

УДК 336.273.2

Браткова І. М.

Академія фінансового управління

АНАЛІЗ ТА ОЦІНКА ОВДП ЯК ІНВЕСТИЦІЙНОГО ІНСТРУМЕНТУ

У статті досліджено роль та місце державних цінних паперів на інвестиційному ринку країни в теперішній період. Здійснено аналіз використання різними групами інвесторів облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) як інвестиційного інструменту. Проведено оцінювання співвідношення «ризик – дохідність» для ОВДП за допомогою інструментарію сучасної портфельної теорії та подано аналіз їх основних ризиків. Сформовано пропозиції щодо покращення інвестиційної привабливості ОВДП.

Ключові слова: державні цінні папери, інвестиційна привабливість ОВДП, безризиковий актив, кредитний рейтинг, ризик дефолту за зобов'язаннями уряду.

Постановка проблеми. Державні облігації, емісію яких здійснюють центральні органи влади, відіграють цілу низку важливих ролей у фінансово-інвестиційній сфері. З одного боку, держава за допомогою цього інструменту може залучати ресурси для покриття дефіциту бюджету, для фінансування цільових державних програм та для інших державних потреб. Тобто, державні облігації є інструментами залучення державою коштів. З іншого – державні цінні папери відіграють важливу роль на інвестиційному ринку країни. Важливість зумовлюється тим, що ці облігації в теоретичному та практичному аспектах розглядаються як безризикові або низько ризикові активи. Головним чином це пояснюється виключними можливостями держави, порівняно з емітентами корпоративного сегменту. Маючи можливість змін оподаткування, друку грошей та приватизації держава може забезпечити виплати за облігаціями. Разом з тим аналіз та оцінення співвідношення між ризиком та доходністю державних облігацій на українському ринку вказує на кардинальні відмінності у зазначеному сенсі. Така ситуація створює проблему інвестиційної привабливості українського ринку в цілому. Тому для дослідження обрано цю тему.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Функціонування ринку державних цінних паперів розглядалося багатьма вченими, серед яких: В. Базилевич, І. Лютій, Т. Вахненко, В. Федосов, З. Варналій, А. Гальчинський, О. Барановський та інші. Роль боргових зобов'язань уряду на інвестиційному ринку розглядаються у працях таких науковців, як Дж. Андріцький, А. Дамодаран, А. Камінський, Т. Богдан, А. Радіонова та інші. Проте, враховуючи важливість державних цінних паперів на фінансовому ринку України на сьогодні виникає багато запитань щодо їх привабливості серед вітчизняних та іноземних інвесторів. Актуальність розгляду цього питання зумовлюється й погіршенням стану економіки країни.

Метою статті є аналіз та оцінення основних ризиків, які притаманні вітчизняним державним облігаціям, визначення причин низького попиту на інструменти урядової позики та встановлення шляхів підвищення їх інвестиційної привабливості.

Вклад основного матеріалу дослідження. Характеризуючи функції державних облігацій, варто відзначити, що на всіх етапах розвитку урядові зобов'язання відігравали помітну роль у фінансовому становищі держави. Починаючи від свого народження у XVI ст., вони давали можливість наповнювати казну держави для виконання бюджету та поставлених державою завдань. З початку XX ст. інтерес до державних облігацій

почав зростати, особливо на ринку США, де цей інструмент активно був упроваджений у 1917 р. До цього держава залучала ресурси на міжнародних ринках, але у зв'язку з Першою світовою війною подібне стало неможливим й уряд США емітував облігації на суму близько 21,5 млрд дол. США. Власники капіталу почали сприймати державні облігації як важливий елемент у інвестиційних портфелях, те саме можна було сказати й про фінансових посередників, насамперед банків. У межах портфельного підходу була обґрунтована так звана теорема про інвестування в два фонди. Одним з цих фондів (при цьому фондом безризикового інвестування) виступають державні облігації. На сьогодні державні облігації займають дуже важливе місце у світовому ринку інвестицій та їх роль в інвестиційних процесах є значною.

Ураховуючи сучасні тенденції, можна сформулювати повний перелік функцій, які виконують урядові позики. При цьому необхідно зазначити, що випуск таких інструментів здійснюється урядами відповідних держав переважно для неемісійного фінансування дефіциту державного бюджету. Тобто випуск цінних паперів дає державі змогу:

- профінансувати дефіцит державного бюджету;
- забезпечити касове виконання бюджету;
- згладити нерівномірні надходження податкових платежів;
- профінансувати цільові програми (пов'язані, наприклад, з будівництвом житла, доріг, розвитком окремих галузей економіки тощо);
- погасити або переформити (реструктуризувати) розміщені раніше боргові зобов'язання;
- створити передумови для розвитку фінансових ринків через випуск еталонних інструментів;
- використовувати державні цінні папери як ефективний інструмент макроекономічного регулювання (регулювання кредитно-грошового обігу за допомогою операцій на відкритому ринку шляхом впливу на банківську систему, рівень і структуру інвестицій, заощадження населення та суб'єктів господарювання);
- визначити реальну вартість обслуговування державного боргу (відсоткова ставка державних цінних паперів визначається на ринку);
- забезпечувати комерційні банки та інші фінансові структури (страхові компанії та пенсійні фонди) ліквідними та надійними активами [2, с. 461-463].

