DOI: https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-53-14

УДК 336.7

ОСОБЛИВОСТІ РОЗВИТКУ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

FEATURES OF THE DEVELOPMENT OF THE UKRAINIAN GOVERNMENT BOND MARKET

Богріновцева Людмила Миколаївна
кандидат економічних наук, доцент,
Національна академія статистики, обліку та аудиту
ORCID: https://orcid.org/0000-0001-9597-1085

Ключка Ольга Володимирівна
кандидат економічних наук, доцент,
Державний податковий університет
ORCID: https://orcid.org/0000-0003-3903-7487

Liudmyla Bohrinovtseva
National Academy of Statistics, Accounting and Auditing

Olha Kliuchka
State Tax University

Стаття присвячена дослідженню ключових аспектів розвитку ринку державних боргових цінних паперів України. Встановлено, що ринок боргових цінних паперів є комплексною соціоекономічною структурою, на якій базується функціонування ринкової економіки в цілому. Його існування сприяє нагромадженню капіталу для здійснення інвестицій у виробничу сферу, перебудові економічної структури та підвищенню рівня життя населення через володіння та вільне розпорядження цінними паперами. Проаналізовано обсяг розміщення державних облігацій та питому вагу цих операцій у фінансовій системі України. Висвітлюються фактори, що спричинили ріст інтересу до державних облігацій, такі як вплив геополітичних подій та зміни в ринкових умовах. Досліджено фактори, які впливають на зміну дохідності цих цінних паперів, такі як дефіцит держбюджету, облікова ставка Національного банку та інші економічні показники. Розглянуто основні умови для ефективного функціонування ринку державних боргових цінних паперів. Зроблено висновок, що при ефективному та прозорому використанні, дані фінансові інструменти можуть позитивно вплинути на інвестиційні процеси в країні, за рахунок їх впливу на грошовий обіг та регулювання грошової маси в країні. В свою чергу, вони також виступають як засобом покриття дефіциту державного бюджету, так і методом залучення грошових ресурсів підприємствами та населенням для вирішення різних завдань. За допомогою боргових цінних паперів держава регулює розвиток економіки та формує рівень дохідності від цінних паперів, створює механізми перерозподілу капіталу між різними сегментами фінансового ринку та вирішує інші важливі соціально-економічні завдання.

Ключові слова: боргові цінні папери, державний борг, облігація, ОЗДП, ОВДП, фінансові інструменти, ринок цінних паперів, цінні папери.

The article is dedicated to exploring key aspects of the development of the market of Ukrainian government bonds. It is established that the market of bonds is a complex socio-economic structure upon which the functioning of the market economy as a whole is based. Its existence contributes to capital accumulation for investment in the productive sector, restructuring of the economic structure, and improvement of the population's living standards through ownership and free disposal of securities. The volume of government bond placements and the relative significance of these operations in Ukraine's financial system are analyzed. Factors that have led to an increased interest in government bonds are highlighted, including the impact of geopolitical events and changes in market conditions. Factors influencing changes in the yield of these securities, such as the government budget deficit, the central bank's policy rate, and other economic indicators, are investigated. The essential conditions for the effective functioning of this market are examined. It has been demonstrated that in the absence of a developed government bond market, the presence of short-term financial instruments limits the bank's capabilities in this direction. The utilization of only

© Богріновцева Л.М., Ключка О.В., 2023

short-term bonds for withdrawing excess liquidity leads to an increase in short-term interest rates and encourages investment in such bonds. This situation can create an imbalance in capital attraction in favor of short-term securities. The authors have investigated the significance of the circulation of government bonds, particularly in times of military conflict, as it aids in addressing prevailing issues within the realm of public finances and contributes to bolstering the stability of our nation's economy. The conclusion is drawn that with efficient and transparent utilization, these instruments can positively impact investment processes in the country, leveraging their influence on monetary circulation and money supply regulation. In turn, they also serve as a means to cover the deficits of the national and local budgets, as well as a method for enterprises and individuals to raise financial resources for various purposes. Through government bonds, the state regulates economic development, shapes the level of yield from securities, establishes mechanisms for capital transfer between different segments of the financial market, and addresses other significant socio-economic challenges.

Keywords: debt securities, government debt, bond, OZDP, OVDP, financial instruments, securities market, securities.

