостей для адекватного врахування всієї доступної їм інформації.

В умовах активного розвитку ринку державних цінних паперів в Україні актуальною є проблема оптимального управління ризиками у процесі розміщення державних цінних паперів, що дозволить забезпечити гнучкий міжгалузевий перерозподіл інвестиційних ресурсів та сприятиме ефективному функціонуванню вітчизняного ринку державних цінних паперів і відновить довіру до нього з боку потенційних інвесторів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблема управління ризиками у процесі розміщення державних цінних паперів знайшла відображення в працях вітчизняних науковців Л. Алексеєнко, В. Базилевича, Т. Вахненко, Н. Кравчук, І. Лютого, С. Омельчук, О. Охріменка, Р. Рака, В. Федосова, О. Шаповалова та ін.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Віддаючи належне напрацюванням вчених з даної проблематики, слід зауважити, що дослідження з цих питань, які проводилися науковцями, обмежувалися розкриттям окремих аспектів проблеми. Однак в сучасних умовах розвитку економіки України управління ризиками у процесі розміщення державних цінних паперів набуває особливого значення та потребує комплексного підходу, що дозволить здійснювати ефективне управління борговими ресурсами, задля забезпечення стійкості фінансового потенціалу країни.

Мета статті полягає в оптимізації управління ризиками у процесі розміщення державних цінних паперів, а також у виявленні ключових особливостей створення та використання державних цінних паперів на вітчизняному ринку.

Виклад основного матеріалу дослідження. Ефективна позикова діяльність органів державної влади здатна чинити істотний стимулюючий вплив на соціально-економічний роз-

виток держави, що особливо актуально в умовах гострої необхідності в модернізації й розвитку виробничої та соціальної інфраструктур вітчизняної економіки. Використання запозичень в якості ефективного інструменту економічної політики в сучасних умовах вимагає адаптації до вітчизняних умов кращої міжнародної практики і розробки нових актуальних методів управління ризиками в процесі розміщення державних цінних паперів, що забезпечать мінімізацію витрат на обслуговування державних боргових зобов'язань і обмежать ризики бюджетної дестабілізації боргової природи.

Потреби вітчизняної економіки в модернізації основних фондів на тлі розвитку фінансового ринку створюють умови для більш активного використання ринкових інструментів залучення позикового фінансування державними та регіональними органами влади. Це визначає підвищені вимоги до управління ризиками боргових портфельів і економії бюджетних коштів, що спрямовуються на обслуговування боргу. Управління ризиками у процесі розміщення державних цінних паперів спрямовані на досягнення основної мети управління державним боргом, платежі з обслуговування якого в Державному бюджеті України на 2015 р. передбачені у сумі 74 660,0 млн. грн., що на 28 316,4 млн. грн. більше плану на 2014 р., і в сумі становить 14% від видаткової частини бюджету. Фактично обслуговування державного боргу (відсотки за державними запозиченнями) є найбільшою статтею видатків Державного бюджету України на 2015 р. [1]. Тому управління ризиками сприяє зниженню вартості запозичень, забезпечуючи економію бюджетних коштів, формує умови для підвищення їх інвестиційної привабливості та зростання економічного потенціалу.

Як зазначають І. Дем'яненко, А. Буряк та В. Величкін, «управління ризиками – це система процесів виявлення, оцінки та контролю можливих негативних явищ, подій, чинників або ситуацій для здійснення превентивних протидій чи мінімізації шкідливих наслідків» [2, с. 19]. Основна мета управління ризиками у процесі розміщення державних цінних паперів полягає у зменшенні фінансування боргових зобов'язань з мінімальними витратами в середньо- і довгостроковій перспективі.

Обачне управління ризиками та уникнення ризикованих боргових структур і стратегій, має принципове значення з огляду на можливість важких макроекономічних наслідків дефолту за державними борговими зобов'язаннями і масштабів пов'язаних з цим втрат. Ці витрати включають банкрутство підприємств і банків, а також зниження в довгостроковій перспективі довіри до уряду і його здатності мобілізувати позикові ресурси на внутрішньому та зовнішньому ринках [3, с. 37–38].