Явище дефіциту державного бюджету досить часто виникає в різних країнах. Для вирішення проблеми дефіциту держава повинна здійснювати певні операції з метою вирівнювання доходів та видатків бюджету. В сучасних умовах виділяють два основних джерела фінансування дефіциту, а саме:

1. Грошово-кредитна емісія. Це є незабезпеченим джерелом фінансування у зв'язку з інфляційними проблемами. Можливий за умови жорсткого контролю.

2. Емісія зобов'язань держави. Використовується за наявності на ринку коштів у внутрішніх інвесторів, їх довіри до інвестицій державних цінних паперів та оцінення ризику таких інвестицій. Для іноземних інвесторів важливим аспектом є співвідношення між ризиком та доходністю таких цінних паперів. При цьому для них одним з головних виступає ризик девальвації валюти [1, с. 723–725].

Таким чином, державні позики є більш адекватним, гнучким й економічно привабливим джерелом покриття дефіциту державного бюджету та фінансування державних потреб. За своїм економічним значенням державні позики зображають взаємовідносини між державою як позичальником та юридичними і фізичними особами, урядами інших країн як кредиторами. Крім того, згідно з ст. 15 Бюджетного кодексу України, джерелом фінансування бюджету не можуть бути емісійні кошти Національного банку України.

Розглядаючи світовий досвід розподілу державних цінних паперів на фінансовому ринку, можна зауважити, що значна їх частина знаходиться у власності різноманітних суб'єктів. Так, в казначейські зобов'язання США в певній мірі інвестують пенсійні фонди, яким належить чверта частина всіх емітованих цінних паперів

уряду для внутрішнього ринку; фонди взаємного інвестування та фонди грошового ринку (14,3% у 2015 р.); домогосподарства (14,2%) та центральний банк (27,5%). На комерційні банки та кредитні спілки припадає всього 6% від усіх емітованих у США державних цінних паперів, у власності страхових компаній перебуває понад 3% боргових інструментів, а серед нефінансових інституцій розміщено трохи більше 2% зобов'язань (див. рис. 1).

Розглядаючи ринок державних облигацій Японії, можна констатувати, що власником найбільшої частини державних цінних паперів Японії (понад 30%) є депозитні корпорації (комерційні банки, ощадні установи та кредитні спілки). На страхові компанії та пенсійні фонди в Японії припадає близько 20% боргових зобов'язань, на центральний банк – понад 15%. Крім того, на ринку присутні також і домогосподарства, державні пенсійні фонди та нефінансові корпорації [4]. Державні цінні папери в країнах Європи також розміщуються серед широкого кола інвесторів [5]. Незважаючи на те, що близько половини таких інструментів орієнтовані на зовнішніх суб'єктів, серед резидентів у іншу половину переважають комерційні банки (Франція – 22,5%, Німеччина – 23,5%, Італія – 12,6%, Великобританія – 29%), страхові компанії та пенсійні фонди (Італія – 13,5%, Великобританія – 10%) та інші фінансові інституції.

Розглянемо використання облигацій внутрішньої державної позики (далі – ОВДП) різними групами фінансових установ України. Для цього проаналізуємо структуру їх інвестиційних портфелів (див. рис. 2). В активах більшості Інституту спільного інвестування (далі – ІСІ) переважають

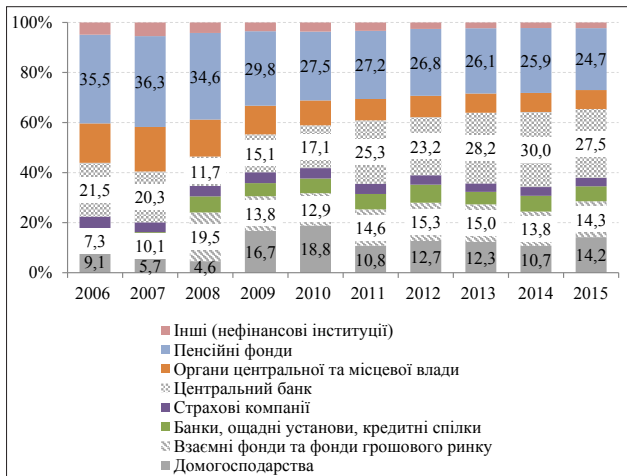


Рис. 1. Казначейські цінні папери США, розміщені на внутрішньому ринку

Джерело: [3]

