
ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 336.27

JEL Classification: H62, H63, H81, O23, F34.

DOI: <https://doi.org/10.35774/visnyk2019.03.035>

Ольга КИРИЛЕНКО,

доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри фінансів імені С. І. Юрія,
Тернопільський національний економічний університет,
вул. Львівська, 11, м. Тернопіль, 46020, Україна.
E-mail: kyrylenko.olga@gmail.com
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-5504-5519>

Андрій ДЕРЛИЦЯ,

кандидат економічних наук, докторант кафедри фінансів імені С. І. Юрія,
Тернопільський національний економічний університет,
вул. Львівська, 11, м. Тернопіль, 46020, Україна.
E-mail: derlytsya@gmail.com
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-5123-1584>

ПОЗИКОВІ ФІНАНСИ ЯК СУСПІЛЬНИЙ ФЕНОМЕН: КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ДЕМОКРАТИЗАЦІЇ

Кириленко О., Дерлиця А. Позикові фінанси як суспільний феномен: концептуальні основи та перспективи демократизації. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2019. Вип. 3. С. 35 – 50. DOI: <https://doi.org/10.35774/visnyk2019.03.035>

Kyrylenko, O., Derlytsia, A. (2019). Pozykovi finansy yak suspilnyi fenomen: kontseptualni osnovy ta perspektyvy demokratyzatsii [Debt finance as a public phenomenon: conceptual basics and prospects of democratization]. *The Herald of Ternopil National Economic University*, Vol. 3. P. 35 – 50. DOI: <https://doi.org/10.35774/visnyk2019.03.035>

Анотація

Вступ. Питання бюджетного дефіциту, державного кредиту та боргу формують сферу позикових фінансів – встановлену у певній державі модель забезпечення збалансованості бюджету, організації державних запозичень,

© Ольга Кириленко, Андрій Дерлиця, 2019.

системи управління державним боргом з метою впливу на розвиток економіки та функціонування суспільних фінансів.

Метою є вивчення проблематики позикових фінансів як певного суспільного феномену, який торкається інтересів усіх без винятку громадян держави.

Методи. У роботі використано методи абстрагування, порівняння, інституційного аналізу та ідеалізації.

Результати. У дослідженні привернуто увагу до необхідності вивчення мікроекономічних основ позикових фінансів, розглядаючи їх крізь призму інтересів окремого індивіда. З'ясовано, що розвинутих державам Заходу притаманний суспільний характер позикових фінансів внаслідок еволюційно реалізованої демократизації державного боргу – доступності операцій із борговими зобов'язаннями держави для широких мас населення. Виявлено, що в силу ряду інституційних обмежень демократизація цієї сфери в Україні повною мірою досі не здійснена. Доведено, що державний борг характеризується тими ж властивостями, що і чисті суспільні блага: неподільність у споживанні та неможливість виключення із числа тих, хто несе борговий тягар, що змушує досліджувати його як суспільне антиблаго. Розкрито ключові особливості, які зумовлюють суспільну природу позикових фінансів у розвинутих демократичних країнах. Доведено, що детермінантами позикових фінансів є як економічні, так і політико-інституційні дисбаланси не лише у сфері суспільних фінансів, а й на рівні суб'єктів господарювання. Розглянуто ключові складові інституційного середовища функціонування позикових фінансів: політичні механізми прийняття рішень, процедури бюджетного процесу, особливості інституційної організації фінансового ринку. Аргументовано, що одним із ключових недоліків вітчизняної практики обслуговування внутрішнього державного боргу є мізерна частка боргу, яка знаходиться у володінні громадян.

Перспективи. У роботі вивчено недоліки та перепони демократизації моделі позикових фінансів в Україні. Запропоновано перспективний механізм фінансової інклюзії населення у операції із борговими зобов'язаннями держави.

Ключові слова: позикові фінанси, бюджетний дефіцит, державний кредит, державний борг, демократизація боргу, фінансова інклюзія.

Формул: 0, рис.: 0, табл.: 1, бібл.: 18.

Abstract

Olga KYRYLENKO, Andrii DERLYTSIA

DEBT FINANCE AS A PUBLIC PHENOMENON: CONCEPTUAL BASICS AND PROSPECTS OF DEMOCRATIZATION

Introduction. Issues of budget deficits, public credit and debt form the sphere of debt finance – a model established in a particular country for ensuring the balance of the budget, the organization of government borrowings, the system of public debt management in order to influence the development of the economy and the functioning of public finance.

Methods. The methods of abstraction, comparison, institutional analysis and idealization have been used.

Results. *The study draws attention to the microeconomic fundamentals of debt finance, considering them through the prism of the individual interests. It has been found out that the developed Western countries are characterized by the public nature of debt finances as a result of the evolutionary democratization of public debt – the accessibility of government debt operations to the general public. It is revealed that due to a number of institutional restrictions, the democratization of this sphere in Ukraine has not been fully implemented yet. It is proved that the public debt manifests the same power as pure public goods: the indivisibility in consumption and the impossibility to exclude from the debt burden, which enable its study as public bads. The key features that determine the social nature of debt finance in developed democratic countries are revealed. It is proved that the determinants of debt finance are both economic and political and institutional imbalances, not only in the area of public finance, but also at the level of economic entities. The key components of the institutional environment of the functioning of debt finance are considered: political decision-making mechanisms, procedures of the budget process, the institutional organization of the financial market. It is argued that one of the key shortcomings of the domestic practice of servicing domestic public debt is the insignificant share of debt owned by citizens.*

Conclusions. *The disadvantages and obstacles of democratization of the model of borrowing in Ukraine are studied in the paper. A promising mechanism of financial inclusion of the population in transactions with government debt is proposed.*

Key words: *debt finance, budget deficit, public credit, public debt, debt democratization, financial inclusion.*

Formulas: 0, fig.: 0, tabl.: 1, bibl.: 18.

