

Таблиця 2. Моделі корпоративного управління в Україні на основі інституту акціонерної власності та її структури

Структура акціонерної власності АТ в Україні		Модель корпоративного управління
Концентрована	Зовнішні великі акціонери володіють контрольним пакетом акцій. Зовнішніми акціонерами можуть бути: юридичні особи, фізичні особи, держава Відсутність міноритарних акціонерів	Модель А
Змішана полярна	Великі акціонери Присутність міноритарних акціонерів	Модель Б
	Зовнішні великі акціонери володіють контрольним пакетом акцій. Зовнішніми акціонерами можуть бути: юридичні особи, фізичні особи, держава Присутність міноритарних акціонерів (пакет, яким вони володіють, дуже розпорошений). Міноритарними акціонерами можуть бути: юридичні особи, фізичні особи, держава	Модель Б-1
	Внутрішні великі акціонери (менеджмент та інсайдери) з офіційно закріпленими правами власності Присутність міноритарних акціонерів (пакет, яким вони володіють, дуже розпорошений). Міноритарними акціонерами можуть бути: юридичні особи, фізичні особи, держава	Модель Б-2
Розпорошена	Присутність значної кількості міноритарних акціонерів (контрольний пакет, яким вони у сукупності володіють – дуже розпорошений). Міноритарними акціонерами можуть бути: юридичні особи, фізичні особи, держава, менеджмент та інсайдери	Модель В

Джерело: розроблено автором.

інституціональне середовище домінує в процесі формування ефективної моделі корпоративного управління і прискорює інноваційні процеси.

#### Список використаних джерел

1. Задахайло Д.В. Корпоративне управління: навчальний посібник / Д.В. Задахайло, О. Кібенко, Г. Назарова. – Х.: Еспада, 2003. – 688 с.

2. Сазонець І.Л. Корпоративне управління: світовий досвід та механізм залучення інвестицій: навчальний посібник / І.Л. Сазонець. – К.: ЦУЛ, 2008. – 304 с.

3. Олейник А.Н. Институциональная экономика: учеб. пособие / А.Н. Олейник. – М.: ИНФРА-М, 2002. – 416 с.

4. Довгань Л.Є. Корпоративне управління: інституціональні аспекти / Л.Є. Довгань, І.П. Малик; за ред. Л.Є. Довгань. – К.: ІВЦ «Вид-во «Політехніка», 2006. – 340 с.

УДК 311.14:336.27

А.М. ЄРІНА,  
д.в.н., професор кафедри статистики, Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана,  
К.М. ЯРОШ,  
аспірант, Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана

## Боргова ситуація в Україні: статистичний аспект

*Здійснено аналіз сучасних тенденцій державного боргу, боргового навантаження і платоспроможності України, методом головних компонент оцінена боргова позиція.*

**Ключові слова:** державний борг, боргове навантаження, платоспроможність, боргова позиція.

*Осуществлен анализ современных тенденций государственного долга, долговой нагрузки и платежеспособности Украины, методом главных компонент определена ее долговая позиция.*

**Ключевые слова:** государственный долг, долговая нагрузка, платежеспособность, долговая позиция.

*The analysis of current trends of state's debt, debt burden and solvency of Ukraine, the principal components method is defined by its debt position.*

**Keywords:** state's debt, debt burden, solvency, the debt position.

**Постановка проблеми.** З розгортанням процесів глобалізації розвиток міжнародної фінансової системи характеризується значним зростанням зовнішньої заборгованості країн світу. Залучення іноземного капіталу примножує ресурси економічного розвитку країн-позичальників, але водночас породжує проблему обслуговування боргу, посилює залежність державних фінансів від коливань кон'юнктури на світових фондових і валютних ринках, підвищує ризик виникнення кризи ліквідності. В реаліях сучасного світу управління ризиками державного боргу, визначення шляхів вирішення боргової проблеми і методів підвищення боргової безпеки актуалізує статистичний моніторинг тенденцій заборгованості і платоспроможності кожної країни та оцінювання її боргової позиції.