Постановка проблеми. В сучасних умовах ринок державних боргових цінних паперів відіграє важливу роль у формуванні бюджетної політики країни та реалізації грошово-кредитної політики через дії центрального банку. На сьогодні, державні цінні папери використовуються як основний інструмент для залучення фінансових ресурсів через державні запозичення, що сприяє підтримці економіки країни. Також, вони здійснюють позитивний вплив на інвестиційні процеси, які відбуваються в країні. Тим не менш, успішний розвиток ринку цінних паперів в Україні великою мірою обумовлений ефективним обігом державних боргових цінних паперів та активною участю уряду в реалізації боргової політики країни. Таким чином, для забезпечення належного функціонування ринку цінних паперів загалом важливе значення має оптимальне залучення фінансових ресурсів на ринку державних боргових цінних паперів. Відтак, дослідження обігу державних облігацій набуває особливого значення та актуальності, особливо в умовах воєнного стану, оскільки воно допомагає вирішувати наявні проблеми у сфері публічних фінансів та сприяти підтримці стійкості економіки нашої держави.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вагомий внесок у дослідження розвитку ринку державних боргових цінних паперів зробили такі вітчизняні науковці як: У. Ватаманюк-Зелінська, О. Ващенко, О. Грубляк, Т. Капелюшина, Ю. Коваленко, Н. Лубкей, С. Онишко, М. Федорович, В. Ченцов та інші. Однак, попри вагомий доробок зазначених науковців, варто зауважити, що у результаті фінансової та економічної нестабільності, викликаної повномасштабним вторгненням, обґрунтування особливостей розвитку та сучасного стану функціонування ринку державних боргових цінних паперів потребує додаткової уваги з боку науковців.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Враховуючи складну економічну ситуацію останніх років в країні виникла гостра потреба у дослідженні сучасного стану та перспектив впливу державних боргових цінних паперів на економіку України з урахуванням негативного впливу повномасштабного вторгнення.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Метою статті є визначення особливостей розвитку ринку державних боргових цінних паперів України під впливом інституційних змін та воєнного стану в країні.

Виклад основного матеріалу дослідження. У сучасних умовах ринкової економіки, фінансова стійкість країни визначається перш за все станом її державного бюджету, розміром дефіциту та рівнем державного боргу. Досвід розвинених країн показує, що ефективне управління державним боргом залежить від використання ринкових методів, особливо залучення різноманітних фінансових інструментів, які можуть впливати на розмір і структуру боргу. Одним із таких інструментів виступають державні облігації.

Для отримання фінансових ресурсів державі важливо продати державні облігації інвесторам. Однак, це вимагає довіри з боку громадськості та готовності держави виконувати свої зобов'язання. Державні облігації представляють собою державні фінансові інструменти, що засвідчують зобов'язання держави відшкодувати власникам цих облігацій їхню номінальну вартість та виплачувати дохід згідно з умовами їх емісії. Проте, рівень дохідності від інвестування в державні облігації значно менший порівняно з корпоративними облігаціями. Ставка доходу на державні облігації залежить від різних факторів, основні з яких продемонстровані на рис. 1.

Для більш глибшого розуміння предмету дослідження, важливо розглянути класифі-

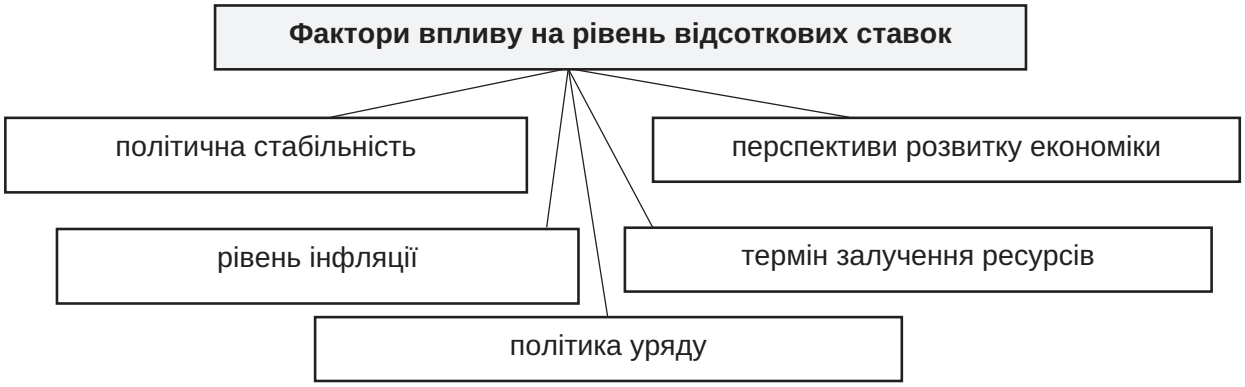


Рис. 1. Фактори впливу на рівень відсоткових ставок державних боргових цінних паперів

Джерело: побудовано авторами за даними [1]

кацію державних боргових цінних паперів. Виділяють наступні види державних боргових цінних паперів: облігації внутрішніх державних позик України (ОВДП), облігації зовнішніх державних позик України (ОЗДП), казначейські зобов'язання та цільові облігації внутрішніх державних позик України.

Особливу увагу слід приділити ОВДП, оскільки саме ці державні цінні папери є одними з ключових інструментів для приваблення фінансових ресурсів, особливо в умовах їхньої обмеженості. Відповідно до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», облігації внутрішніх державних позик – це державні фінансові інструменти, які розміщуються лише на внутрішньому фондовому ринку. Дані цінні папери підтверджують зобов'язання України відшкодувати власникам облігацій їхню номінальну вартість та виплачувати дохід відповідно до умов їхнього емітентства [2]. Фінансування державного боргу шляхом емісії державних облігацій передбачає менші витрати в порівнянні з привласненням коштів через банківські кредити. Саме тому, для України державні боргові цінні папери виступають головним інструментом для покриття державного боргу та, як свідчить досвід зарубіжних країн, виступають найліквіднішими та найнадійнішими видами капіталовкладень, які є привабливими для банків, компаній та населення.