Постановка проблеми. Проблематика бюджетного дефіциту, державного боргу та державного кредиту є надзвичайно багатогранною та стосується різноманітних аспектів функціонування економіки й соціуму. Вона включає макроекономічні та мікроекономічні аспекти, питання згладжування циклічних коливань економіки, цінової стабільності, максимізації зайнятості, перерозподілу доходів і т. ін. Її найважливішою складовою є оцінка з позицій впливу на стан та функціонування суспільних фінансів. Адже першопричини державного кредиту криються у незбалансованості суспільних фінансів, нездатності виключно за рахунок фіскальних джерел на бажаному рівні забезпечити виконання функцій держави. У результаті формується державний борг – «...сума прямих договірних зобов'язань органів державного управління перед економічними суб'єктами інших секторів економіки резидентами і зарубіжними кредиторами» [1, с. 228]. Динаміка державного боргу визначається дією настільки широкої сукупності факторів, що дослідник, який починає вивчення його детермінант, неодмінно змушений переходити до аналізу і проблематики дефіциту і встановленої практики обслуговування державного боргу. Тобто комплексне бачення проблеми неможливе без включення в аналіз логічної зв'язки: бюджетний дефіцит – державний – кредит – державний борг. Основою ж феномена є фінансові дисбаланси податкової і видаткової політики держави як передумов виникнення необхідності у позиках, які фактично виступають альтернативною ресурсною системою суспільних фінансів. Як влучно пише В. Л. Андрущенко, «...податки і позики – взаємодоповнюючі

інструменти державних фінансів, за допомогою яких держава звертається до економіки і суспільства за коштами» [2, с. 195]. Тематика дефіцитів, кредиту та боргу об'єднується під егідою позикових фінансів держави – встановленої у певній державі моделі забезпечення збалансованості бюджету, організації державного кредиту, системи управління державним боргом з метою впливу на розвиток економіки та функціонування суспільних фінансів. Використання терміна «позикові фінанси» не набуло належного поширення у вітчизняній теорії суспільних фінансів, за винятком творчості В. Андрущенка [2] та А. Крисоватого [3], хоча саме це поняття системно покриває усю проблематику державного кредиту та боргу.

Безумовно, позикові фінанси є певним спільним, загальносуспільним феноменом у сенсі того, що вони формуються під впливом домінуючих інтересів і у кінцевому випадку тягар державного боргу лягає на усіх членів суспільства. Суспільне призначення державного кредиту трактується як «...розширення фінансових можливостей фіску за рахунок додаткових грошових ресурсів, необхідних для економічного й соціального розвитку країни, макроекономічної та макрофінансової стабілізації» [4, с. 27]. Однак не можна заперечувати і того, що позикові фінанси характеризуються й іншими параметрами, зокрема рівнем фінансової інклюзії населення, що впливає на розподіл доходів серед бенефіціарів і витрат серед тих, хто несе тягар боргу. Тому видається правомірною постановка питання про те, чи на користь держави, її економічному розвитку працює діюча в Україні модель позикових фінансів і чи отримує суспільство загалом, а не окремі його складові, вигоди від цього механізму. Мистецтво ефективного управління процесами державної заборгованості характеризується саме здатністю забезпечити позитивні наслідки для економіки, одночасно дотримавшись принципів перерозподільної справедливості. Такий погляд є мікроекономічним баченням боргової тематики крізь призму індивідуалістичного аналізу, який недостатньо взятий на озброєння вітчизняною фінансовою наукою.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Широке коло теоретичних і практичних аспектів позикових фінансів розглядали такі вітчизняні вчені, як: В. Андрущенко, О. Барановський, С. Буковинський, О. Василик, А. Гальчинський, А. Крисоватий, В. Козюк, І. Луніна, І. Лютий, Ю. Пасічник, М. Савлук, В. Суторміна, В. Федосов, С. Юрій та ін. Серед західних науковців вагомий внесок у дослідження проблематики позикових фінансів зробили Р. Барро, Л. Болл, Дж. Б'юкенен, Дж. Кейнс, А. Лернер, Р. Масгрейв, Ф. Модільяні, К. Райнхарт, К. Рогофф, Дж. Стігліц, Дж. Тобін, М. Фрідмен та ін.

Метою даної роботи є вивчення проблематики позикових фінансів як певного суспільного феномена. Домінуючий у вітчизняній фінансовій науці підхід полягає у вивченні його з макроекономічних позицій. Натомість у західній фінансовій науці значну увагу приділяють також мікроекономічним основам державного боргу, розглядаючи його крізь призму інтересів окремого індивіда. Такий підхід дозволяє сформулювати бачення державного боргу та позикових фінансів не просто як сферу діяльності держави щодо макроекономічного та фінансового регулювання, а й як суспільний феномен, до якого причетний кожен громадянин. Позикові фінанси, як і інші елементи суспільних фінансів, належать усім без винятку громадянам незалежно від їх усвідомлення та бажання, формуються з метою задоволення їх інтересів на основі прийняття колективних рішень і фінансуються із їхніх доходів.

Метод даної роботи опирається на підходи методологічного індивідуалізму, інституційного аналізу, ідеалізації та ряду інших надбань західної фінансової науки.

Основні результати дослідження. Діалектика податкових та позикових фінансів є доволі багатогранною. Державний кредит як явище виник задовго до становлення фінансової науки. Віддавна було зрозуміло, що позики повинні розглядатись лише як доповнення до фіскального механізму. Здатність до деструкції боргових фінансів була усвідомлена доволі швидко і на науковому рівні. Державний борг з моменту виникнення фінансової науки розглядався у працях А. Сміта, Мальтуса, Ж.-Б. Сея як потенційна загроза для функціонування держави і погіршення добробуту населення [5, с. 305]. Адже економічна історія переповнена прикладами, коли видатки та доходи держави попадали у залежність від системи її запозичень, ставши жертвою необхідності вирішення боргових проблем. Надмірний борговий тягар нерідко сягав такого розміру, що фіскальна політика входила у пряму залежність від потреби його обслуговування, викривляючи податкову політику і підриваючи здатність постачати суспільні блага населенню. Це дало підстави відомим американським дослідникам (К. Рейнхарт, К. Рогофф) винести у назву своєї праці, присвяченої проблемам фінансових криз (чільне місце серед причин яких належить зовнішнім та внутрішнім дефолтам), підзаголовок «Вісім століть фінансової нерозсудливості» [6, с. 14–18].