**Аналіз досліджень та публікацій з проблеми.** Важливий внесок у дослідження зовнішньої заборгованості як ефективного інструменту стабілізації національних економік, причин і наслідків зовнішніх запозичень, боргової політики та боргової безпеки держави зробили такі представники західної економічної думки, як О. Бланкарт, С. Вайнберген, В. Нордхаус, М. Фрідмен, Д. Хамільтон та ін. Вплив державного боргу на соціально-економічний стан та фінансову безпеку України досліджували вітчизняні вчені, зокрема Т. Богдан, А. Гальчинський, О. Барановський, З. Варналій, О. Василик, Т. Вахненко, Я. Жаліло, Н. Зражевська, І. Лютий, А. Сухоруков, О. Царук, В. Шевчук, В. Юрчишин та ін.

**Метою статті** є визначення тенденцій боргових запозичень, оцінювання сучасного стану заборгованості і боргової позиції України, що важливо для формування стратегії управління державним боргом і обґрунтування управлінських рішень щодо джерел запозичень, вибору оптимальних боргових інструментів, ефективного використання залучених коштів.

Об'єкт дослідження – державний (прямий і гарантований) борг України, предмет – тенденції формування державного боргу, сучасний стан заборгованості і боргова позиція України як суб'єкта міжнародних економічних відносин. Інформаційна база дослідження: офіційна статистика Національного банку України щодо стану платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції, інформація Мінфіну України щодо балансу державного бюджету та розміру боргових зобов'язань, рекомендації міжнародних фінансових організацій, дослідження вітчизняних вчених і спеціалістів.

**Виклад основного матеріалу.** Згідно з прийнятими у світі стандартами обліку боргових операцій державний борг являє собою суму боргових зобов'язань сектору загального державного управління перед внутрішніми і зовнішніми кредиторами. Статистика зовнішнього боргу України гармонізована з міжнародними стандартами, викладеними в офіційних виданнях Міжнародного валютного фонду [7].

Нестача фінансових ресурсів на початковому етапі становлення української економіки примушувала країну ставати активним позичальником на світовому ринку позикового

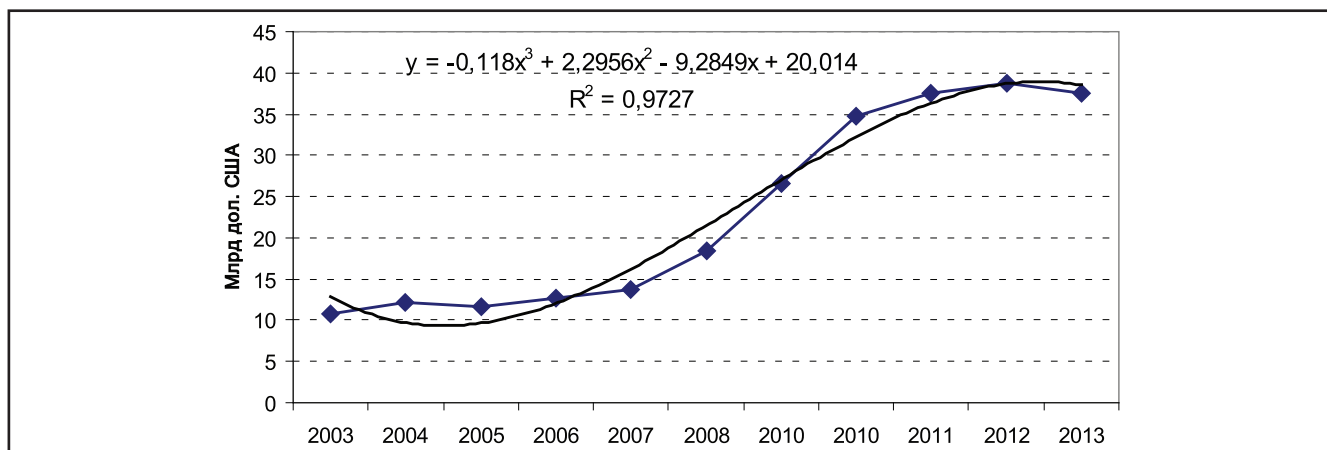
капіталу. Через постійний дефіцит державного бюджету і від'ємне сальдо платіжного балансу обсяги зовнішнього боргу невідомо зростали, при цьому інтенсивність нарощення боргу на різних етапах розвитку економіки різнилися. На рис. 1 наведена динаміка формування та розвитку зовнішнього державного боргу України після боргової реструктуризації 2000 року. За характером динаміки цей процес умовно можна поділити на три періоди.