Основні переваги державних боргових цінних паперів, на відміну від отримання державою кредитів, представлені на рис. 2.

Для оцінки обігу державних облігацій варто зосередитися на аналізі ринку облігацій внутрішніх та зовнішніх державних позик.

Динаміка розміщення облігацій внутрішніх державних позик на первинному ринку цінних паперів в Україні за 2018-31.07.2023 роки представлена на табл. 1.

Із наведеної таблиці можна відзначити, що у період з 2018 по 31.07.2023 рік спостерігається постійна зростаюча тенденція розміщення облігацій внутрішніх державних позик на первинному ринку цінних паперів України. В останні роки відзначався значний приріст обсягів розміщених державних облігаТаблиця 1

Динаміка розміщення ОВДП на первинному ринку цінних паперів в Україні за 2018-31.07.2023 рр.

Рік	Розміщення ОВДП на первинному ринку, млн. грн.	Кошти, залучені до державного бюджету	
		млн. грн.	%
2018	65127,79	65127,79	100
2019	227551,81	227551,81	100
2020	265668,72	258828,72	97,43
2021	309719,48	287896,18	92,95
2022	594384,51	164384,51	27,66
31.07.2023	227418,12	227418,12	100

Джерело: складено авторами за даними [5]

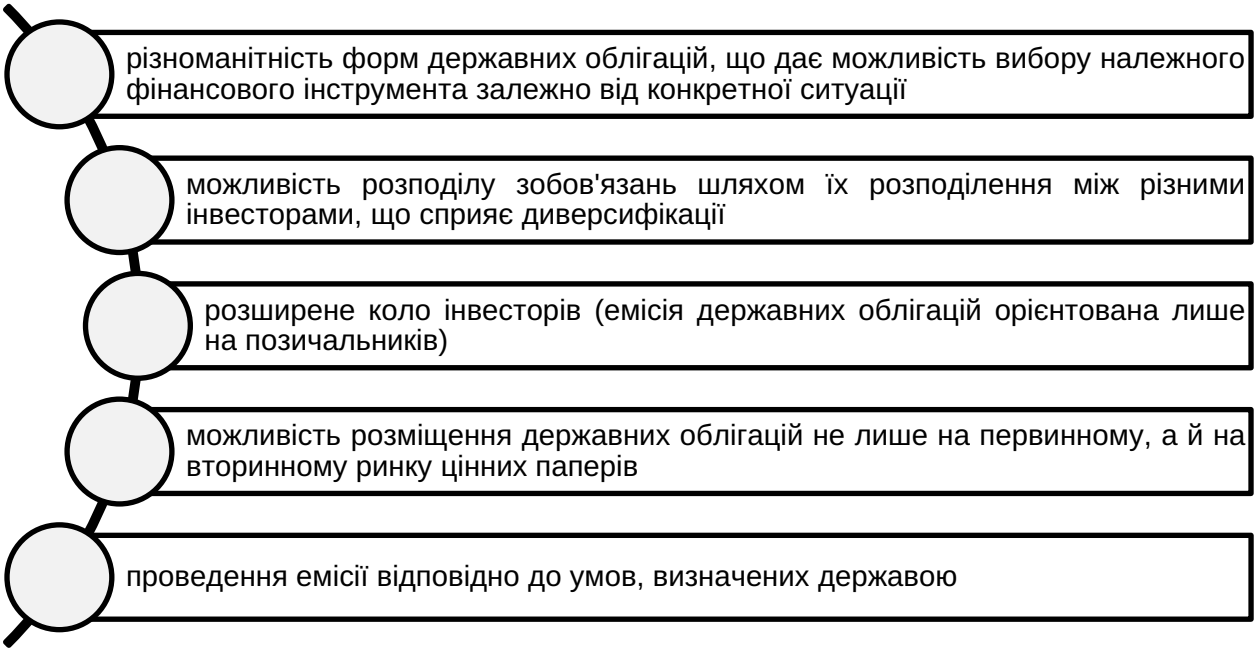


Рис. 2. Основні переваги державних боргових цінних паперів, на відміну від отримання державою кредитів

Джерело: побудовано авторами за даними [4]

ції, зокрема, у 2020 році обсяг ОВДП досяг 265 668,72 млн грн, а в 2022 році ця цифра зросла до 594 384,51 млн грн. Серед різних напрямків використання коштів, отриманих від розміщення облігацій внутрішніх державних позик на первинному ринку державних цінних паперів, велику вагу мають кошти, що спрямовуються до державного бюджету. У 2022 році частка коштів, залучених через розміщення ОВДП та призначених для державного бюджету, зменшилася до 27,66% порівняно з попереднім роком. Це зумовлено передусім початком повномасштабної війни та потребою залучення коштів для забезпечення фінансової оборони України. Станом на 31.07.2023 року розміщення ОВДП на первинному ринку становило 227418,12 млн грн. Всі кошти від розміщення ОВДП залучені до державного бюджету.