В Україні задля здійснення контролю над ризиками, пов'язаними з розміщенням державних цінних паперів, Міністерством фінансів проводиться оцінка ризиків шляхом здійснення контролю показників відсоткового, валютного, бюджетного ризиків, а також ризиків рефінансування та ліквідності. Міністерством фінансів затверджується програма управління боргом

на відповідний рік, яка може переглядатися у разі суттєвих змін на внутрішньому ринку державних цінних паперів чи облігацій місцевих позик і світових ринках капіталу, в макроекономічній ситуації, бюджетно-податковій, грошово-кредитній та валютній політиці, а також виникнення інших причин, які можуть ускладнити її виконання.

Не пізніше ніж через три місяці після закінчення бюджетного періоду на сайті Міністерства фінансів України оприлюднюється звіт про виконання програми управління боргом за звітний бюджетний період, де міститься інформація про стан боргу на кінець звітного бюджетного періоду, основні тенденції на внутрішньому ринку державних цінних паперів чи облігацій місцевих позик і світових ринках капіталу, суттєві зміни в макроекономічній ситуації за звітний бюджетний період, результати оцінки ризиків, пов'язаних з управлінням боргом, станом на кінець звітного бюджетного періоду.

Визначення оптимального співвідношення очікуваних витрат державного бюджету з управління боргом до ризиків, пов'язаних з управлінням державним боргом, Міністерство фінансів включає до середньострокової стратегії управління державним боргом у частині управління ризиками [4].

Основними індикаторами ризиків державних цінних паперів є оцінки та прогнози чотирьох впливових міжнародних рейтингових агентств: Standard & Poor's, Fitch Ratings, Moody's Investors Service та Rating & Investment Information, Inc. Протягом 2014 р. з метою підтримки постійного діалогу з міжнародними рейтинговими агентствами на регулярній основі надавались статистичні та аналітичні дані щодо соціально-економічного та політичного становища в Україні, показники виконання державного бюджету України, дані щодо стану державного боргу. На кінець 2014 р. Україна мала такі кредитні рейтинги довгострокових боргових зобов'язань в іноземній валюті: Moody's – Caa3, Standard & Poor's – CCC-, Fitch Ratings – CCC, R&I – CCC, що є вкрай негативним показником [1].

Управління вартістю та ризиками державних цінних паперів пов'язане з компромісом, оскільки непропорційно організовані з точки зору складу кредиторів, структури термінів погашення, валют запозичення та процентних ставок боргові зобов'язання стали одними з істотних чинників виникнення та поширення економічних криз в Україні. Випуск великих обсягів таких боргових інструментів ставить державний бюджет у залежність від мінливих темпів зростання [5, с. 117].

Надмірна частка боргу в іноземній валюті створює особливі ризики, оскільки вона може призвести до курсового тиску на країну. Що і спостерігається сьогодні: значна девальвація національної валюти, а також її постійні коливання унеможливають дотримання граничного обсягу державного боргу на встановленому законом рівні, зважаючи, що в структурі державного боргу зобов'язання, номіновані в іноземній валюті, становлять близько 60% [1]. За таких умов державний борговий портфель стає джерелом нестабільності для приватного сектора, тільки обачне управління державними борговими зобов'язаннями може зробити країну менш уразливою [6, с. 138].

Слід проводити ретельний моніторинг та оцінку ризиків, притаманних структурі державного боргу. Ці ризики необхідно в міру можливості знижувати з урахуванням супутніх витрат. На кінець 2014 р. валютна структура державних цінних паперів України склалася таким чином: державні цінні папери в іноземній валюті – 663 071 млн. грн., у національній валюті – 775 057 млн. грн. Подібна валютна структура державних цінних паперів, а саме домінування боргу в національній валюті, зберігається

протягом останніх років, однак у 2014 р. спостерігається стрімке зростання позик у іноземній валюті в порівнянні з 2013 р. [1].