Сфера державного кредиту та обслуговування державного боргу з давніх часів використовувалася з метою отримання допущеними учасниками певних привілеїв та економічної ренти, будучи сферою махінацій, зловживань і джерелом збагачення. У минулому завдяки обмеженням і недосконалості інституційного механізму нерідко відбувалось штучне завищення відсоткових ставок, у результаті чого суспільство сплачувало надмірну ціну за користування механізмом позикових фінансів. Позикові інструменти фактично були прихованим механізмом елітарного збагачення, який знаходився в тіні прихованим від громадськості, оскільки виступав сферою фахового розуміння вузького кола осіб. На відміну від податків, які завжди знаходяться у сфері публічності, тягар з обслуговування державного боргу розподіляється серед усіх членів суспільства, залишаючись для них невидимим. Саме тому, як справедливо зазначає В. Андрущенко, «...фінансовій історії відомі «податкові бунти», а позики ніколи не викликали подібного соціального протесту» [2, с. 199].

Історія свідчить, що сфера державного кредиту протягом багатьох століть знаходилась у компетенції та контролю вузького кола осіб – позикодавців, спекулянтів, які «панували над кредитом» до остаточної націоналізації фінансів, – повернення до рук держави фіскальних інструментів, які до цього часу були у різного роду посередників [7, с. 446]. Перші спроби руйнування інституційних обмежень щодо доступності державних боргових зобов'язань для усіх громадян відбулись у XVIII ст. Так, лише у 1747 р. у Великобританії було забезпечено доступність державних позик безпосередньо для публічної передплати без посередництва ділків-спекулянтів, які до цього займалися операціями із ними [7, с. 456]. Все ж і після цього численним дрібним передплатникам належала невелика частина загальної суми розміщених позик. Тобто лише в ході тривалої еволюції відбувся процес, який В. Андрущенко називає демократизацією державного боргу, – намагання розміщати державні боргові зобов'язання серед якомога ширшої маси населення [2, с. 199]. Як вказує вітчизняна

практика, повної фінансової інклюзії, тобто залучення широких мас населення до цієї сфери, не відбулось в Україні і до сьогодні.

Демократизація державного боргу у західних державах відбулась у результаті шліфування політичних, фінансових і кредитних інститутів. Внаслідок достатньої ефективності сформованої практичної моделі позикових фінансів сучасній західній фінансовій науці характерний погляд на внутрішній державний борг як на особливі процеси перетікання ресурсів у межах суспільства «із однієї руки в іншу». Такий погляд акцентує увагу на єдності суспільного організму та відсутності втрати для системи в цілому. Однак це справедливо лише в умовах досконалого інституційного механізму, коли права рука справедливо отримує те, що віддала ліва. За умови ж, коли у процесі такого перекидання сума суттєво змінюється, або відхиляється від економічної раціональності, виникає перерозподільчий ефект між окремими учасниками процесу, яким неможливо нехтувати.

Потребує усвідомлення той факт, що фактично державний борг у країнах Заходу є суспільним боргом. На нього значною мірою поширюються ті самі властивості, що і на суспільні блага: неподільність у споживанні та неможливість виключення із числа тих, хто несе борговий тягар. Відмінність полягає лише у тому, що суспільний борг володіє негативною корисністю, тобто є суспільним антиблагом. Саме тому навіть у випадку відсторонення суспільства від активної участі у формуванні позикової політики держави останнє залишається незалежно від свого бажання основним носієм його тягара.

У сучасних країнах Заходу позикові фінанси можна характеризувати саме як суспільний феномен, що відображається і у семантичних конструкціях, використаних наукою. Термін «державний борг» недаремно перекладається в англійській термінології двома синонімами «public debt» (суспільний борг) і «national debt» (національний борг), оскільки він знаходиться у власності всього народу [2, с. 198]. Суспільна, всезагальна природа позикових фінансів досягається у розвинутих демократичних країнах завдяки наступним інституційним та фінансовим особливостям:

- детермінанти формування позикових фінансів знаходяться у залежності від демократичного прийняття фінансових рішень завдяки парламентському представництву інтересів щодо визначення політики дефіцитного фінансування;
- викуп боргу здійснюється за участі широких прошарків населення;
- частка внутрішнього боргу суттєво перевищує частку зовнішнього боргу, що є свідченням домінування національних інвесторів;
- борговий тягар несе усе суспільство шляхом саме фіскального навантаження, оскільки інші джерела, як продаж державної власності, переважно є несуттєвими.

Завдяки таким особливостям у розвинутих країнах Заходу формується особлива логіка позикових фінансів, яку ідеалізовано можна подати наступним чином. Держава здійснює запозичення з метою підвищення якості та збільшення обсягів надання суспільних благ і послуг населенню, впливу на макроекономічні процеси, підтримуючи на високому рівні інвестиційну складову бюджету. Борг купується переважно резидентами – громадянами та інституційними інвесторами, які внаслідок володіння вільними ресурсами отримують можливість вкладень у високонадійні боргові зобов'язання з метою формування оптимального портфеля активів. Таким чином суспільство загалом отримує корисність від належного виконання функцій

держави, зростання економіки підтримується здійсненими бюджетними інвестиціями, а власники боргових зобов'язань отримують відсотки.