Важливо відзначити, що облігації внутрішніх державних позик можуть бути розміщені на первинних ринках як у національній валюті, так і в іноземній валюті. Значний ріст обсягів розміщення ОВДП на вітчизняних біржових ринках став можливим, головним чином, через воєнно-політичний конфлікт з росією. Така ситуація викликала сумніви як серед внутрішніх, так і серед зовнішніх інвесторів щодо вкладання їх вільних фінансових ресурсів у зв'язку з невизначеністю перспектив щодо повернення вкладених коштів та отримання прибутку. Це стало результатом нестабільності економічної ситуації в Україні та ймовірності її подальшого погіршення.

Для повноцінної оцінки обігу державних облігацій важливо розглянути динаміку середньозваженої дохідності випущених ОВДП на первинному ринку (рис. 3).

З рис. 3 можемо спостерігати, що у 2018 році середньозважена дохідність облігацій внутрішніх державних позик становила 17,79%. Протягом двох наступних років цей показник зменшився на 7,59%. Але з 2020 по 2022 рік, відзначається зростання дохідності ОВДП на 7,63%. Одним з головних факторів, що впливають на дохідність ринку державних облігацій, є рівень дефіциту держбюджету. Це зв'язано з тим, що зі зростанням дефіциту держбюджету також збільшується відсоткова ставка дохідності облігацій. Також слід зазначити, що облікова ставка Національного банку України є ще одним фактором, що впливає на дохідність державних облігацій. Зниження облікової ставки призводить до зменшення дохідності облігацій. Варто зауважити, що на сьогоднішній день можемо спостерігати протилежну ситуацію, оскільки протягом останніх років середньозважена дохідність ОВДП зростала та досягає 18,26% у 2022 році. Станом на 31.07.2023 року даний показник зріс до 19,1%. Підвищення дохідності облігацій внутрішніх державних позик протягом останнього

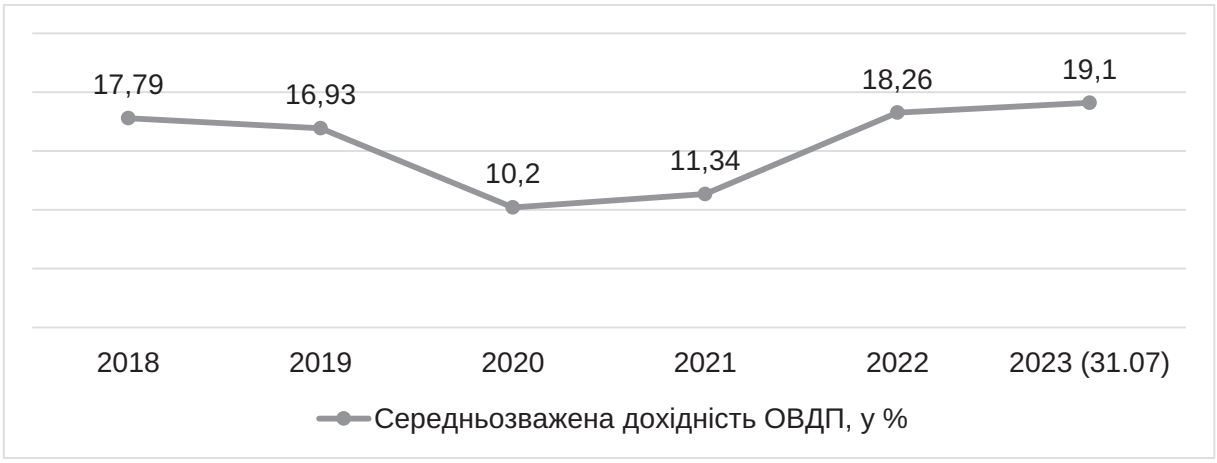


Рис. 3. Динаміка середньозваженої дохідності ОВДП в Україні, %

Джерело: побудовано авторами за даними [5]

року, насамперед, пояснюється зростанням актуальної потреби держави у залученні фінансових ресурсів та підвищенням облікової ставки Національним банком України.