Розміщення на внутрішньому ринку державних позик в іноземній валюті з доходністю, що перевищує рівень процентних ставок за депозитами, посилила вразливість сектора державних фінансів до валютних ризиків. Хоча структура боргу сама по собі не є джерелом валютного ризику, оскільки основне джерело валютного ризику – це зміни на валютному ринку і процеси макроекономічного характеру, які їх обумовлюють, тому той чи інший валютний склад державних цінних паперів визначає ступінь додаткового навантаження на бюджет у разі реалізації валютного ризику.

Обтяженість країни зовнішніми запозиченнями є також причиною формування ризиків, зокрема валютних. Якщо протягом 2010–2012 рр. відношення валового зовнішнього боргу до ВВП знизилось з 90,4 до 76,6% ВВП, то починаючи з 2013 р. валовий зовнішній борг країни зростає швидше – до 78,4% ВВП на початок 2014 р. та 127,1% ВВП на початок 2015 р., що майже удвічі перевищує граничне значення – 65% ВВП. Рівень зовнішньої боргової залежності країни в цілому є надмірним також за показником відношення валового зовнішнього боргу до обсягу експорту товарів та послуг, яке перевищує безпечний рівень (120%) [1].

Обґрунтована практика управління ризиками вкрай необхідна з огляду на те, що державний борговий портфель зазвичай є найбільшим фінансовим портфелем в країні і може містити ризиковані фінансові структури, здатні створити значний ризик для державного балансу і загальної фінансової стабільності [7, с. 54].

Управління ризиками у процесі розміщення державних цінних паперів має спиратися на належну макроекономічну і фінансову політику, щоб гарантувати стійкість рівня й темпів зростання державних боргових зобов'язань. Відповідальність за підтримання обсягу боргових зобов'язань на економічно безпечному рівні та проведення аналізу боргової стійкості держави покладається на податково-бюджетні органи, які відстежують всі загрози борговій стійкості держави на основі аналізу портфельного ризику і інформують про це органи державної влади [8, с. 8].

Публічне розкриття істотних аспектів операцій з управління ризиками у процесі розміщення державних цінних паперів забезпечить вільний доступ громадськості до документації з описом правової основи політики та операцій з управління борговими зобов'язаннями. Органам державної влади необхідно регулярно публікувати інформацію про обсяг та склад своїх існуючих боргових зобов'язань і фінансових активів, включаючи їх валютну структуру, терміни погашення та процентні ставки [9].

Для сприяння у прийнятті рішень про запозичення і зниження державного ризику органам державної влади слід враховувати характеристики фінансового ризику та інших видів ризику, пов'язаних з державними потоками грошових коштів. Необхідно ретельно оцінювати і регулювати ризики, пов'язані з державними цінними паперами в іноземній валюті, короткостроковими цінними паперами та цінними паперами з плаваючою відсотковою ставкою. Слід впровадити рентабельну політику управління грошовими коштами, щоб забезпечити можливість своєчасно виконувати свої фінансові боргові зобов'язання [10, с. 322].

Слід розробити систему, що дозволяє органам державної влади визначати і регулювати компроміси між очікуваною

вартістю і ризиком портфелю державних цінних паперів. Для оцінки ризику уряду необхідно регулярно проводити стрес-тести портфеля державних цінних паперів на основі економічних і фінансових шоків, до яких потенційно схильні державний сектор і країна в цілому. Необхідним є також створення та підтримка ефективного ринку внутрішніх державних цінних паперів, щоб звести до мінімуму вартість і ризик в середньо- і довгостроковій перспективах.

Стійке функціонування внутрішнього ринку державних цінних паперів є також заходом, що забезпечить ефективне управління державними борговими зобов'язаннями. В перспективі це передбачає розробку та впровадження довгострокової стратегії управління державними борговими зобов'язаннями, в основі якої лежать підсумки аналізу витрат і ризиків та орієнтація на збільшення частки внутрішнього державного боргу в загальній структурі державного боргу, що дозволить забезпечити прогресивний розвиток ринку внутрішніх боргових зобов'язань [11, с. 52].

Окрім того, на загальнодержавному рівні для подальшого розвитку сфери управління ризиками у процесі розміщення державних цінних паперів необхідно:

- підвищити ефективність управління державними фінансами шляхом регулярного проведення активних операцій з державними цінними паперами;
- сприяти розвитку фінансового ринку в напрямку активізації вторинного ринку державних цінних паперів;
- розширювати коло інвесторів, акцентуючи увагу на залучення інституціональних інвесторів та фізичних осіб.