В Україні дана логіка порушена в силу значної сукупності факторів. З одного боку, співвідношення державного боргу до ВВП на кінець 2018 р. становило 52,3%, що є на перший погляд не загрозливим. Особливо на фоні окремих країн, де він перевищує розмір ВВП (Японія – 236,60%, Греція – 181,95%, США – 135,89%, Італія – 134,03%, Португалія – 130,23%) [8]. Однак більш детальний аналіз вказує на існування суттєвих ризиків. Так, державний борг України характеризується значною часткою зовнішнього боргу, яка становить 59,1% від загальної суми державного боргу. Як зазначено у прийнятій новій «Середньостроковій стратегії управління державним боргом на 2019–2022 роки», частка державного зовнішнього боргу України значно перевищує середній показник для країн-аналогів за регіоном та регіональних лідерів [9, с. 4].

Особливість вітчизняної ситуації полягає у значній ролі кредитів міжнародних фінансових організацій та іноземних держав, частка яких становить 25% від загальної величини державного боргу. Це є наслідком суттєвої підтримки України, отриманої впродовж останніх років з боку Міжнародного валютного фонду та Світового банку. Ця частка є меншою для усіх груп країн-аналогів. Хоча такого роду запозичення володіють перевагами: надаються на тривалий термін і характеризуються низькими відсотками з обслуговування, із ними пов'язані доволі жорсткі вимоги кредиторів.

У структурі боргу 33% належить облігаціям зовнішньої державної позики (ОЗДП), тобто зовнішнім запозиченням, які супроводжуються валютними ризиками та ставлять боргову політику у залежність від руху міжнародного капіталу на етапі обслуговування. Лише 12% державного боргу припадає на облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Частка ринкових боргових інструментів є також нижчою порівняно з показниками країн-аналогів і становить близько 45% від загальної суми державного боргу України [9, с. 5]. У США частка ринкових інструментів становить 72,51% [10]. У перспективі питома вага ринкових інструментів повинна зростати, однак на сьогодні, враховуючи важливу роль міжнародних організацій у підтримці України, це виступає засобом зниження ризиковості внаслідок можливих коливань на світовому та вітчизняному фінансових ринках.

Суттєвим недоліком вітчизняної практики є висока середньозважена відсоткова ставка за державним боргом України. На кінець 2018 р. вона становила 7,0%, що перевищує середній рівень країн-аналогів за рейтингом та країн-аналогів регіональних лідерів (5,6% та 5,7% відповідно) [9, с. 10]. Середня номінальна ставка за державним зовнішнім боргом становить 4,9%, а за державним внутрішнім боргом – 10,1% [9, с. 10]. Внаслідок цього витрати на обслуговування загального державного боргу, розраховані відносно доходів державного бюджету, є доволі значними, хоча і мають тенденцію до зниження завдяки заходам з реструктуризації боргу, здійсненим у 2015 р. У 2015 р. вони становили 15,8 %, у 2016 – 15,5 %, у 2017 – 13,9 %, а у 2018 – 12,6% від загального обсягу доходів [9, с. 10].

Ключовим недоліком, притаманним моделі позикових фінансів України протягом усіх років незалежності, є те, що отримані ресурси спрямовуються на поточні потреби, що не формує основи для їх повернення і покладає тягар на населення у вигляді сплати податків, а не за рахунок економічного зростання, або ж повернення від

інвестицій. Внаслідок мізерної частки боргу, яка на пряму знаходиться у володінні громадян, виходить, що основна маса платежів за боргом спрямовується на користь міжнародних організацій, закордонних кредиторів і економічних агентів, причетних до операцій на недостатньо розвинутому вітчизняному фінансовому ринку. Таким чином, модель позикових фінансів в Україні є далекою від того загальносуспільного характеру, який має місце у практиці країн Заходу. Саме низький рівень суспільності державного боргу відрізняє Україну, як і інші недостатньо розвинуті у плані фінансової техніки держави, від розвинутих демократичних ринкових країн Заходу.

Доволі часто у наукових працях стверджується, що необхідність позикових фінансів обумовлюється нестачею коштів у державі, що змушує останню вдаватись до запозичень. Такий погляд загалом є вірним, однак не враховує усі аспекти проблематики. Дане твердження більш правомірно застосовувати до бюджетних запозичень у межах конкретного року з метою покриття бюджетного дефіциту. Адже уже сам факт наявності державного боргу зумовлює необхідність на регулярній основі здійснювати операції із ним, незалежно від стану бюджетного балансу у поточному році. Крім того, в окремих випадках через потребу макроекономічного регулювання держава вдається до запозичень не внаслідок ресурсної мотивації, а з метою макроекономічного регулювання.

Тому можна стверджувати, що проблематика позикових фінансів обумовлена існуванням певних економічних, а в окремих випадках і політико-інституційних дисбалансів. Ці дисбаланси можуть бути різних видів та виникають не лише у сфері суспільних фінансів, а й на рівні суб'єктів господарювання. Останні на певних етапах економічного циклу можуть бути по-різному зацікавлені у вкладенні вільних коштів у державні цінні папери залежно від умов інвестування у альтернативні активи. З іншого боку, не потрібно забувати, що державні запозичення стають можливими лише завдяки тому, що у населення або суб'єктів господарювання виникають вільні кошти, які вони зацікавлені вкладати у боргові зобов'язання держави. Тобто природа позикових фінансів має у своїй основі діалектику потреб та можливостей, яка приводить до фінансових дисбалансів як на рівні держави, так і на рівні суб'єктів господарювання та населення.

Найбільш природною послідовністю детермінованості позикових фінансів є наступна: бюджетний дефіцит – державний кредит – державний борг. Однак така логіка взаємозв'язку не завжди має місце на практиці. Доволі часто державний борг формується самостійно, отримуючи «власне життя» внаслідок значних обсягів та нарахованих відсотків навіть в умовах збалансованого бюджету. Він також може бути наслідком кризового стану фінансового ринку, який здатен призвести до стрімкого зростання вартості обслуговування державного боргу незалежно від стану безпосередньо суспільних фінансів. Прикладом такого роду подій була фінансова криза у 2008 р., яка, розпочавшись на ринку нерухомості США, невдовзі призвела до значних проблем у сфері суспільних фінансів багатьох держав світу.