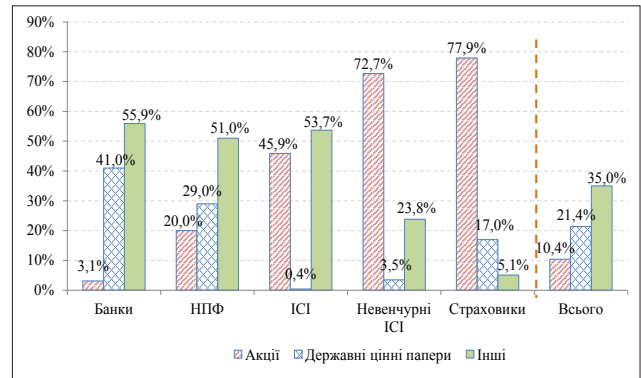


Рис. 2. Структура інвестиційних портфелів фінансових інститутів України у 2015 р.

Джерело: [6–9]

Таблиця 1

Структура активів фінансових інститутів у 2015 р.

Складові активів, млрд. грн.	ІСІ (9 міс.)				НПФ		Банки		Страхові компанії	
	Усього	%	У тому числі невенчурні	%	Усього	%	Усього	%	Усього	%
Акції	23,51	10,3	2,10	20,3	0,07	3,3	6,1	0,5	11,90	32,7
Корпоративні облигації	9,26	4,1	0,38	3,7	0,27	13,4			0,74	2,0
Муніципальні облигації	–	–	–	–						
Державні облигації	0,18	0,08	0,10	1,0	0,68	34,1	81,60	6,5	2,60	7,1
Векселі	18,16	8,0	0,31	3,0	–	–			–	–
Інші цінні папери	0,05	0,02	–	–	–	–	47,24	3,8	0,04	0,1
Усього портфелів цінних паперів	51,17	22,5	2,89	27,9	1,00	50,8	198,84	15,9	15,28	42,0
Усього активів	227,22	100	10,35	100	1,96	100	1254,36	100	36,42	100

акції, частка яких в інвестиційному портфелі всіх ІСІ становить 45,9%, а в портфелі – навіть 72,7%. Натомість банки продовжують інвестувати переважно в боргові цінні папери, зокрема їх вкладення в ОВДП становлять 41%.

У цілому в усіх фінансових установах країни в 2015 р. державні облигації разом становлять 21,4% в їх інвестиційному портфелі, акції – 10,4%, та інші фінансові інструменти – 35%. Але важливим фактом для розуміння функціонування ринку ОВДП в Україні є нерівномірність частини ОВДП в портфелях різних типів фінансових інститутів.

Найбільшу частину активів та портфелю цінних паперів фінансових інститутів забезпечують банки, як наслідок, саме структура їх вкладень є визначальною. Пояснюється це тим, що інвестиції в ОВДП для банків вважаються безризиковими в регулятивному аспекті. Якщо розглядати структуру активів інших фінансових інститутів, то частина інвестиційного портфелю в них не є значною. Так, наприклад, для банків на державні облигації у 2015 р. припало лише 6,5%, для ІСІ – 0,08%, для недержавного пенсійного фонду (далі – НПФ) – 34,1% порівняно з 10,71% у 2014 р. і для страхових компаній – 7,1% (3,55% – у 2014 р.). Тобто, фінансові компанії віддають перевагу вкладенням у депозити, нерухомість, дебіторську заборгованість тощо (див. табл. 1).

Варто зазначити, що одними з ключових держателів ОВДП є державні банківські установи, а саме: АТ «Ощадбанк» та АТ «Укресімбанк». Привабливість державних облигацій для комерційних банків обумовлена можливістю отримувати кредити рефінансування від НБУ та залучати кошти на міжбанківському ринку під їх заставу [10].

Розглянемо ОВДП з точки зору сучасної портфельної теорії та охарактеризуємо специфіку наявної ситуації. В сучасній портфельній теорії здійснюється аналіз цінних паперів з точки зору їх доходності, ризику та кореляційної залежності між їх доходами [12, с. 64–65].

При статистичному підході дохідність розраховується як середня величина за останні T періоди:

$$m = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_t.$$

Ризик при статистичному підході розраховується як стандартне відхилення доходності:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (R_t - m)^2}.$$

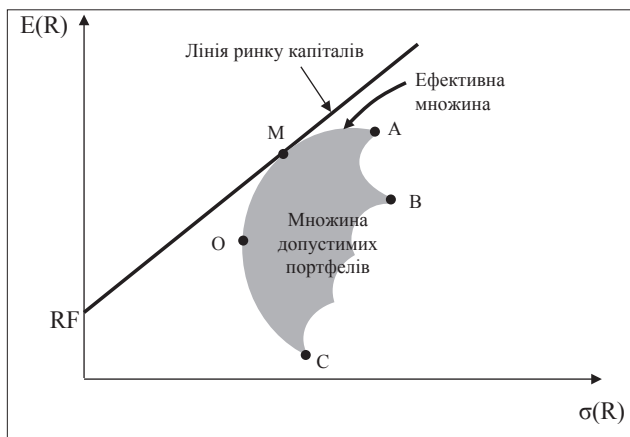


Рис. 3. Інвестиційний ринок за наявності безризикового активу

Джерело: [12, с. 73–75]