Диверсифікація портфеля та державних цінних паперів допоможе органам державної влади формувати широку базу інвесторів для своїх внутрішніх і зовнішніх боргових інструментів з урахуванням вартості і ризику. Диверсифікація портфеля державних цінних паперів передбачає включення до його складу різних видів фінансових активів. Вони можуть відрізнятися за складом кредиторів, термінами погашення, валютою запозичення, відсотковими ставками та ін.

Якщо розглядати ринок державних цінних паперів у контексті потенційних інвесторів, то для задоволення їх потреб необхідно диверсифікувати державні цінні папери. Основним шляхом розширення видів державних цінних паперів є створення нових типів державних зобов'язань, які будуть спрямовані тільки на інституційних інвесторів. В свою чергу, уряд має всіляко зацікавити інвесторів у інвестуванні саме в державні цінні папери, враховуючи високий ступінь забезпеченості даних фінансових інструментів шляхом надання їм державних гарантій.

За таких умов диверсифікація повинна стати дієвим інструментом зниження ризиків, оскільки негативні зміни окремого фінансового інструменту не матимуть вирішального впливу на ефективність цілого портфеля. Проте в економічній системі все взаємопов'язане, тому зниження ефективності одного виду державного цінного паперу може призвести до автоматичного зростання іншого. Звідси робимо висновок про те, що диверсифікований портфель буде піддаватися меншому ризику, адже усереднюватиме ризики його складових.

Суттєва характеристика державних цінних паперів полягає в тому, що вони повинні вважатися несхильними до ніякого ризику. Суспільство має повністю довіряти обіцянкам органів державної влади здійснювати платежі за своїми борговими зобов'язаннями вчасно і в повному обсязі. Кредитоспроможність уряду виступає єдиною і головною складовою

успіху функціонування ринку державних цінних паперів. Для досягнення і підтримки цієї кредитоспроможності уряд повинен гарантувати, що всі погашення позик і відсотків за ними виплачуються повністю і у визначений термін. До тих пір, поки інвестори впевнені в отриманні свого капіталу вчасно, уряд не повинен мати великих труднощів у випуску нових позик. Це означає, що погашення старих випусків може фінансуватися за рахунок випуску нових облігацій, дозволяючи ринку державних цінних паперів стати постійним джерелом фінансування держави. Графік строків погашення повинен бути складений таким чином, щоб забезпечити це рефінансування [12, с. 226].

Висновки. У зв'язку з погіршенням військово-політичного та соціально-економічного становища України наявність вказаного боргового навантаження є суттєвим додатковим дестабілізуючим фактором, що впливає на погіршення фінансової стійкості держави та практично унеможливує економічне зростання. Саме тому вказана ситуація потребує негайного вирішення, зокрема, шляхом оптимізації управління ризиками у процесі розміщення державних цінних паперів. Щоб забезпечити прогресивний розвиток ринку державних цінних паперів, необхідно:

1) стимулювати пропозицію державних цінних паперів за допомогою:

- регулярного розміщення широкого кола облігацій внутрішньої державної позики за термінами обігу в об'ємі, що дозволить виконати план державних запозичень, передбаченого законом України про державний бюджет на відповідний період;
- впровадження механізму ринкового ціноутворення у процесі розміщення державних цінних паперів, беручи до уваги інтереси інвесторів;

2) здійснювати моніторинг ризиків у процесі розміщення державних цінних паперів та управляти ними шляхом:

- розробки методологічної та нормативно-правової баз управління ризиками;
- впровадження системи внутрішнього державного контролю над управлінням ризиками;
- дострокове здійснення викупу державних фінансових зобов'язань, що дозволить економити бюджетні кошти та уникнути відсоткових ризиків;

3) покращити ліквідність державних цінних паперів за допомогою:

- використання державних боргових зобов'язань як інструменту управління ліквідністю;
- розміщення вільних ресурсів єдиного казначейського рахунку на фінансовому ринку;

4) поліпшити репутацію держави як позичальника шляхом підвищення прозорості державних запозичень:

- утвердження річного графіка первинного розміщення державних цінних паперів та завчасне оприлюднення проспектів емісії державних цінних паперів;

– сприяння обігу державних цінних паперів на фондових біржах;

- впровадження міжнародних процедур нарахування відсотків за державними цінними паперами для стимулювання попиту на них.