Західна фінансова наука розглядає тематику позикових фінансів не лише з макроекономічних, а й з мікроекономічних позицій. Підхід на основі методологічного індивідуалізму акцентує увагу на тому, що державний борг має безпосередні наслідки для конкретного індивіда [11, с. 20]. З погляду мікроекономіки він виступає

механізмом перерозподілу ресурсів між індивідами у часовому вимірі. Внаслідок дефіцитного фінансування благ відбувається накопичення боргів, які підлягають оплаті в майбутньому. Сучасні ж платники податків отримують збільшення споживання суспільних благ та державних послуг за рахунок тих, хто буде нести тягар фіску у майбутньому. У цілому у межах суспільства така можливість сприяє схильності громадян на виборах голосувати за ті партії, які пропонують програми, що передбачають зростання бюджетних дефіцитів та накопичення державного боргу. Такий ефект виникає незалежно від усвідомлення конкретним індивідом усіх аспектів фінансових наслідків популістських пропозицій у майбутньому. Можна погодитись і з твердженням, що «...зростання державного боргу за своєю природою порушує баланс інтересів держави та суспільства, оскільки в борг бере один уряд, а відповідальність за його погашення часто перекладається на наступні уряди» [12, с. 214]. Тому здорові позикові фінанси держави неодмінно вимагають політико-інституційної збалансованості. Виникнення політичних дисбалансів здатне впливати на динаміку державного боргу, зумовлювати дефіцитність суспільних фінансів. Адже, як пише В. Андрущенко, «...в умовах демократії скорочення бюджетних видатків не лише трудноздійсниме, але й малоперспективне для політичної кар'єри його ініціатора як виборчого державного діяча» [2, с. 215].

Як і у приватних фінансах, повернення державного боргу можливе лише за умови планованого зростання доходів. Тому ключовим питанням позикових фінансів є те, на які цілі спрямовуються отримані ресурси. Важливо, щоб запозичення спрямовувались на проекти, які дозволяють покращити економічну ситуацію, посприяти зростанню ВВП, тобто передбачали підтримку на високому рівні інвестиційної складової бюджету. У такому випадку перерозподіл тягаря в часі не носитиме негативний характер, оскільки матиме місце ефект накопичення національного багатства, яке передається у спадок наступним поколінням завдяки зростанню обсягу активів держави, покращенню якості надання суспільних послуг на довготривалій основі.

За сухими статистичними цифрами державного боргу стоїть складний інституційний механізм його формування та обслуговування, який суттєво впливає на його динаміку. Тому застосування інституційного аналізу до даної сфери є надзвичайно важливим. Ключовими складовими інституційного середовища позикових фінансів, на наш погляд, є:

- політичні механізми прийняття рішень;
- процедури бюджетного процесу;
- особливості інституційної організації фінансового ринку.

Інституційні умови насамперед пов'язані із моделлю прийняття фінансових рішень у державі, діючими процедурами та механізмами, які по-різному можуть впливати на збалансованість бюджету, стимулювати до погашення державного боргу або ж до його накопичення. Політичний механізм відіграє свою роль не лише на етапі схвалення дефіцитного бюджету, а й пізніше, на етапі обслуговування боргу у формі відсутності політичної волі щодо прийняття рішень щодо його прискореного погашення. Як вказує зарубіжна практика, найбільш суттєві зміни у борговій політиці держави відбуваються з початком нового політичного циклу, з приходом до влади

нових політичних сил на основі нового суспільного консенсусу стосовно бюджетної, податкової та макроекономічної політики.

Питання дефіцитності бюджету значною мірою обумовлені застосовуваними процедурами прийняття рішень. Виняткову роль у цьому відіграють деталі організації бюджетного процесу. У ст. 18 Бюджетного кодексу України встановлено ряд процедурних обмежень з метою контролю над динамікою граничних обсягів державного боргу. Так, закріплено вимогу дотримання граничного обсягу державного боргу і гарантованого державою боргу, який визначається на кожний бюджетний період законом про державний бюджет. Зафіксовано, що граничний обсяг надання державних гарантій не може перевищувати 3% від обсягу планових доходів загального фонду державного бюджету, а загальний обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60% від річного номінального обсягу ВВП [13].

Негативний вплив бюджетних процедур у вимірі їх сприяння незбалансованості бюджетних показників виникає тому, що законодавче вирішення питань видатків, доходів, а також процедурне формування дефіциту на етапі розгляду-затвердження бюджету приймається не системно, а відокремлено, у відриві одне від одного. Механізми прийняття рішень в ідеалі повинні бути побудовані таким чином, щоб нівелювати дані процедурні дисбаланси. Так, бюджетне законодавство, зокрема Бюджетний кодекс, вказує джерела фінансування бюджету (ст. 15), однак не виділяє і не регламентує напрямки витрачання запозичень. Якщо процедурно законодавче запровадження нових видаткових програм або зростання обсягу витрат за діючими не супроводжується чіткою оцінкою впливу на загальний майбутній баланс бюджету, на завершальних стадіях бюджетного процесу виникають практично нездоланні дисбаланси. Тому важливим є законодавче закріплення розмежування напрямків використання коштів на такі, які можуть фінансуватись за рахунок позикових коштів за певних умов, і ті, які в жодному випадку не можуть здійснюватися за рахунок зростання боргу. Це можливо реалізувати шляхом розмежування бюджету на дві складові – поточну та інвестиційну, як це здійснено у ряді країн, зокрема у Великобританії.