Основні боргові інструменти включають кредитні угоди та облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП). Уряд використовує різноманітні засоби для здійснення зовнішніх запозичень, проте особливий акцент робиться на облігаціях зовнішньої державної позики (ОЗДП). Станом на кінець 2022 року, частка ОЗДП складала 53% зовнішнього боргу (рис. 4):

В умовах воєнного стану в країні виникає необхідність у пошуку альтернативних шляхів залучення фінансових ресурсів, що, в свою чергу, допоможе поповнити державний бюджет для підтримки Збройних Сил України, економіки та протистояння агресору. Один із методів, що допомагає залучити додаткові кошти, є випуск військових облігацій внутрішніх державних позик, назва яких вже вказує на ціль їх розміщення. Військові облігації є конкретним підвидом ОВДП, і гроші, отримані від їх продажу, використовуються для фінансування оборонних та соціальних потреб держави в умовах воєнного конфлікту [3]. Повернення коштів, одержаних у рамках позики, і виплата доходу здійснюються шляхом втручання Національного банку України. Крім цього, слід відзначити, що доходи фізичних осіб від інвестування в військові облігації не підлягають оподаткуванню. Придбання громадянами військових облігацій допомагає виявити їхню підтримку Збройних Сил України та виражає їхню готовність боротися за незалежність та територіальну цілісність України.

Наступним важливим етапом є аналіз сукупного обігу державних облігацій на ринку цінних паперів. Зокрема, відповідно до даних НКЦПФР обсяг торгів державними облігаціями України протягом 2017–2020 років демонстрував постійну позитивну динаміку. Наприклад, у 2020 році цей показник збільшився на 31,1% в порівнянні з попереднім роком, досягнувши значення 826 мільярдів гривень. Протягом вказаного часового проміжку також відбувалося збільшення обсягу торгів державними облігаціями на ринку цінних паперів. Наприклад, у 2017 році цей показник склав 54,65%, тоді як у 2020 році зріс до 82,52% [6]. Можна відзначити, що протягом 2021–2022 років спостерігається зростання як загального обсягу торгів на ринку цінних паперів, так і обсягу торгів державними облігаціями України зокрема.

З усіх доступних фінансових інструментів на ринку цінних паперів України найзначущими за обсягом торгів у період з 2017 по 2022 рік були саме операції з державними облігаціями.

На рис. 5 представлена структура обсягів торгів з розподілом за фінансовими інструментами на ринку цінних паперів.

З рис. 5 бачимо, що протягом визначеного періоду спостерігається постійне збільшення відсоткової участі торгів державними облігаціями порівняно з іншими фінансовими інструментами. З 2017 року цей показник підвищився на 27,9%, досягнувши 82,5% у 2020 році. Водночас, інші цінні папери виявляють тенденцію до зменшення їх частки у загальному обсягу торгів на ринку цінних паперів. Наприклад, частка акцій зменшилася на 23,2%, складаючи 3,8% у 2020 році.