Виходячи з вищенаведеного, пропонуємо здійснити диверсифікацію інструментів ринку державних цінних паперів. Це, в свою чергу, дозволить органам державної влади збільшити пропозицію державних цінних паперів для вітчизняних інституційних інвесторів та населення і сприятиме розвитку ринку внутрішніх державних запозичень та дозволить знизити їх вартість.

Література:

1. Показники державного боргу України / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>.
2. Дем'яненко І. Механізм розміщення тимчасово вільних коштів бюджету на фінансовому ринку та його ризику / [І. Дем'яненко, А. Буряк, В. Величкін] // Формування ринкових відносин в Україні: зб. наук. праць. – К., 2014. – Вип. 10(161). – С. 17–23.
3. Машина Н. Економічний ризик і методи його вимірювання: [навч. посіб.] / Н. Машина. – К.: Центр навч. літ-ри, 2003. – 188 с.
4. Про затвердження Порядку здійснення контролю за ризиками, пов'язаними з управлінням державним (місцевим) боргом: Постанова Кабінету Міністрів України від 1 серпня 2012 р. № 815 / Верховна Рада України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.gada.gov.ua/laws/show/815-2012-%D0%BF>.
5. Борщук І. Ризик і дохідність при портфельному інвестуванні комерційних банків / І. Борщук // Фінанси України. – 2011. – № 7. – С. 115–126.
6. Гарбар Ж. Аналіз сучасного стану ринку державних цінних паперів в Україні / Ж. Гарбар // Економічний аналіз: зб. наук. праць. – 2014. – Т. 18. – № 1. – С. 136–146.
7. Петренко І. Трансформація заощаджень населення в інвестиції: досвід та проблеми в Україні / І. Петренко // Економіка України. – 2014. – № 3. – С. 50–61.
8. Рак Р. Державні цінні папери в сфері державних запозичень / Р. Рак, К. Ковальська // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2009. – Вип. 116. – С. 7–9.
9. Концепція розвитку ринку ОВДП в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.securities.org.ua/securities/paper/review.php?id=560&pub=4013>.
10. Даций Н. Державна інвестиційна політика на національному та галузевому рівнях: теорія, методологія, практика: [монографія] / Н. Даций. – Донецьк: Юго-Восток, 2010. – 426 с.
11. Кучер Г. Ринок внутрішніх державних боргових зобов'язань України / Г. Кучер // Вісник КНТЕУ. – 2011. – № 2. – С. 47–58.

12. Крупка Ю. Обіг цінних паперів в Україні: наук.-практ. комент. Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» / Ю. Крупка, О. Гав'яз // Практика розгляду судами спорів, пов'язаних з обігом цінних паперів. – К.: Юрінком Інтер. – 2009. – 376 с.

Данилюк М.Н. Теоретические основы управления рисками в процессе размещения государственных ценных бумаг

Аннотация. Проанализирован объем государственных заимствований. Рассмотрена проблематика видов государственных ценных бумаг и рисков в процессе их размещения. Освещены вопросы минимизации рисков в деятельности по размещению государственных ценных бумаг в Украине. Предложена система мер предупреждения рисков и описана стратегия их минимизации путем применения диверсификации.

Ключевые слова: долговые обязательства, управление рисками, государственные ценные бумаги, диверсификация, внутренние долговые обязательства.

Danyiuk M.M. Theoretical foundations of risk management in the process of of government securities of accommodation

Summary. Analyzed the amount of government debt. We consider the problems of species of government securities and of risk in the process of government securities of accommodation. The questions of risks minimization in activities of government securities deployment in Ukraine. The system of measures and counter prediction of risk is proposed, and strategy to minimize them through the use of diversification is describe.

Keywords: debt obligations, risk management, government securities, diversification, domestic debt obligations.