Виняткову роль для функціонування позикових фінансів відіграє й інституційна досконалість фінансового ринку держави. Ключовою рисою, яка відрізняє податкові та позикові фінанси, є їх добровільність. Хоча історія знає непоодинокі випадки примусових запозичень [14, с. 55, 57], примусовість державних позик перетворює їх на спотворену форму оподаткування. З ключового принципу добровільності випливають інші важливі іманентні риси державного кредиту: розміщення їх не серед усіх, як у випадку із оподаткуванням, а серед тих громадян, які володіють вільними ресурсами і бажають приймати участь у цьому процесі на умовах отримання вигоди. Це формує мотиваційні детермінанти позикових фінансів за законами здійснення інвестиційних процесів. Мотивація вкладення коштів у державні боргові зобов'язання для індивіда пояснюється бажанням примноження та збереження капіталу, адже лише держава гарантує найвищий рівень надійності повернення коштів. Оскільки завжди існують альтернативні варіанти інвестування, відсоток за борговими зобов'язаннями держави знаходиться у певній кореляції із вкладенням коштів у інші цінні папери. Оскільки державні боргові зобов'язання характеризуються високим рівнем надійності,

відсоткові ставки за ними є нижчими від відсотків за депозитними вкладками, борговими зобов'язаннями корпорацій, дохідністю вкладень в акції. Такою є ситуація в розвинутих економіках світу. Саме крізь цю призму повинна оцінюватись практика ставок за державними запозиченнями в Україні. Натомість в Україні рівень дохідності ОВДП є вищим від дохідності банківського депозиту в середньому на 3%. Це зумовлює завищену вартість обслуговування внутрішнього державного боргу в Україні, яка є своєрідною платою за негнучкість та інституційну складність механізму державних запозичень, з одного боку, та нерозвинутість фінансового ринку – з іншого. Ще однією причиною високої боргової ставки для України є її низький кредитний рейтинг, як і те, що Україна належить до групи країн, що розвиваються.

Вважаємо, що значна частина проблем вітчизняної моделі позикових фінансів обумовлена нереалізованою належним чином згадуваною демократизацією державного боргу. Фінансова інклюзія громадян до вкладень вільних коштів у ОВДП держави посприяла б оптимізації структури боргу, зниженню валютних ризиків і рівня процентних ставок.

У новій стратегії управління державним боргом на 2019 – 2022 рр. серед чотирьох ключових пріоритетів на першому місці визначено завдання збільшення частки державного боргу у національній валюті. Адже за станом на кінець першого кварталу 2019 р. ситуація у розрізі валют запозичення була наступною: UAH – 35%, USD – 47%, EUR – 10%, XDR (спеціальні права запозичення) – 7%, JPY – 1%, CAD – 0,4%, що зумовлено домінування зовнішніх запозичень. Вирішення даного завдання, як зазначено у стратегії, передбачається реалізувати переважно шляхом збільшення ролі міжнародних інвесторів на ринку ОВДП України. Цей шлях є перспективним, однак він менш позитивний для розвитку держави внаслідок ризиків мобільності світового капіталу під впливом кризових явищ на фінансових ринках, що зумовлюється намаганням швидкого виходу із ризикованих активів.

На наш погляд, реформування моделі позикових фінансів повинне розвиватись у напрямку прямого фінансування населенням боргових зобов'язань держави. Адже суть діючої системи функціонування внутрішнього державного боргу в Україні полягає у спекулятивному перекачуванні ресурсів банками із залучених у населення депозитів у облігацій внутрішньої державної позики. Внаслідок інституційно-організаційних обмежень доступу населення до ОВДП банки виступають посередниками даного масштабного спекулятивно-перерозподільного процесу. Завдяки різниці у ставках банкам вигідніше інвестувати залучені депозити в ОВДП, отримуючи гарантований прибуток з мінімальними ризиками, замість виконання функції кредитування реального сектору економіки. Сама різниця у ставках підтримується серед іншого завдяки існуючим інституційним обмеженням. У результаті частка ОВДП на руках у населення становить менше 2% від загального обсягу, а часка банків – 43% (табл. 1).

Якими ж є причини такої ситуації? Здавалося б, існують вагомі переваги купівлі ОВДП для населення:

– ОВДП гарантовані урядом України, незалежно від суми вкладень, тоді як максимальна сума відшкодування за депозитами Фондом гарантування вкладів фізичних осіб становить 200 тис. грн.;

– вищий рівень прибутковості;

- висока ліквідність дозволяє продавати ОВДП на вторинному ринку;
- пільгові умови оподаткування доходу від ОВДП.

Таблиця 1

Власники ОВДП України за станом на 31.07.2019 р. *

(млн. грн.)

Вид ЦП	Усього	Облігації, які знаходяться у власності				
		НБУ	Банків	Юридичних осіб	Фізичних осіб	Нерезидентів
ОВДП, номіновані в гривні, у т. ч.	679837,63	337085,90	249500,69	19171,87	3015,14	71064,03
ОВДП – ПДВ	113,55	23,38	72,74	12,12	5,31	0,00
ОВДП, номіновані в іноземній валюті, у т. ч.	108613,66	0,00	92808,56	6731,42	6376,58	2697,11
ОВДП, номіновані в доларах США	96469,37	0,00	82451,73	6601,00	6121,26	1295,38
ОВДП, номіновані в Євро	12144,30	0,00	10356,83	130,42	255,31	1401,73
Всього	788451,29	337085,90	342309,25	25903,29	9391,72	73761,14

Джерело: *розроблено авторами на основі [15].

Існують чинники, які перешкоджають доступу громадян на ринок ОВДП. Хоча номінал однієї облігації лише 1 тис. грн., внаслідок існування організаційних перешкод у вигляді комісій, плати за відкриття рахунка сенс займатися такими операціями з'являється лише у випадку вкладення суми від 100 тис. грн. і вище (такі суми рекомендують інвестиційні компанії). Банки вимагають залучати набагато більші суми (від 500 тис. грн.). Оформлення документів з метою здійснення даної операції займає близько тижня. Процедура оформлення, що важливо, вимагає підтвердження джерела походження сум. Таким чином, виникає ситуація, коли інвестор із незначними обсягами коштів не може спрямовувати власні ресурси у ОВДП, а ті, хто володіє необхідними ресурсами, в силу різних причин, у тому числі за вимоги підтвердження джерела доходів, не завжди готові займатися даними операціями.

Виходячи з наведеного, основним завданням у сфері оптимізації функціонування внутрішнього державного боргу вважаємо кардинальну зміну інституційного механізму доступу дрібних учасників до ринку ОВДП. В епоху домінування електронного банкінгу видається дивною нездатність регуляторів організувати систему миттєвих онлайн-операцій населення з ОВДП. Для цього потрібно відійти від мислення у старій парадигмі і перейти до бачення цифрової економіки із її мобільністю та гнучкістю, запровадивши відповідні програмні продукти для населення. Адже завдання «... розширення бази потенційних інвесторів, у тому числі шляхом спрощення доступу фізичних осіб до ринку ОВДП в національній та іноземних валютах» є серед пріоритетів, закріплених у рекомендаціях Ради Національного банку України стосовно впливу політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України [16].

Джерелом вкладень у ОВДП можуть виступати не тільки тимчасово вільні кошти, а й навіть поточні залишки коштів на зарплатних рахунках. Адже вітчизняні банки

або взагалі не нараховують відсотки на залишок за зарплатними проектами, або він становить лише 1 – 3%. Завдяки розробці спеціального програмного продукту своєрідного електронного банкінгу у сфері суспільних фінансів можна буде оперативнo спрямовувати вільні ресурси індивіда у боргові зобов'язання держави в «один дотик» із мінімальним обсягом від 1000 грн. Даний механізм зможе залучити десятки мільярдів гривень та очікувано приведе до суттєвого зниження відсоткової ставки за ОВДП, стимулюватиме банки до здійснення кредитування економіки, а не концентрації на спекулятивних операціях із державним боргом. Певний негативний ефект для діяльності банківських установ не матиме миттєвий характер, що дозволить адаптуватись до змін.

Реалізація такого механізму на практиці вимагає створення робочої групи із представників Міністерства фінансів, НБУ, державних банків, спеціалістів з електронного банкінгу та Державної казначейської служби України. Роль останньої є однією із ключових у даному питанні, оскільки відповідно до законодавства на неї покладено функції обслуговування державного боргу України [17]. Завдяки вказаним новаціям органи казначейства повноцінно почнуть виконувати функцію не лише касира держави, а й її банкіра, як і у більшості розвинутих країн Заходу. Необхідними додатковими складовими необхідної реформи вважаємо:

- створення Фонду суспільних позик, який акумулюватиме залучені ресурси та здійснюватиме операції із обслуговування державного боргу;
- формування прозорої та доступної інформаційної системи обліку операцій;
- проведення інформаційної кампанії з метою популяризації реформи.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Погляд на проблематику позикових фінансів крізь призму індивідуальних інтересів дозволяє уникнути ряду методологічних і концептуальних помилок, які притаманні виключно державоцентричному аналізу даного питання. Як приклад наслідків однобокого державоцентричного бачення, можна навести спробу представників юридичної науки виділення боргової функції держави. Саме хибність світоглядної та методологічної основ приводить до наступних нереалістичних висновків: «...цінність держави, яка проявляється у таких її характеристиках, як ефективність, легітимність і стійкість, фактично неможлива без використання державного боргу» [18, с. 151]. За такою логікою виходить, що функція держави, її призначення полягає у тому, щоб накопичувати борги і витрачати кошти. Керуючись економічними міркуваннями можна стверджувати, що ефективність, легітимність та стійкість держави знаходиться у оберненій функціональній залежності від обсягу державного боргу. Вважаємо, що застосування підходів методологічного індивідуалізму, людиноцентризму при дослідженні проблематики позикових фінансів дозволить підвищити якість наукового аналізу даної сфери. На практиці ж, на наше переконання, слід рухатись у руслі історичної тенденції – демократизації позикових фінансів і широкої фінансової інклюзії суспільства у цій сфері.

Література

1. Фінанси : підруч. за ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова. Київ : Знання, 2008. 611 с.
2. Андрущенко В. Л. Фінансова думка Заходу в ХХ столітті: (Теоретична концептуалізація і наукова проблематика державних фінансів). Львів : Каменяр, 2000. 303 с.
3. Крисоватий А. Парадигма податкових та позикових фінансів. *Вісник економічної науки України*. 2008. № 1. С. 132–140.
4. Лісовенко В. В., Бенч Л. Я., Бец О. І. Державний борг: концептуальні засади та макроекономічні аспекти. *Фінанси України*. 2014. № 12. С. 7–31.
5. Василик О. Д. Теорія фінансів. Київ : НІОС, 2000. 416 с.
6. Рейнхарт К., Рогофф К. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства. Москва : Карьера Пресс, 2011. 528 с.
7. Бродель Ф. Матеріальна цивілізація, економіка і капіталізм, XV – XVIII ст. : у 3 т. Київ : Основи, 1997. Т. 2 : Ігри обміну. 585 с.
8. Total Gross Public Sector Debt Position by Sector (as a percent of GDP). URL: <https://databank.worldbank.org/embed-int/Table-C1.-Total-Gross-Public-Sector-Debt-Position-/id/209a32c7>
9. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2019–2022 роки: затв. Постановою Кабінету Міністрів України № 473 від 5.06.2019 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/473-2019-%D0%BF>.
10. Debt Position and Activity Report. URL: https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/pd_debtposactrpt_0719.pdf
11. Бланкарт Ш. Державні фінанси в умовах демократії: вступ до фінансової науки / за наук. ред. В. М. Федосова. Київ : Либідь, 2000. 656 с.
12. Паєнтко Т. В., Онишко С. В. Обіг державних цінних паперів та зростання державного боргу в контексті збалансування інтересів держави і суспільства. *Бізнес-інформ*. 2016. № 4. С. 213–219.
13. Бюджетний кодекс України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.
14. Осецький В., Браткова І. Функції державних боргових зобов'язань: минуле та сучасність. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2015. Вип. 6. С. 54–60.
15. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу. URL: <http://goo.gl/ctDYjm>.
16. Рекомендації Ради Національного банку України Кабінету Міністрів України стосовно впливу політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України : схвалено Рішенням Ради Національного банку України № 21-рід від 28.05.2019 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr021500-19?lang=en#n10>
17. Порядок казначейського обслуговування державного бюджету за витратами затв. Наказом Міністерства фінансів України № 1407 від 24.12.2012 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/en/z0130-13>
18. Федоров В. А. Боргова функція сучасної держави : моногр. Одеса : Вид. дім «Гельветика», 2017. 176 с.

References

1. Yurii, S.I., Fedosov, V.M. (2008). *Finansy: pidruchnyk* [Finance: a Textbook]. Kyiv: Znannia [in Ukrainian].
2. Andrushchenko, V.L. (2000). *Finansova dumka Zakhodu v XX stolitti: (Teoretychna kontseptualizatsiia i naukova problematyka derzhavnykh finansiv)* [Financial Thought of the West in the Twentieth Century: (Theoretical Conceptualization and Scientific Issues of Public Finance)]. Lviv: Kameniar [in Ukrainian].
3. Krysovatyi, A. (2008). *Paradyhma podatkovykh ta pozykovykh finansiv* [The paradigm of tax and debt finance]. *Visnyk ekonomichnoi nauky Ukrainy*, 1, 132–140 [in Ukrainian].
4. Lisovenko, V., Bench, Ya., Bets, O. (2014). *Derzhavnyj borh: kontseptual'ni zasady ta makroekonomichni aspekty* [Government Debt: Conceptual Background and Macroeconomic Aspects]. *Finansy Ukrainy*, 12, 7-31 [in Ukrainian].
5. Vasylyk, O.D. (2000). *Teoriia finansiv* [The theory of finance]. Kyiv: NIOS [in Ukrainian].
6. Rejnkhart, K., Rohoff, K. (2011). *Na etot raz vse budet ynache. Vosem' stoletyj fynansovoho bezrassudstva* [This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly]. Moskva : Kar'era Press [in Russian].
7. Brodel, F. (1997). *Materialna tsyvilizatsiia, ekonomika i kapitalizm, XV – XVIII st. T. 2.* [Material Civilization, Economy and Capitalism, XV - XVIII Centuries]. Kyiv: Osnovy [in Ukrainian].
8. Total Gross Public Sector Debt Position by Sector (as a percent of GDP) - Retrieved from <https://databank.worldbank.org/embed-int/Table-C1.-Total-Gross-Public-Sector-Debt-Position-/id/209a32c7>
9. *Seredn'ostrokovaya stratehiia upravlinnia derzhavnym borhom na 2019-2022 roky: zatv. Postanovoiu Kabinetu Ministriv Ukrainy vid 5.06.2019 r. № 473* [Medium-Term Strategy for Public Debt Management for 2019-2022]. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/473-2019-%D0%BF> [in Ukrainian].
10. Debt Position and Activity Report. Retrieved from https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/pd_debtposactrpt_0719.pdf
11. Blankart, Sh. (2000). *Derzhavni finansy v umovakh demokratii : vstup do finansovoi nauky* [Public Finance in a Democracy: An Introduction to Financial Science]. Kyiv: Lybid [in Ukrainian].
12. Paientko, T.V., Onyshko, S.V. (2016). *Obih derzhavnykh tsinnykh paperiv ta zrostantia derzhavnoho borhu v konteksti zbalansuvannia interesiv derzhavy i suspil'stva* [Turnover of Government Securities and Growth of Public Debt in the Context of Balancing the Interests of the State and Society]. *Biznes Inform*, 4. 213-219 [in Ukrainian].
13. *Biudzhethnyj kodeks Ukrainy* [Budget Code of Ukraine]. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17> [in Ukrainian].
14. Osets'kyj, V., Bratkova, I. (2015). *Funktsii derzhavnykh borhovykh zobov'iazan': mynule ta suchasnist'* [Government Debt Management Functions: Past and Present]. *Visnyk Kyivs'koho natsional'noho universytetu imeni Tarasa Shevchenka. Ekonomika*. 6, 54-60 [in Ukrainian].

15. OVDP, iaki znakhodiat'sia v obihu, za sumoiu osnovnoho borhu [T-bills in circulation by principal amount]. Retrieved from <http://goo.gl/ctDYjm> [in Ukrainian].
16. Rekomendatsii Rady Natsional'noho banku Ukrainy Kabinetu Ministriv Ukrainy stosovno vplyvu polityky derzhavnykh zapozychen' ta podatkovoi polityky na stan hroshovo-kredytnei sfery Ukrainy : skhvaleno Rishenniam Rady Natsional'noho banku Ukrainy 28.05.2019 № 21-rd [Recommendations of the Council of the National Bank of Ukraine for the Cabinet of Ministers of Ukraine on the impact of government borrowing and tax policies on the monetary situation of Ukraine: approved by the Decision of the Council of the National Bank of Ukraine]. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr021500-19?lang=en#n10> [in Ukrainian].
17. Poriadok kaznachejs'koho obsluhovuvannia derzhavnogo biudzhetu za vytratamy : zatv. Nakazom Ministerstva finansiv Ukrainy vid 24.12.2012 № 1407 [Procedure of Treasury Servicing of the State Budget by Expenditure: Approved. By order of the Ministry of Finance of Ukraine]. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/en/z0130-13> [in Ukrainian].
18. Fedorov, V.A. (2017). Borhova funktsiia suchasnoi derzhavy : monohrafiia [Debt function of the modern state: a monograph]. Odesa : Hel'vetyka, 176 [in Ukrainian].

Статтю отримано 17 липня 2019 р.

Article received July 17, 2019.