Оцінені таким чином цінні папери та портфелі цінних паперів відбивається на площині «дохідність – ризик»: (m, σ) . Вибір оптимального портфеля здійснюється з так званої множини ефективних портфелів [11, с. 82]. Графічна ілюстрація ефективного множини наведена на рис. 3.

Наявність на ринку державних цінних паперів суттєво змінює вигляд ефективного множини. Це пояснюється декількома факторами, головним з яких є фактор низького ризику (чи навіть безризиковий характер) цих цінних паперів. Це дозволяє інвесторам створювати портфелі у вигляді комбінацій безризикового активу та ризикових активів. В теоретичному плані зміст такого підходу зображає теорема про інвестування в два фонди [12, с. 71]. Ілюстрація даної теореми наведена також на рис. 3. Наявність державних цінних паперів, які є безризиковими, створює нову ефективну множину – лінію ринку капіталів. У відповідності до Теореми про інвестування в два фонди інвестори будуть інвестувати в фонд M , який являє собою ринковий портфель, та в безризикові державні цінні папери RF .

Насправді безризиковий характер державних цінних паперів відрізняється в різних країнах та практика показує неможливість скористатися зазначеним підходом на ринках багатьох країн. Розглядаючи інвестиції в державні цінні папери, інвестори мають урахувувати такі ризики:

- країновий,
- політичний,
- зміна відсоткової ставки,
- інфляційний,
- дефолт.

Останні два ризики мають особливе значення при розгляді питання, що досліджується в даній роботі.

Країновий ризик складається із сукупності ризиків, які виникають при інвестиціях в іноземну країну. До нього включаються ризики політичні та економічні цієї країни, а також ризики коливання курсів валют та ризик неможливості виводу інвестицій з даної країни. Ризик коливання курсів валют характеризується тим, що падіння курсу національної валюти може зменшити дохідність від інвестування чи навіть зробити її від'ємною. Ризику виводу інвестицій з країни полягає в можливості введення державними органами заборони на виведення капіталу з країни.

Політичний ризик пов'язаний із невизначеністю в отриманні інвестиційного доходу через політичні зміни в країні (революції, зміни урядів тощо). Результатом політичних змін можуть бути оголошення дефолту, пропозиція реструктуризації виплат за облигаціями, висока інфляція та інші подібні аспекти.

Ризик зміни відсоткової ставки є ризиком припиненням облигаціям всіх типів (як державних, так і корпоративних) та особливо впливає на облигації з фіксованими ставками купону. Зміст його в тому, що інвестиційна вартість облигацій змінюється в залежності від відсоткових ставок в економіці. Зміни реалізуються через дисконтування майбутніх надходжень та зміни кон'юнктури попиту на різні інвестиційні інструменти. Взаємозв'язок між доходністю облигацій та відсотковими ставками є оберненим. Зростання відсоткових ставок призводить до зменшення доходності облигацій та навпаки.

Ризик дефолту та інфляційний ризик пов'язані у випадку розгляду інвестицій в державні облигації емітовані в національній валюті. Зумов-

леність інфляційного ризику пояснюється тим, що держава, як емітент цінних паперів, має унікальну можливість здійснювати емісію грошей з метою погасити свої зобов'язання. Як наслідок, існує можливість розрахуватися за борговими зобов'язаннями шляхом емісії грошей. Таким чином, за своєю суттю, дефолт знаходить своє вираження у вигляді емісії грошей та інфляцією, яка є наслідком цього.

Ризик дефолту частіше зустрічається у разі випуску урядових облігацій, виражених в іноземній валюті. Загалом всю історію дефолтів за борговими зобов'язаннями держави можна зобразити у вигляді табл. 2.

У той час, коли в більшості випадків дефолт відбувається по заборгованості в іноземній валюті, деякі країни наштотувались на це явище і у своїх зобов'язаннях у національній грошовій одиниці. Так, у звіті рейтингового агентства Standard & Poor's «Sovereign Defaults set to fall again in 2005» зазначається, що з 1975 р. 23 емітенти мали дефолт з боргу в національній валюті. Серед них можна виокремити Аргентину (2002–2004 рр.), Мадагаскар (2002 р.), Домініку (2003–2004 рр.), Монголію (1997–2000 рр.), Україну (1998–2000 рр.) та Росію (1998–1999 рр.). Найбільшими в історичному контексті стали дефолт Росії на суму 39 млрд дол. США та дефолт Бразилії – 62 млрд дол. США в 1990 р. [13, с. 23].

Зрозуміло, що причиною такої ситуації є те, що країни, за відсутності певного рішення, зобов'язані оголошувати дефолт за зобов'язаннями в іноземній валюті за неспроможності розрахуватися за ними. Набагато складнішою є ситуація з дефолтом за випущеними борговими інструментами всередині країни. Уряд завжди буде мати можливість друкувати більше місцевої валюти для виконання своїх зобов'язань і таким чином уникати ситуації неможливості оплатити взяті зобов'язання.

Неспроможність виконати взяті урядом зобов'язання завжди матиме негативні наслідки для економіки країни. До них можна віднести такі: втрата репутації надійного позичальника, економічні спади і політична нестабільність. Проте використання альтернативи у вигляді друку вітчизняної грошової одиниці для оплати боргових зобов'язань також має місце бути. В такій ситуації матимуть місце знецінення та девальвація національної валюти, нарощування темпів інфляції. Це також може призводити до спаду економіки, відтоку інвесторів та виведення іноземного капіталу, втрати довіри до фондового ринку країни тощо. Тому важливим є оцінка наслідків (вартість рішення) кожного із можливих сценаріїв розвитку – емісія грошей чи оголошення дефолту.

Перераховані вище ризики, а особливо ризик дефолту, мають місце на вітчизняному ринку

Таблиця 2

Суверенні дефолти країн світу за 1820–2014 рр.

Країни	Періоди							
	1820–1834	1867–1882	1890–1900	1911–1921	1931–1940	1976–1989	1998–2003	2004–2014
<i>Європа</i>								
Австрія		1868		1914	1932			
Болгарія				1915	1932			
Німеччина					1932			
Греція	1824		1893					2012
Угорщина					1931			
Італія					1940			
Молдова							2002	
Польща					1936	1981		
Португалія	1934		1892					
Румунія				1915	1933	1981		
Росія				1917			1998	
Сербія-Югославія			1895		1933	1983		
Іспанія	1831	1867						
Туреччина		1876		1915	1940	1978		
Україна							1998	
<i>Латинська Америка</i>								
Аргентина	1830		1890	1915	1930	1982	2001	2014
Болівія		1874			1931	1980		
Бразилія	1826		1898	1914	1931	1983		
Чилі	1826	1880			1931	1983		
Колумбія	1826	1879	1900		1932			
Коста-Ріка	1827	1874	1895		1937	1983		
Куба					1933	1982		
Домініканська Республіка		1869	1899		1931	1982		2005
Еквадор	1832	1868		1911, 1914	1931	1982	1999	2008
Мексика	1827	1867		1914		1982		
Парагвай	1827	1874	1892	1920	1932	1986		
Перу	1826	1876			1931	1983		
Уругвай		1876	1892			1983	2003	
Венесуела	1832	1878	1892			1982		2004

Джерело: побудовано автором на основі [13, с. 15-18; 14; 15]

державних цінних паперів. Тому необхідно проаналізувати українські державні облигації, а саме їх характеристик як інвестиційного інструменту. Розглянемо місце, яке вони займають на фондовому ринку України (див. рис. 4). Звісно, операції з ОВДП на вторинному ринку проводяться регулярно та є досить значими. Це пов'язано із великою кількістю їх розміщень та масштабами емісії. Основна частка операцій припадає на біржовий ринок, а середньозважена доходність значно коливається в межах 12–25%. Варто зазначити, що операції з довгостроковими ОВДП протягом зазначеного періоду були практично відсутні через скорочення випуску таких інструментів.

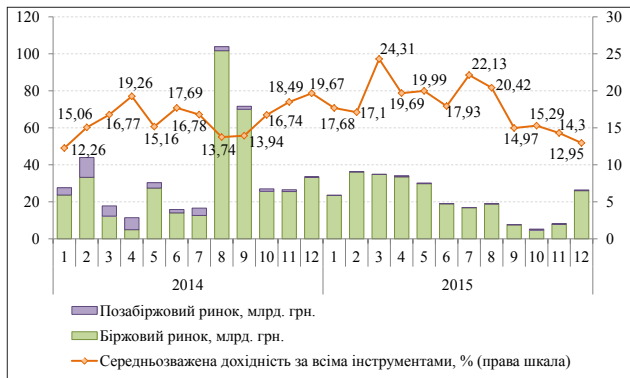


Рис. 4. Обсяг та доходність операцій з ОВДП на вторинному ринку

Джерело: [9]

Що стосується аналізу та оцінки ризиків, пов'язаних з інвестиціями в ОВДП, необхідно детально розглянути ризик дефолту та інфляційний ризик.

Якщо виходити з рейтингових оцінок міжнародних рейтингових агентств, привласнених внутрішнім державним облигаціям України, то вони мають перед дефолтний рейтинг. Так, 19 жовтня 2015 р. S&P дещо підвищило рейтинг з CCC+/C до B-/B. Хоча, 8 жовтня 2015 р. Fitch Ratings підтвердив рейтинг боргових зобов'язань у національній валюті на рівні CCC, а Moody's – на рівні Сaa3 (листопад 2015 р.) [17]. Ймовірність дефолту протягом року для рейтингових значень Сaa-С, привласнених державним облигаціям, становить 23,64% [17].

Розглядаючи теорему про інвестування в два фонди, можна побачити, що облигації не лежать на ефективній площині (див. рис. 5).

Дійсно, сподівану доходність розрахуємо за формулою:

$$m = 20\% \cdot (1 - PD) + (-100\%) \cdot PD, \quad (1)$$

де PD – ймовірність дефолту класу Сaa3 (23,64%);

20% – річна доходність за ОВДП.

Відповідно, для даного розподілу розраховано стандартне відхилення. Звичайно, доходність -100% може бути скорегована на коефіцієнт покриття (recovery rate), але дане питання залишимо для подальших досліджень.

Для порівняння розглянемо пару (m,σ) для індексного портфеля акцій на основі індексу ПФТС. Розглянувши річні значення доходностей з 2010 р. (після кризи 2008–2009 років) індексу ПФТС отримуємо (-5,3%; 46,5%). Крім цього, розглянемо портфель з 10 корпоративних облигацій на українському ринку. Річну доходність обли-

гацій приймемо 25%, а ймовірність дефолту за рейтинговим значенням Сaa3 для корпоративних облигацій 23,35% [18]. Стандартне відхилення портфелю складатиме 4,31% (див. рис. 5).

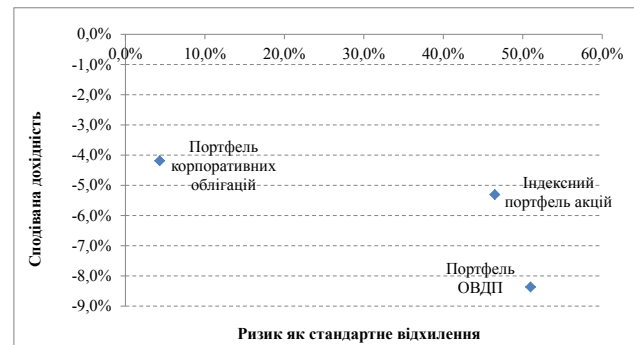


Рис. 5. Ринок фінансових інвестицій в Україні

З графіку можна побачити, що низький рейтинг ОВДП суттєво впливає на співвідношення «ризик-доходність» на ринку та спотворює логіку застосування класичних підходів портфельної теорії.

Ризик інфляції і ризик девальвації теж мають місце на вітчизняному ринку державних цінних паперів. Так, у 2015 р. інфляція становила 43,3% [19], тоді як доходність ОВДП – 20%. Проблему девальвації ілюструє графік інвестицій НБУ в ОВДП та курсу гривні до долара США (див. рис. 6). Це вказує на те, що, здійснюючи інвестиції в ОВДП, можна отримати інвестиційний дохід, який буде зменшений інфляцією, а для іноземних інвесторів – девальвацією.

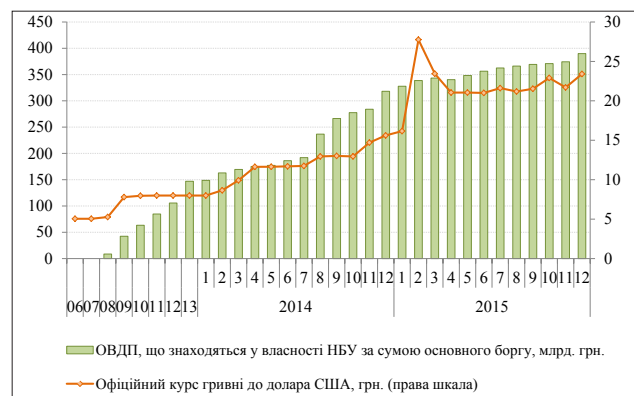


Рис. 6. Співвідношення офіційного курсу гривні до долара США та ОВДП у власності НБУ

Джерело: [9]

Як видно з наведеного рисунка, в ситуації підвищення офіційного курсу гривні до долара відбувається нарощення ОВДП у власності НБУ. Тобто в умовах погіршення економічного становища країни, нестача коштів компенсується емісією державних облигацій, що тягне за собою девальвацію національної валюти.

Висновки. Проведений аналіз та оцінка ризику ОВДП вказують на те, що цей інструмент не є інвестиційно привабливим. Причиною, перш за все, є низький – перед дефолтний рейтинг, що породжує високий ризик та спотворює ринок фінансових інвестицій України через нівелювання лінії ринку капіталів. По-друге, наявність інфляції знецінює інвестиції в цінні папери в цілому. А для інвестицій в ОВДП інфляція перевищує їх доходність більш ніж в два рази. По-третє,

збільшення ОВДП у власності НБУ призводить до девальвації гривні, що відштовхує іноземних інвесторів від інвестицій у фінансові інструменти українського ринку.

Ураховуючи важливість покращення в Україні інвестиційного клімату, необхідною задачею виступає покращення інвестиційної привабливості фінансових інвестицій. Основним напрямом в аспекті ОВДП має бути підвищення їх рейтингу. Високий рейтинг має низьку ймовірність банкрутства. Це, у свою чергу, підвищує надійність інвестування в них як внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів. Однак, враховуючи те, що рейтинг облігацій не може бути суттєво покращеним за короткий період, пропонується першим

кроком запровадити облігації, які компенсують інфляцію. Тобто, ввести аналог «inflation-linked bonds», які компенсують купонні виплати на показник інфляції. Введення такого інструменту має два вигідні аспекти. По-перше, погашення випуску ОВДП через високу інфляцію буде не привабливим, а тому державні установи будуть прагнути зменшити її рівень. Це впливатиме на весь ринок інвестицій. По-друге, це підвищить надійність ОВДП для потенційних інвесторів. Результатом цього має бути поступове підвищення рейтингу ОВДП. В свою чергу, це може виступити основою для наближення функціонування українського ринку фінансових інвестицій до сучасних моделей.

Список літератури:

1. Базилевич В.Д. Макроекономіка : [підручник] / В.Д. Базилевич. – 2-ге вид., випр. – К. : Знання, 2005. – 851 с.
2. Чечель О.М. Державні запозичення як важливий механізм формування економічної політики держави / О.М. Чечель // Ефективність державного управління. – 2010. – Вип. 23. – С. 459–467. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/Edu/2010_23/fail/Chechel.pdf
3. US Treasury Securities Holders [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/StatisticsFiles/TA-US-Treasury-Holders-SIFMA.xls>
4. Basic Figures of the Flow of Funds [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://boj.or.jp/en/statistics/sj/sjexp.pdf>
5. Andritzky J.R. Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter? (WP/12/158) / J.R. Andritzky [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=26004.0>
6. Основні показники системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 31 грудня 2015 р. // Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://nfp.gov.ua/files/sekto/NPF_IV%D0%BA%D0%B2_2015.pdf
7. Аналітичний огляд ринку ІСІ в Україні (3-й квартал 2015 р.) // Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/files/articles/2319/65/Q3%202015_final.pdf
8. Підсумки діяльності страхових компаній за 2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://forinsurer.com/files/file005665.pdf>
9. Грошово-кредитна та фінансова статистика // Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58127
10. Аналітичний огляд банківської системи України за 2014 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://rurik.com.ua/documents/research/bank_system_4_kv_2014.pdf
11. Markowitz H.M. Portfolio Selection / H.M. Markowitz // The Journal of Finance. – 1952. – Vol. 7. – № 1. – P. 77–91.
12. Kaminskyi A.B. Portfolio Management: Teaching Materials and Course Guide for Master Students in Economics and Finance / A.B. Kaminskyi. – Kyiv : Znannia, 2015. – 214 p.
13. Damodaran A. Into the Abyss: What if nothing is risk free? / A. Damodaran [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/nothingisriskfree.pdf>
14. 2014 Years Of Sovereign Defaults In One Chart [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zerohedge.com/news/2014-07-31/214-years-sovereign-defaults-one-chart>
15. Sovereign default [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://en.wikipedia.org/wiki/Sovereign_default
16. Кредитний рейтинг державних цінних паперів // Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://195.78.68.18/minfin/control/uk/publish/archive/main?cat_id=406135
17. Sovereign Default and Recovery Rates (1983–2010) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://efinance.org.cn/cn/FEben/Sovereign%20Default%20and%20recovery%20rates,1983-2010.pdf>
18. Corporate Default and Recovery Rates (1920–2010) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://efinance.org.cn/cn/FEben/Corporate%20Default%20and%20Recovery%20Rates,1920-2010.pdf>
19. Индекс инфляции (Украина) // Финансовый портал Министерства финансов [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://index.minfin.com.ua/index/inf1/?2015>

Браткова И. Н.

Академия финансового управления

АНАЛИЗ И ОЦЕНКА ОВГЗ В КАЧЕСТВЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО ИНСТРУМЕНТА

Резюме

В статье исследована роль государственных ценных бумаг в финансовой системе и их место на инвестиционном рынке страны. Осуществлен анализ использования ОВГЗ в качестве инвестиционного инструмента различными группами инвесторов. Проведена оценка соотношения «риск – доходность» для ОВГЗ с помощью инструментария современной портфельной теории и представлен анализ их основных рисков. Сформированы предложения по улучшению инвестиционной привлекательности ОВГЗ.

Ключевые слова: государственные ценные бумаги, инвестиционная привлекательность ОВГЗ, безрисковый актив, кредитный рейтинг, риск дефолта по обязательствам правительства.

Bratkova I. M.

Academy of Financial Management

GOVERNMENT BONDS ANALYSIS AND EVALUATION AS AN INVESTMENT INSTRUMENT

Summary

The role of government securities in the financial system and their place in the investment market are studied in the article. The analysis of government bonds using as an investment instrument by different groups of investors are researched. There are also calculated the "risk-yield" ratio for debt instruments using modern portfolio theory tools and analyzed their major risks. Proposal to improve the investment attractiveness of government bonds are formed.

Key words: government securities, investment attractiveness of government bonds, risk-free asset, credit rating, the government bonds default risk.

УДК 368.03(4/8)

Мелещенко А. І.

Бренер А. В.

Воровська К.А.

Запорізький національний технічний університет

ОСОБЛИВОСТІ РОЗВИТКУ УКРАЇНСЬКОГО ТА МІЖНАРОДНОГО РИНКУ НЕДЕРЖАВНОГО ПЕНСІЙНОГО СТРАХУВАННЯ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

У статті розглянуто сучасні тенденції та стан недержавного пенсійного страхування в Україні та Сполучених Штатах Америки. Особливу увагу приділено висвітленню та дослідженню діяльності страхових компаній у системі пенсійного забезпечення України та США. Проаналізовано досвід США у сфері недержавного страхування та можливість його застосування в Україні. Визначено актуальні проблеми та шляхи покращення стану недержавного пенсійного забезпечення в Україні.

Ключові слова: пенсійне забезпечення, недержавне/державне пенсійне страхування, страхова компанія, холдинг, інвестиції, анuitети, пенсійні плани.

Постановка проблеми. Закони України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» і «Про недержавне пенсійне забезпечення» були прийняті ще в 2004 р., за мету вони мали перехід до трирівневої пенсійної системи. Проте третій рівень – недержавне пенсійне страхування ще зовсім мало розвинутий в Україні, тому необхідно розглянути міжнародний досвід.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемам і перспективам розвитку державного та недержавного пенсійного страхування в Україні та світі присвячені роботи багатьох зарубіжних та вітчизняних учених.

Серед зарубіжних учених найбільш помітний вклад у цю сферу внесли такі вчені, як: О. Мітчелл, Р. Шеа, Б. Хеммонд, Р. Маурер, М. Варшавський та К. Сметерс.

Багато праць вітчизняних учених-економістів присвячено дослідженню пенсійного забезпечення та пенсійного страхування України, наприклад роботи Т. Кір'яна, М. Шаповала, Е. Лібанової, С. Пирожкова, М. Руженського, В. Сахацького, М. Шаварина, А. Якимова, В. Грушко, М. Ріппа, О. Зарудного, Б. Зайчук, В. Яценко, В. Никитенко, В. Семендяєва, І. Гнибіденко, М. Бойко, Н. Антоненко.

Але мало уваги було приділено саме стану недержавного пенсійного страхування та шляхам його покращення в Україні.

Метою статті є аналіз сучасного стану недержавного пенсійного страхування в Україні та використання досвіду закордонних країн у цій галузі, зокрема США. Виділення причин недосконалості недержавного пенсійного страхування в Україні та шляхів його покращення, беручи до

уваги досвід більш розвинутої в цій сфері країни – США.

Виклад основного матеріалу дослідження. З прийняттям Законів України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» і «Про недержавне пенсійне забезпечення» в 2004 р. розпочато впровадження пенсійної реформи, сутність якої полягає в переході до трирівневої пенсійної системи [3].

Отже, на сьогодні система пенсійного забезпечення в Україні складається з таких рівнів:

- 1) солідарна система загальнообов'язкового державного пенсійного страхування;
- 2) накопичувальна система загальнообов'язкового державного пенсійного страхування;
- 3) система недержавного пенсійного забезпечення.

Перший рівень належить до загальнообов'язкового державного пенсійного страхування. Другий та третій рівні становлять систему накопичувального пенсійного забезпечення. Громадяни України можуть бути учасниками одночасно різних рівнів пенсійної системи [1, с. 154–155].

Перший рівень – солідарна пенсійна система – передбачає забезпечення мінімальної та гарантованої пенсії, яка надається державою. Пенсії виплачуються з коштів державного Пенсійного фонду. Пенсія нараховується тільки за ті роки (місяці), коли працівник та підприємство, де працює працівник, фактично сплачували пенсійні внески із/на заробітну плату розмір якої становив не менше мінімальної встановленої урядом. Розрахунок величини пенсії проводиться не за трудовим, а за страховим стажем,