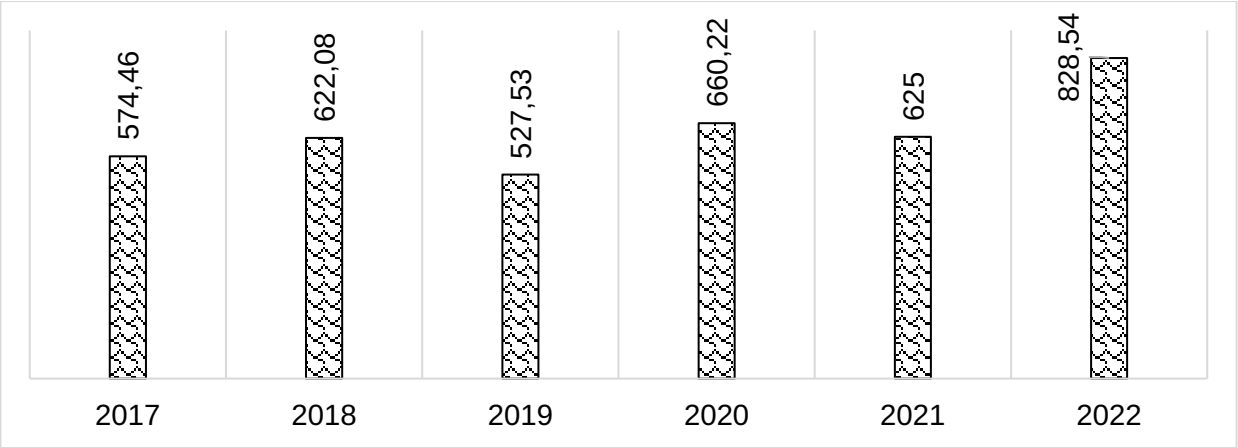
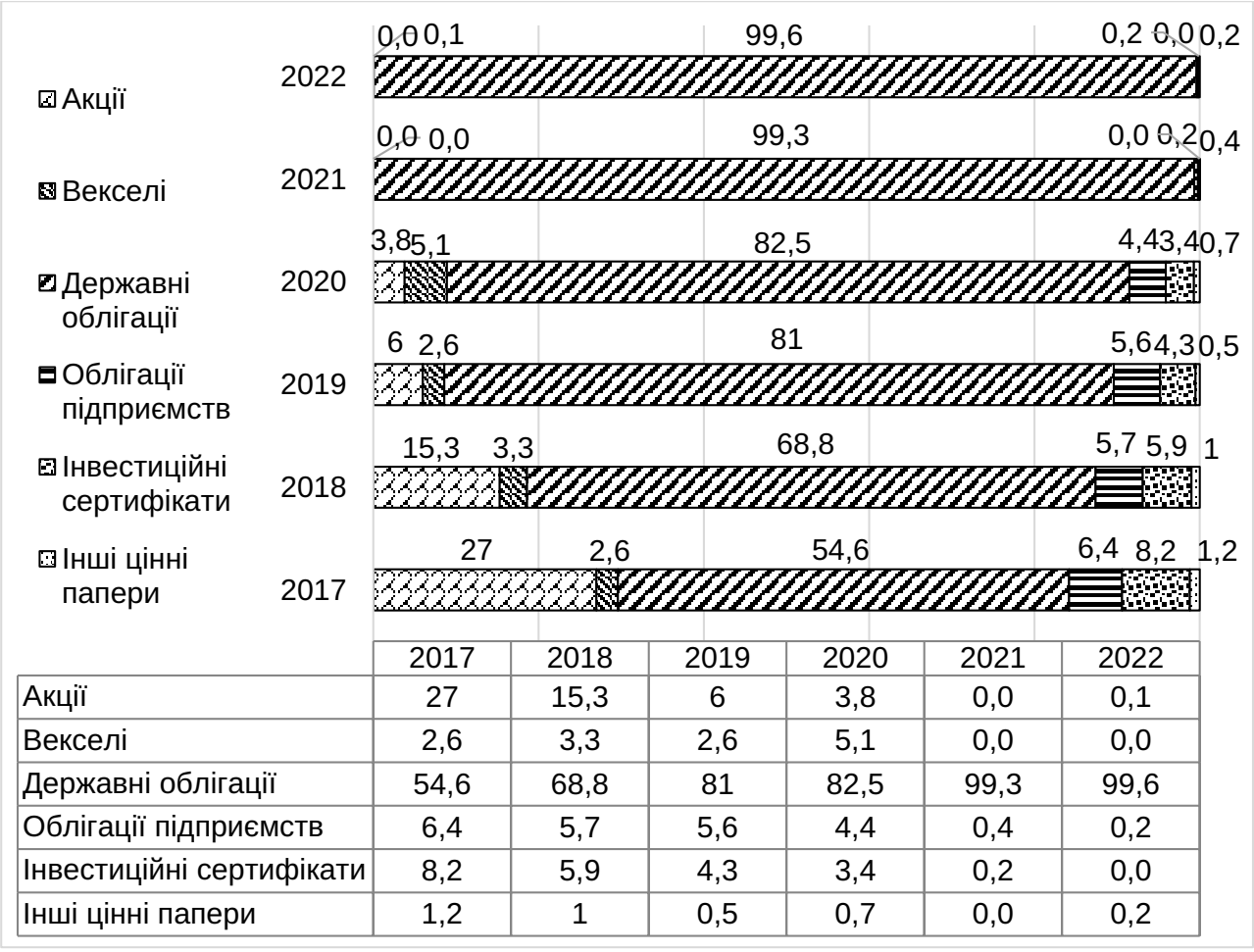


Рис. 4. Обсяг торгів облігаціями зовнішньої державної позики за 2017–2022 роки, млрд грн

Джерело: побудовано авторами за даними [10]



	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Акції	27	15,3	6	3,8	0,0	0,1
Векселі	2,6	3,3	2,6	5,1	0,0	0,0
Державні облігації	54,6	68,8	81	82,5	99,3	99,6
Облігації підприємств	6,4	5,7	5,6	4,4	0,4	0,2
Інвестиційні сертифікати	8,2	5,9	4,3	3,4	0,2	0,0
Інші цінні папери	1,2	1	0,5	0,7	0,0	0,2

Рис. 5. Структура обсягів торгів на ринку цінних паперів з розподілом за фінансовими інструментами за 2017–2022 роки, %

Джерело: побудовано авторами за даними [6]

Останні два роки демонструють все більше збільшення відсотку державних облігацій серед усіх наявних фінансових інструментів – на кінець 2022 року цей показник сягнув значення 99,6%, що є найвищим показником у порівняні з минулим роком.

Важливо відзначити, що розвинутий ринок державних боргових цінних паперів створює можливість використання фінансових ресурсів фізичних осіб та інших економічних учасників для забезпечення інвестиційних заходів [7]. Однак для ефективного функціонування даного ринку важливим є виконання наступних умов (рис. 6).

Слід відмітити, що прогрес розвитку ринку державних цінних паперів має важливу системоутворюючу значущість. Ефективний і жвавий ринок державних цінних паперів, на якому здійснюється торгівля фінансовими інструментами з різними строками погашення, дозволяє створити криву дохідності, що служитиме орієнтиром для всього ринку боргових цінних паперів. Наявність такої кривої доходності державних цінних паперів виступає як принцип адекватного формування цін на ринку корпоративних цінних паперів. У відсутності ризику, пов'язаного з державними цінними паперами, їх ринкові ціни стають вихідною точкою для побудови кривої доходності, яка точно відображає дохідність при нульовому ризику для різних термінів погашення.