Перший (2003–2007) – це період виваженої боргової політики, спрямованої на недопущення безконтрольного зростання державного боргу та зменшення боргового навантаження на економіку держави. Стабілізація економічної ситуації в країні та сприятлива зовнішня кон'юнктура дозволили суттєво знизити обсяги боргового навантаження на економіку, що супроводжувалося підвищенням міжнародних рейтингів України [3].

Світова фінансова криза 2008–2009 років наклала свій негативний відбиток на динаміку і стан заборгованості. Різне знецінення національної валюти спричинило стрімке зростання зовнішніх запозичень і посилило борговий тягар на економіку і державні фінанси. Надмірні зовнішні запозичення при ігноруванні внутрішніх джерел фінансування дефіциту бюджету істотно підвищили фінансові ризики, зробили державні фінанси України вразливими до коливань кон'юнктури на міжнародних фондових ринках і спричинили кризу ліквідності [8, с. 52]

Починаючи з 2011 року темпи зростання зовнішніх запозичень дещо сповільнилися. Цьому сприяв, зокрема, початок випуску облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) в іноземній валюті. Основними причинами освоєння валютних ОВДП стали проблеми із залученням фінансових ресурсів за кордоном та зменшення попиту на облігації у гривні. Проте валютні ОВДП не стали дієвим способом регулювання ринку позикового капіталу. Останнім часом надходження від ново розміщених ОВДП ледь покривали платежі з погашення та сплати доходу за розміщеними раніше.

На кінець 2013 року державний борг України сягнув 574,4 млрд. грн. проти 88,7 млрд. грн. у 2007 році. Водночас змінилася структура державного боргу, частка зовнішнього боргу за цей період зменшилася з 78,8 до 51,4%, а частка внутріш-



**Рисунок 1.** Тенденція нарощення зовнішнього державного боргу України

Джерело: складено авторами за даними [6].

нього боргу відповідно зростає [6]. Зменшення частки зовнішнього державного боргу (а отже, валютних ризиків) вважається позитивним чинником, проте в разі неконтрольованого зростання внутрішнього боргу існує прихована загроза трансформації внутрішнього боргу в зовнішній.

Негативним аспектом тенденції нарощення державного боргу стала практика надання державних гарантій при одержанні кредитів суб'єктами підприємницької діяльності. На кінець 2013 року гарантований державою борг становив 102,2 млрд. грн., або 17,8% до загальної суми державного боргу.

Для оцінювання критичності обсягів державних запозичень і виявлення пов'язаних із заборгованістю потенційних ризиків використовують низку боргових індикаторів. У практиці міжнародних фінансових організацій таких індикаторів нараховується кілька десятків. Серед них найбільш вживаними є співвідношення суми державного боргу та платежів з погашення і обслуговування боргу з такими макроекономічними показниками, як: ВВП, річний експорт товарів і послуг, доходи державного бюджету та ін. Концептуально ці індикатори поділяються на дві категорії (рис. 2). Співвідношення суми державного боргу чи окремих його складових (внутрішній, зовнішній, прямий, гарантований борг) з макропоказниками характеризують стан заборгованості та боргове навантаження на економіку і державні фінанси (блок БН). Співвідношення між макропоказниками і платежами з погашення та обслуговування державного боргу розглядаються як індикатори платоспроможності країни (блок ПС).

У процесі аналізу боргового навантаження економіки і платоспроможності країни фактичні значення боргових індикаторів порівнюють з пороговими (граничними). Такі порівняння мають дещо умовний характер, оскільки порогові значення не є тими жорстко встановленими рівнями, перевищення яких неминуче означає наявність боргових проблем. З іншого боку, потенційні ризики, пов'язані із заборгованістю, можуть мати місце і за помірного боргового навантаження. Так, в Україні за період з 2008 по 2013 рік практично всі індикатори боргового навантаження і платоспроможності не перетинали встановлених критичних меж, проте боргова ситуація погіршувалася: зростало боргове на-

вантаження на економіку, посилювався тиск на державний бюджет, знижувалася платоспроможність.

У контексті загрозової тенденції окремих боргових індикаторів виникає потреба в інтегральному вимірнику боргової позиції. Таким вимірником, на наш погляд, може бути лінійна комбінація індикаторів боргового навантаження, платоспроможності і пов'язаних із заборгованістю макроекономічних показників (сальдо державного бюджету, валютний курс, стан платіжного і торговельного балансів, золотовалютні резерви тощо). З-поміж різних методів визначення інтегральних показників в даній статті перевага надається моделі головних компонент, основне рівняння якої має вигляд:

$$G = \sum_1^m a_i z_i,$$

де  $G$  – компонента з найбільшою дисперсією  $\lambda$ ;

$a_i$  – факторні навантаження, кожне з яких характеризує щільність зв'язку між  $i$ -ю ознакою і компонентою  $G$ , і як будь-яка міра щільності зв'язку змінюється в межах від 0 до  $\pm 1$ ;

$z_i$  – стандартизовані значення ознак з одиничними дисперсіями; сумарна дисперсія дорівнює кількості ознак  $m$ .

В ознакову множину компонентної моделі боргової позиції України включені такі показники-індикатори:  $x_1$  – відношення загального обсягу державного боргу до ВВП, %;  $x_2$  – відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %;  $x_3$  – відношення платежів з погашення і обслуговування державного боргу до ВВП, %;  $x_4$  – відношення платежів з погашення і обслуговування державного боргу до доходів бюджету, %;  $x_5$  – офіційний курс гривні щодо долару США;  $x_6$  – відношення золотовалютних резервів до зовнішнього державного боргу. Перелічені показники характеризують боргове навантаження на економіку, норму обслуговування боргу, міжнародну валютну ліквідність і ціну національної валюти. Щільність і напрям зв'язків між включеними в модель показниками можна простежити за даними кореляційної матриці (табл. 1). Оскільки інформаційна база моделі представлена часовими рядами, то коефіцієнти кореляції відображають не причинно-наслідкові зв'язки, а синхронність змін боргових індикаторів, валютного курсу і ліквідності. Це зумовлено наявністю спільного латентного фактора, який відобра-

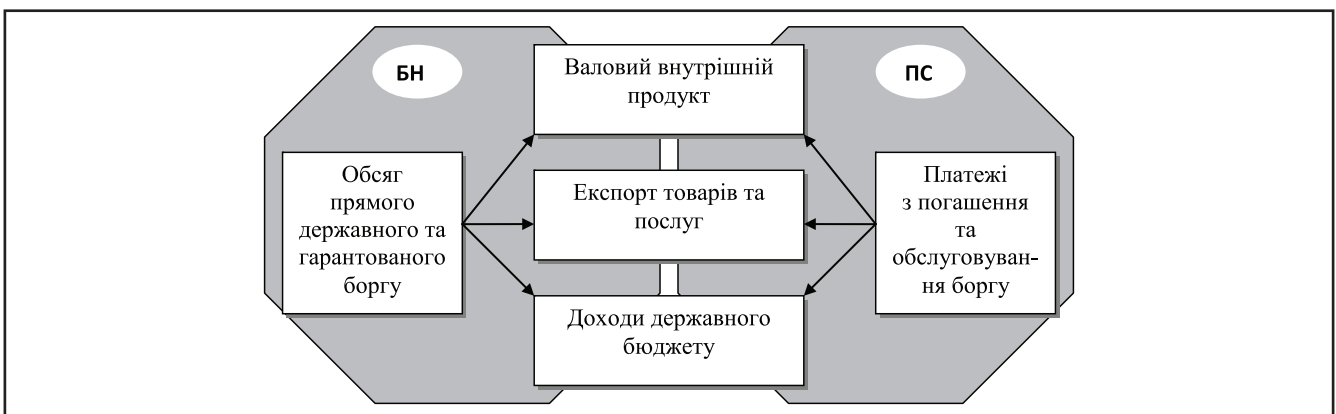


Рисунок 2. Концептуальна основа визначення боргових індикаторів

Джерело: складено авторами на основі [5, 7].

Таблиця 1. Кореляційна матриця R

	$x_1$	$x_2$	$x_3$	$x_4$	$x_5$	$x_6$
$x_1$	1	0,941	0,796	0,808	0,920	-0,861
$x_2$	0,941	1	0,729	0,738	0,916	-0,747
$x_3$	0,796	0,729	1	0,991	0,764	-0,801
$x_4$	0,808	0,738	0,991	1	0,730	-0,850
$x_5$	0,920	0,916	0,764	0,730	1	-0,649
$x_6$	-0,861	-0,747	-0,801	-0,850	-0,649	1

Джерело: розраховано за даними [6].

Таблиця 2. Факторні навантаження і ступінь факторизації моделі головних компонент

Показник $x_i$	Факторне навантаження $a_i$
$x_1$ – відношення загального обсягу державного боргу до ВВП	-0,965
$x_2$ – відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг	-0,919
$x_3$ – відношення платежів з погашення і обслуговування державного боргу до ВВП	-0,920
$x_4$ – відношення платежів з погашення і обслуговування державного боргу до доходів бюджету	-0,926
$x_5$ – офіційний курс гривні щодо долару США	0,902
$x_6$ – відношення золотовалютних резервів до зовнішнього державного боргу	0,888
Дисперсія компоненти $\lambda$	5,0844
Ступінь факторизації моделі ( $\lambda: m$ )	0,8470

Джерело: розраховано за даними [6].

жає внутрішню структуру досліджуваного процесу і пояснює кореляційні зв'язки між показниками. Компонента G розглядається як узагальнююча оцінка латентного фактора. Щодо досліджуваного процесу формування заборгованості країни, то цю компоненту можна ідентифікувати як інтегральний показник боргової позиції.

Метод головних компонент реалізований в інтегрованій системі обробки даних Statistica (процедура Principal components модуля Factor Analysis). За процедурами модуля визначаються: факторні навантаження  $a_i$ , внесок компоненти в сумарну дисперсію (ступінь факторизації моделі) та числові значення компоненти. Факторні навантаження компоненти G і внесок її в сумарну дисперсію спостережуваних значень показників наведено в табл. 2. Високі значення факторних навантажень засвідчують, що усі включені в модель показники є істотними «симптомами» боргової позиції.

Дисперсія компоненти  $\lambda = 5,0844$  забезпечує високий ступінь факторизації моделі  $(5,0844: 6) = 0,847$ .

Числові значення компоненти за кожний t-й рік визначаються за формулою:

$$G_t = \sum_{i=1}^m \left( \frac{a_i}{\lambda} z_{it} \right).$$

На рис. 3 представлена динаміка інтегрального показника боргової позиції України. Траєкторія кривої певною мірою віддзеркалює динаміку нарощення державного боргу (рис. 1): докризовий період характеризується зміцненням боргової позиції ( $G_{2007} = 1,509$ ), посткризовий – спадним трендом ( $G_{2013} = -1,416$ ). Зв'язок між часовими рядами обсягів державного боргу і борговою позицією обернений, коефіцієнт кореляції становить  $r = -0,851$ . Отже, основною причиною нестійкої боргової позиції України є збільшення обсягів державного боргу, що своєю чергою зумовлено хронічним

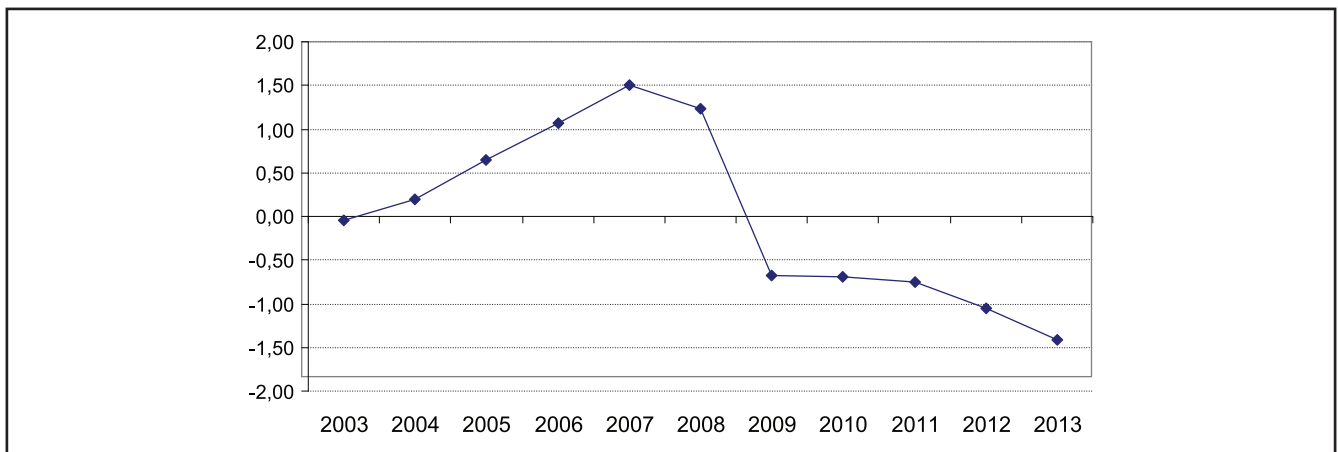


Рисунок 3. Динаміка боргової позиції України за 2003–2013 роки

Джерело: розраховано за даними [6].

дефіцитом державного бюджету і неефективним використанням залучених коштів. Домінування зовнішньої складової у структурі загального боргу держави збільшує потенційні негативні наслідки девальвації національної валюти і припинення надходження іноземного капіталу, що підвищує ймовірність розгортання фінансової кризи.

### Висновки

Збереження існуючих тенденцій у сфері державного за-  
позичення є серйозною потенційною загрозою для фінан-  
сової безпеки України. Надмірні запозичення порушують  
боргову стійкість і підвищують вразливість країни до зов-  
нішніх шоків. Щоб зменшити кредитні і валютні ризики бор-  
гових операцій, необхідно обсяги запозичень узгоджувати із  
стратегією економічного розвитку, прогнозом ВВП, напря-  
мами бюджетної, структурно-інвестиційної та зовнішньо-  
економічної політики, прогнозом платіжного балансу і ре-  
зервних активів НБУ. При цьому важливо враховувати всі  
можливі внутрішні та зовнішні чинники, що можуть впливати  
на формування і погашення державного боргу.

### Список використаних джерел

1. Богдан Т. Боргова політика держави в умовах глобальної нестабіль-  
ності / Т. Богдан // Економіка України, 2013. – №2 (615). – С. 4–17.

2. Вахненко Т.П. Особливості формування державного боргу та  
управління його складовими в період фінансової кризи / Т.В. Вах-  
ненко // Фінанси України. – №6. – 2009. – С. 14–28.

3. Економічна безпека / [Варналій З.С., Мельник П.В., Тарангул  
Л.Л. та ін.]; під ред. З.С. Варналія. – [1-е вид.]. – К.: Знання, 2009. –  
С. 126–128, 154.

4. Лютий І.О. Державний кредит та боргова політика України: мо-  
нографія / І.О. Лютий, Н.В. Зражевська, О.Д. Рожко. – К.: Центр уч-  
бової літератури, 2008. – 352 с.

5. Методичний коментар до статистики зовнішнього боргу [Елек-  
трон. ресурс] – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/docscatalog/document?id=63731>

6. Офіційний сайт Міністерства фінансів України: [www.minfin.gov.ua](http://www.minfin.gov.ua)

7. Статистика внешнего долга. Руководство для составителей и  
пользователей [Електрон. ресурс] / Международный валютный  
фонд. – 2003. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/eds/guide/guider.pdf>

8. Фурманець К.Л. Формування зовнішнього державного боргу  
України та фінансовий механізм його регулювання в умовах глоба-  
лізації / К.Л. Фурманець [Електрон. ресурс]. – Вісник Вінницького  
політехнічного інституту. – №1. – 2013. – Режим доступу:  
[http://archive.nbu.gov.ua/portal/natural/vvpi/2013\\_1/13\\_1\\_ekonomika\\_4.pdf](http://archive.nbu.gov.ua/portal/natural/vvpi/2013_1/13_1_ekonomika_4.pdf)