Окрім цього, високорозвинений ринок державних боргових цінних паперів виконує важливу роль у регулюванні рівня ліквідності в фінансовому секторі. В умовах зростання економічної активності, забезпечення оптимального рівня ліквідності стає складною задачею для національного банку країни. При відсутності розвинутого ринку державних облігацій, наявність короткострокових фінансових інструментів обмежує можливості банку в цьому напрямку. Використання лише короткострокових облігацій для вилучення надлишкової ліквідності призводить до підвищення короткострокових відсоткових ставок та спонукає до вкладання у такі облігації. Така ситуація може створити дисбаланс в залученні капіталу на користь короткострокових цінних паперів. У контексті цього, регулювання рівня ліквідності за рахунок емісії середньострокових та довгострокових державних цінних паперів має значно зменшити цей ризик [9].

Висновки. Таким чином, можемо зробити висновок, що ринок державних цінних паперів відіграє важливу роль у національній економіці. Державні цінні папери, які активно обертаються на ринку цінних паперів, виступають основним засобом приваблення фінансових ресурсів. При ефективному та прозорому використанні, дані інструменти можуть пози-

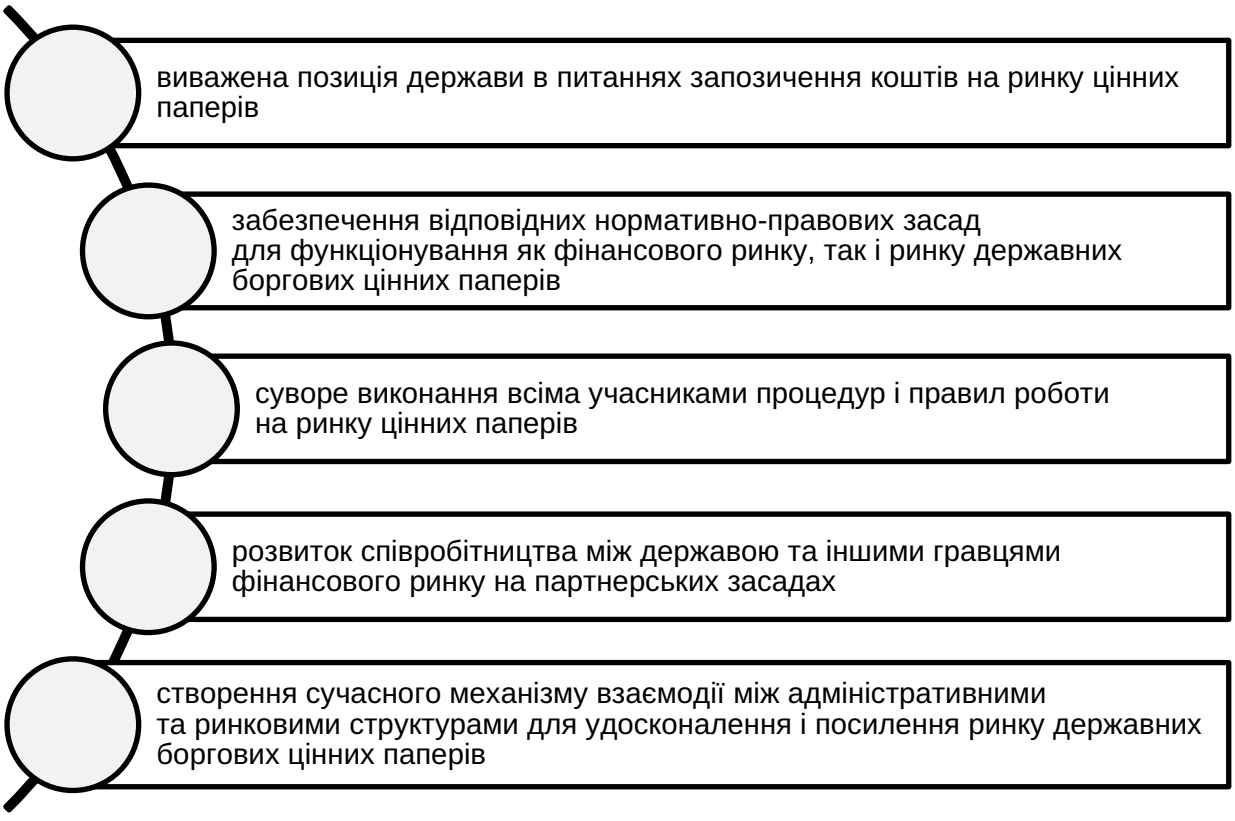


Рис. 6. Умови ефективного функціонування ринку державних боргових цінних паперів

Джерело: побудовано авторами за даними [8]

тивно вплинути на інвестиційні процеси в країні. Уряд використовує випуск боргових цінних паперів для впливу на грошовий обіг та регулювання грошової маси в країні. Це слугує як засобом покриття дефіциту державного бюджету, так і методом залучення грошових ресурсів підприємствами та населенням для вирішення різних завдань. Використовуючи боргові цінні папери, держава регулює розвиток економіки шляхом фінансування цільових програм та підтримки соціально важливих установ. Держава, за рахунок боргових цінних паперів, також впливає на рівень інфляції та валютного курсу, формує рівень дохідності від цінних паперів, створює механізми перерозподілу капіталу між різними сегментами фінансового ринку та вирішує інші важливі соціально-економічні завдання.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Боринець С. Я., Могилко Л. В. Економічна природа та призначення державних цінних паперів. *Інвестиції: практика та досвід*. 2011. № 13. С. 29–31.

2. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки: Закон України від 23.02.2006 р. у редакції від 03.01.2023 р. № 3480-IV. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text

3. Кремень О., Швидка В. Військові облігації як інструмент фінансування видатків державного бюджету України в умовах воєнного часу. *Проблеми інтеграції освіти, науки та бізнесу в умовах глобалізації :* тези доповідей IV Міжнародної науково-практичної конференції (м. Київ, 7 жовтня 2022 року). Київ : КНУТД, 2022. С. 98–100.

4. Фінансовий ринок : підруч.: у 2-х т. / кер. авт. кол. і наук. ред. Ю.М. Коваленко. Ірпінь: УДФСУ, 2018. Т. 1. 442 с.

5. Офіційний сайт Національного банку України. URL: https://bank.gov.ua/

6. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: https://www.nssmc.gov.ua

7. Вергелюк Ю. Ю. Використання ринкових джерел фінансування дефіциту державного бюджету в Україні. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія».* 2022. № 24(52). С. 84–89.

8. Інноватика на фінансових ринках : монографія / за наук. ред. д.е.н., проф. С.В. Онишко. Ірпінь : УДФСУ, 2018. 466 с.

9. Ганцяк М. Сучасний стан залучення фінансування бюджетного дефіциту на ринку державних боргових цінних паперів України. *Економіка та суспільство.* 2022. № 44. DOI: https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-44-17

10. Державний борг та гарантований державою борг. *Офіційний сайт Міністерства фінансів України.* URL: https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg

1. Borynets, S. Ya., & Mohylko, L. V. (2011) Ekonomichna pryroda ta pryznachennia derzhavnykh tsinnykh paperiv [Economic nature and purpose of state securities]. *Investytsii: praktyka ta dosvid – Investments: practice and experience,* 13, 29–31. [in Ukrainian]

2. Pro rynky kapitalu ta orhanizovani tovarni rynky: Zakon Ukrainy vid 23.02.2006 № 3480-IV. Available at: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text

3. Kremen, O., & Shvydka, V. (2022) Viiskovi oblihatsii yak instrument finansuvannia vydatkiv derzhavnoho biudzhetu Ukrainy v umovakh voiennoho chasu [Military bonds as a tool for financing expenditures of the state budget of Ukraine in wartime conditions]. *Problemy intehratsii osvity, nauky ta biznesu v umovakh hlobalizatsii: tezy dopovidei IV Mizhnarodnoi naukovo-praktychnoi konferentsii – Problems of the integration of education, science and business in the conditions of globalization: theses of the reports of the 4th International Scientific and Practical Conference (Kyiv, October 7, 2022)* (pp. 98–100). Kyiv: KNUTD. [in Ukrainian]

4. Kovalenko, Yu. M. (Ed.). (2018) *Finansovyi rynok* [Financial market]. Irpin: UDFSU. [in Ukrainian]

5. Ofitsiinyi sait Natsionalnoho banku Ukrainy. Available at: https://bank.gov.ua/

6. Ofitsiinyi sait Natsionalnoi komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku. Available at: https://www.nssmc.gov.ua/

7. Verheliuk, Yu. Yu. (2022) Vykorystannia rynkovykh dzherel finansuvannia defitsytu derzhavnoho biudzhetu v Ukraini [Use of market sources of financing the state budget deficit in Ukraine]. *Naukovi zapysky Natsionalnoho universytetu «Ostrozka akademiia» – Scientific notes of the National University «Ostroh Academy»,* 24(52), 84–89. [in Ukrainian]

8. Onyshko, S. (Ed.). (2018) *Innovatyka na finansovykh rynkakh* [Innovation in financial markets]. Irpin: UDFSU. [in Ukrainian]

9. Hantsiak, M. (2022) Suchasnyi stan zaluchennia finansuvannia biudzhetnoho defitsytu na rynku derzhavnykh borhovykh tsinnykh paperiv Ukrainy [The current state of financing the budget deficit in the market of government debt securities of Ukraine]. *Ekonomika ta suspilstvo – Economy and society*, 44. DOI: https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-44-17 [in Ukrainian]

10. Derzhavnyj borgh ta gharantovanyj derzhavoju borgh. *Oficijnyj sajt Ministerstva finansiv Ukrajiny.* Available at: https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg