

DOI: [10.32702/2307-2105-2021.4.102](https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.4.102)

УДК 338:336. 74

Т. В. Капелюшна,
к. е. н., доцент, доцент кафедри підприємництва, торгівлі та біржової діяльності,
Державний університет телекомунікацій
ORCID ID: 0000-0001-7490-6751

Г. О. Кришталь,
д. е. н., доцент кафедри обліку і оподаткування,
Міжрегіональна Академія управління персоналом
ORCID ID: 0000-0003-3420-6253

О. О. Ващенко,
к. політ. н., доцент кафедри підприємництва, торгівлі та біржової діяльності,
Державний університет телекомунікацій
ORCID ID: 0000-0002-2130-261X

ОГЛЯД ТА АНАЛІЗ РОЗВИТКУ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

Т. Kapeliushna
PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Entrepreneurship Trade and Stock Exchange, State University of Telecommunications
Н. Kryshstal
Doctor of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Accounting and Taxation, Interregional Academy of Personnel Management
О. Vaschenko
PhD in Political Sciences, Associate Professor of the Department of Entrepreneurship Trade and Stock Exchange, State University of Telecommunications

REVIEW AND ANALYSIS OF THE DEVELOPMENT OF THE GOVERNMENT DEBT SECURITIES MARKET IN UKRAINE

Дане дослідження проведено з метою аналізу ринку державних боргових цінних паперів й урегулювання питання щодо зниження їх кредитної ризикованості. Виявлено підґрунття щодо застосування дієвих механізмів формування ефективного розвитку ринку боргових цінних паперів України в найближчій перспективі. Відзначено, що на сьогодні розроблена програма дій, стратегія розвитку, якими встановлюються цілі розвитку фінансового сектору та пріоритетні напрямки реформування з урахуванням міжнародних зобов'язань та Угоди про асоціацію з Європейським Союзом. Проаналізовано Індекс фінансового стресу, який вибудований із 33 змінних (показників, які включають спреди доходності, процентні ставки, пільгові кредити, доступ до капіталу і т.д) та відзначено його зменшення унаслідок зрушень та змін у фінансовому секторі через дії, які прописано у Стратегії розвитку фінансового сектору України до 2025 року.

Проведено аналіз динаміки кількості випущених боргових цінних паперів із зазначенням року погашення та рівня доходності за 2015-2020 рр., відмічено, що ситуація на фінансовому ринку значно покращилася у напрямку інвестування в облігації. Проаналізовано зміну рівня доходності за облігаціями впродовж останнього п'ятиріччя, прослідковано позитивний

вплив їх на збільшення укладених угод за облігаціями за рахунок вирівнювання ставок за ними до ринкових. Відмічено важливість задіяного інструменту Clearstream, який надає можливість купівлі нерезидентами облігацій напряму, а також розширювати коло інвесторів за рахунок випуску кредитних нот (CLN) та глобальних депозитів (GDN).

Розглянуто структуру торгів цінними паперами «Української біржі» та відмічено, що найбільша кількість припадає на державні облігації (83,87% загального обсягу угод). Визначено місце боргових цінних паперів у таких загальновідомих світових кредитних рейтингах Moody's, Standart & Poor's та Fitch Ratings (за яким кредитний ризик за борговими цінними паперами є середнім; зобов'язанням притаманний спекулятивний характер та обмежений запас міцності). Надано рекомендації щодо вирішення питань з урегулювання ризикованості цінних паперів та ефективного управління ними.

This article was conducted with the aim of analyzing the government debt securities market and the possibilities of expanding the attraction of investors, both residents and non-residents. The basis for the use of effective mechanisms for the formation of effective development of the Ukrainian debt securities market in the near future has been revealed. It was noted that to date, an action program, a development strategy has been developed, which set goals for the development of the financial sector and priority areas for reform, taking into account international obligations, the Association Agreement with the European Union. The Financial Stress Index is analyzed, which consists of 33 variables (indicators that include: yield spreads, interest rates, concessional loans, access to capital, etc.) and a decrease is noted due to shifts and changes in the financial sector due to actions that are spelled out in the Strategy for the Development of the Financial Sector of Ukraine until 2025. The participants of the financial sector, which are united into groups, were named: providers of financial services, infrastructure and technologies, regulation and control, expertise.

The analysis of the dynamics of the number of issued debt securities with the indication of the year of maturity and the level of profitability for 2015-2020 is carried out. It was noted that the situation in the financial market has significantly improved in the direction of investing in bonds. The change in the level of yield on bonds during the last five years is analyzed, the positive influence of their growth on the volume of transactions on bonds is monitored due to the leveling of rates to market rates. The importance of the involved Clearstream instrument was noted, which provided an opportunity for non-residents to purchase bonds and allowed to expand the circle of investors by issuing credit notes (CLN) and global deposits (GDN).

The structure of trading in securities of the Ukrainian Exchange is considered and it is noted that the largest number falls on government bonds (83.87% of the total volume of transactions). The place of debt securities in such well-known world credit ratings of Moody's, Standart & Poor's and Fitch Ratings has been determined, according to which the credit risk on debt securities is average, and liabilities are characterized by a speculative nature and a limited margin of safety. Recommendations are given for resolving issues of regulating the riskiness of securities and their effective management.

Ключові слова: цінні папери; облігації; інвестиції; облігації державної позики; ринок капіталу; кредитний рейтинг облігацій; ставка за облігаціями.

Keywords: securities; bonds; investments; government bonds; capital market; credit rating of bonds; bond rate.

Постановка проблеми. Макроекономічні показники відіграють важливу роль у активізації бізнесу, визначенні місця держави за рівнем розвитку, формуванні інвестиційної привабливості, як наслідок активізації залучення інвестицій у державу з метою її розбудови та розвитку. Суттєву роль у розкритті економічного потенціалу країни відіграє фінансовий ринок, який включає в себе: фондовий, кредитний, валютний, страховий та ринок золота. Технічний дефолт, який пережила українська економіка у 2015 році послугував втраті довіри з боку іноземних інвесторів до українського фінансового ринку. На сьогодні відбувається розбудова фондового ринку, особливо ринку інструментів позик – облігацій. Тому доцільно провести огляд та аналіз відновлення функціонування фондового ринку та ступеня зростання довіри до нього з боку інвесторів-резидентів, так і нерезидентів з одночасним посиленням позицій фінансового сектору й економіки.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Теоретико-практичні питання функціонування ринку облигацій досліджували наступні науковці: Камінський А. Б, Михайличенко Н. М., Мірошніченко О.О., Заруцька О. П., Житар М.О., Олійник Я.О., Янішевський В. С., Фролов А. Ю., Благун І.І., якими розкрито цінні зв'язки між ринками облигацій та акцій, індексацію держоблигацій за показниками інфляції, досліджувалися обсяги біржових контрактів за облигаціями внутрішньої державної позики, але слід розглянути стан розвитку боргового ринку облигацій та варіанти його удосконалення його функціонування з метою посилення довіри до ринку цінних паперів в Україні.

Формулювання цілей статті. дослідження проводилося з метою аналізу ринку боргових цінних паперів для можливості розширення залучення кола інвесторів резидентів і нерезидентів та урегулювання кредитних ризиків.

Вклад основного матеріалу дослідження. Фінансовий сектор відіграє вагомую роль у розбудові сучасної економіки та ефективному функціонуванні ринків капіталу. Тісна співпраця між країнами світу, їх прагнення взаємодіяти, інтегруватися, у поєднанні з активним розвитком економічних систем, формує підґрунтя до встановлення спільних правил щодо інвестування та розвитку фінансового ринку. Розробляється програми дій, стратегії розвитку, якими встановлюються цілі розвитку фінансового сектору та пріоритетні напрямки реформування з урахуванням міжнародних зобов'язань; Угоди про асоціацію з Європейським Союзом. Підтвердженням цьому є розгляд та приведення в дію Стратегії розвитку фінансового сектору України до 2025 року.

З урахуванням сьогоденної невизначеності у всіх сферах, яка спричинена появою і поширенням COVID-19 доцільно розглянути інфографіку фінансового стресу, але з урахуванням періодів, які характеризувалися кризовими явищами (рис. 1).

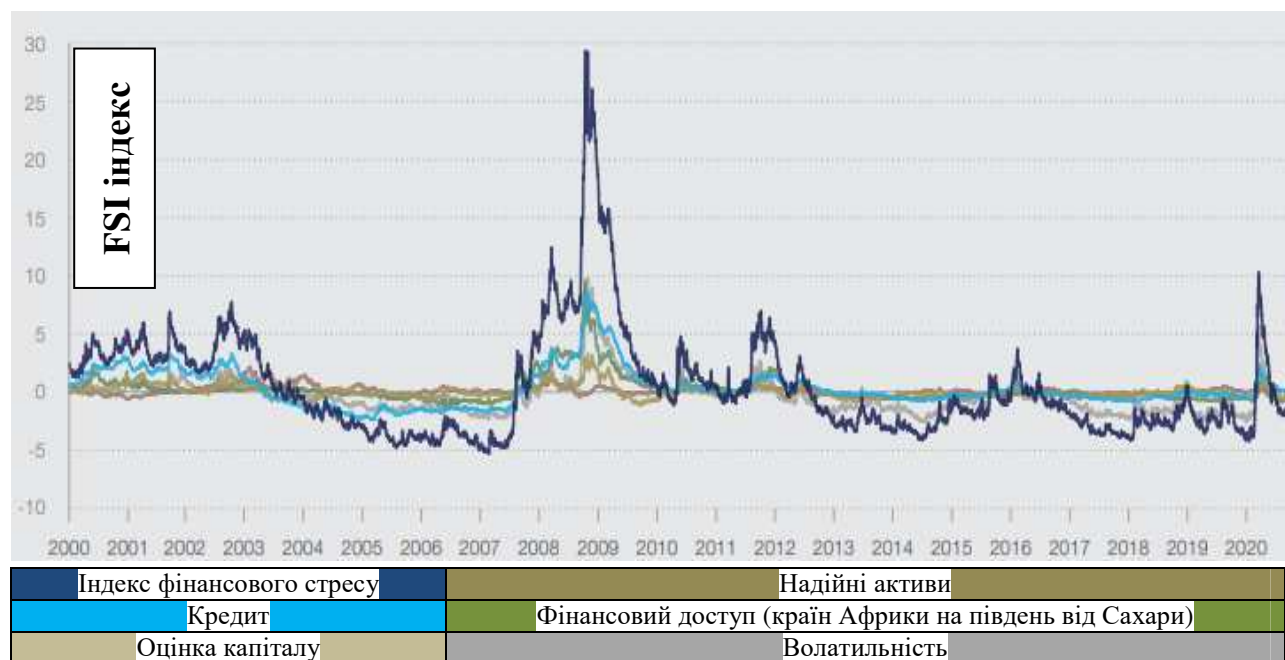


Рис. 1. Індеси фінансового стресу в динаміці (2000-2020 рр.)

Джерело: складено авторами на основі [3]

Індекс фінансового стресу вибудований із 33 змінних (показників, які включають спреди доходності, процентні ставки, пільгові кредити, доступ до капіталу і т.д). Дані свідчать про те, що середньозважений рівень змінних на світовому ринку на сьогодні зменшився, що важливо для того, щоб визначити доцільність зрушень та змін у фінансовому секторі через дії, які прописано у вищезгаданій стратегії.

Такі заходи, як: скорочення кредитного плеча, зростання капіталізації та скорочення недієвих кредитів стали врятували ситуацію у часи фінансової кризи 2008-2009 рр. та допомогли усунути її негативні наслідки – укріпити фінансові системи у світі. Можливо, саме за рахунок прийнятих у той час рішень, наслідки стресових фінансових ситуацій не є критичними, фінансова система є витривалою до фінстресів.

Однак, вільний доступ до кредитів може завдати шкоди, оскільки зростає корпоративний борг і в сьогоденні невизначених умовах може призвести до критичного зниження рівня капіталу.

Саме тому, доцільно рухатися у напрямку реформування фінансового сектору, що має на меті розроблена Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2025.

Слід підкреслити, що центральне місце серед гравців фінансового ринку займають кінцеві споживачі, оскільки саме суб'єкти економіки використовують різні варіанти фінансових інструментів в процесі своєї діяльності для найефективнішого досягнення своєї мети.

Цікаво, що вищезгадана стратегія передбачає надання послуг суб'єктам економічної діяльності через учасників фінансового сектору, які об'єднані у групи: провайдери фінансових послуг, інфраструктура та технології, регуляція та контроль, експертиза (рис. 2).

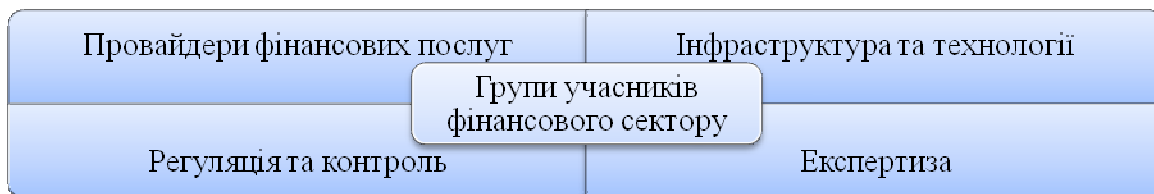


Рис. 2. Групи учасників фінансового сектору

Основними стратегічними напрямками розвитку є:

- фінансова стабільність;
- макроекономічний розвиток;
- фінансова інклюзія;
- розвиток фінансових ринків;
- інноваційний розвиток.

Розвиток фінансових ринків передбачає дії щодо: сприяння розвитку ринків небанківських фінансових послуг; підвищення ефективності інфраструктури ринків капіталу; створення ліквідних ринків фінансових інструментів та механізмів зниження ризиків операцій; інтеграції фінансового ринку України у світовий фінансовий простір.

Слід відмітити, що ситуація на фінансовому ринку значно покращилася у напрямку інвестування в облігації. А вже ще п'ять років тому питання стояло досить гостро, рівень довіри (через діюче на той час правове поле регулювання та умов щодо залучення коштів через зазначений інструмент) був низьким, обсяги інвестування мізерні з незначною зацікавленістю до даного інструменту інвестування. Але на сьогодні рівень довіри зріс та ринок дещо активізувався. Динаміка кількості випущених боргових цінних паперів обнадіює щодо покращення ситуації інвестування в облігації державної позики. Упродовж 2018-2019 років активізується продаж облігацій валютою запозичення - долар США та євро (таблиця 1)

Таблиця 1.

Динаміка кількості випущених боргових цінних паперів із зазначенням року погашення та рівня доходності за 2015-2020 рр.

Рік	Кількість цінних паперів, шт	Грошова одиниця запозичення	Номинальний рівень доходності, % (діапазон)	Рік погашення (max)
2015	34836998	грн.	9,5-11,97	04.2028
2016	167008759	грн.	6-16,75	12.2031
2017	299712475	грн.	5-14,97	11.2047
2018	19065352	грн.	15,7-16,0	05.2023
2019	2198014	дол. США	4,02-7,53	12.2021
	112780957	грн.	11,67-18,0	02.2025
2020	1886319	дол. США	2,9-3,6	02.2022
	641709	євро	2,22-2,45	11.2021
	145084736	грн.	7,19-11,75	09.2035

Джерело: складено авторами на основі [1; 2; 4]

Активізація випуску облігацій пояснюється необхідністю стабілізації економіки, яка постраждала через знецінення гривні у 2015 році та втрату довіри до гривні й посилення доларизації економіки в результаті деномінації боргових зобов'язань в іноземній валюті. На якийсь час держава вийшла із ситуації за рахунок програми «стенд-бай» із залученням 17,5 млрд дол. завдяки МВФ і підтримці Групи Світового банку та ЄС з гарантуванням проведення реформ Україною.

У 2016 році випущено облігації ОВДП й проведено аукціони, але заявок було замало, тому тільки 40% із них пройшли вдало. Основними проблемами, які вдалося виявити фахівцям Світового банку та українським фахівцям були: визначення результатів не за ринковою ціною, а бюджетним дефіцитом; однорідність контингенту інвесторів та фрагментація боргових інструментів [4]. Стрижневою проблемою була невідповідність між попитом з боку інвесторів та пропозиціями аукціону, а також слабка інформованість інвесторів про терміни розміщення облігацій, крім того рівень доходності за облігаціями був нижчим за ринкову ставку відсотка. Ринок облігацій був епізодичним, три чверті облігацій мали періоди між термінами погашення до 35 днів, що усунуло можливість торгівлі ними на вторинному ринку через їх величезну кількість і маленький строк погашення.

Щодо ринкових інвесторів, то це переважно комерційні та державні банки, ресурсами яких були депозити юридичних і фізичних осіб. На жаль, мізерна кількість страхових компаній та відсутність недержавних пенсійних фондів унеможливила формування попиту на середньо- та довгострокові цінні папери. Крім того, політична та економічна невизначеність, військові дії, що відбувалися й продовжуються досі призвели до відтоку іноземних інвесторів, ними було придбано мізерні 3% державних облігацій.

Вищевикладені проблеми потребували негайного вирішення, зрозуміло, що доцільно було починати з перегляду ставок, які вирівняли із ринковими. Одразу почала зростати кількість аукціонів, які успішно завершилися, так у 2016 році номінальний рівень доходності сягав 16,75% (рис. 3.).

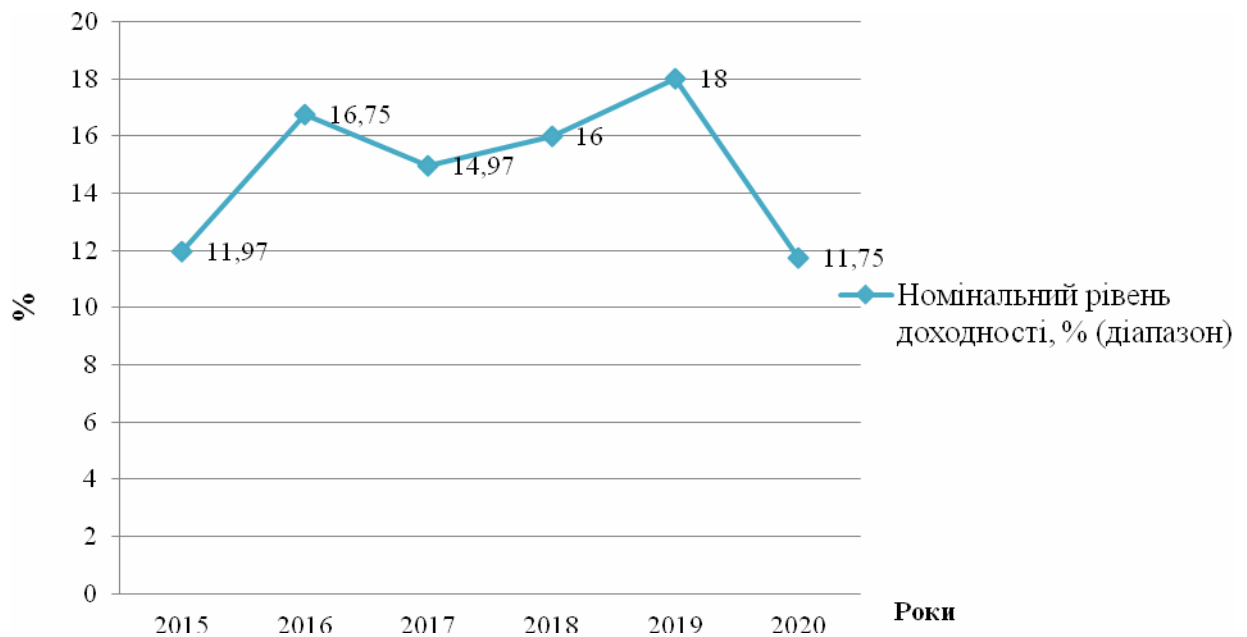


Рис. 3. Динаміка рівня доходності за облігаціями (однина запозичення – гривня) впродовж 2015-2020 рр.
Джерело: складено авторами на основі [4]

Дієвим був захід регулярного моніторингу та сповіщення банків щодо можливості вкладення коштів у облігації внутрішньої державної позики з чітко визначеним терміном проведення аукціонів, відбувалася активна двостороння взаємодія та можливість оцінити попит. Результатом було суттєве скорочення невдало проведених аукціонів на 44% (з 63% 2019 року до 19% у 2017 році).

Наступного року команда фахівців у фінансовому секторі вирішила залучати більше коло іноземних інвесторів за рахунок випуску кредитних нот (CLN) та глобальних депозитів (GDN).

Кредитна нота (CLN) – цінний папір, платежі за яким залежать від настання певної кредитної події або зміни кредитного показника (рейтингу, якості тощо) якоїсь особи чи пулу активів. Оскільки активи, що включаються в такий пул, знаходяться на балансі оригінатора або власника активів, то останні можуть розглядати кредитну ноту як гарантію від втрат за цими активами [5]. Вимоги до випуску CLN наступні: підвищення прозорості діяльності; продаж зобов'язань компанії більш широкому колу інвесторів – диверсифікація бази інвесторів за типом і географією; створення міжнародної кредитної історії.

Справедлива вартість CLN визначається на основі заявок інвесторів, що відповідають конкретному кредиту, який надають лише після наявності визначеної умовами угоди кількості заявок інвесторів. Визначена кількість заявок інвесторів має назву «книга заявок» (Bookbuilding). Таким чином, після формування книги заявок остаточно визначаються цінові параметри CLN (відсоткові ставки за кредитом), інвестори стають власниками CLN, а позичальник отримує кредитні ресурси від банку [6].

Глобальна депозитарна нота (GDN) — це борговий інструмент, який створено банком-депозитарієм, який підтверджує право власності інвестора на борговий цінний папір, яку номіновано у місцевій валюті, крім того, нота повністю відображає умови базової облігації (процентна ставка, строк погашення, кредитна якість). Головна відмінність від базової локальної облігації полягає у тому, що розрахунок по GDN здійснюється у дол. США. Але, найголовніше, що операції з купівлі-продажу GDN враховуються у Європі (в Euroclear и Clearstream) та в США в Depository Trust Company (DTC).

Випуск та продаж кредитних нот та глобальних депозитарних нот звів до нуля ризик їх неконвертованості та сприяв вільному їх продажу на території інших держав та залученню інвесторів на глобальному рівні. Запрацювавши у 2019 році Clearstream відкрив прямий доступ нерезидентів до облігацій внутрішньої державної позики без потреби відкриття рахунку для ЦП в Україні (що значно здорогувало вартість цінних паперів та потребувало більше часу). Як результат - випуск у 2019 році облігацій у валюті запозичення дол. США у обсязі 2198014 шт. та 1886319 у 2020 році., а також випуск 641709 шт. у валюті євро.

Розглядаючи структуру торгів цінними паперами «Української біржі» (рис. 4) станом на березень 2021 року, спостерігаємо, що найбільша частка у операціях купівлі-продажу припадає саме на державні облігації.

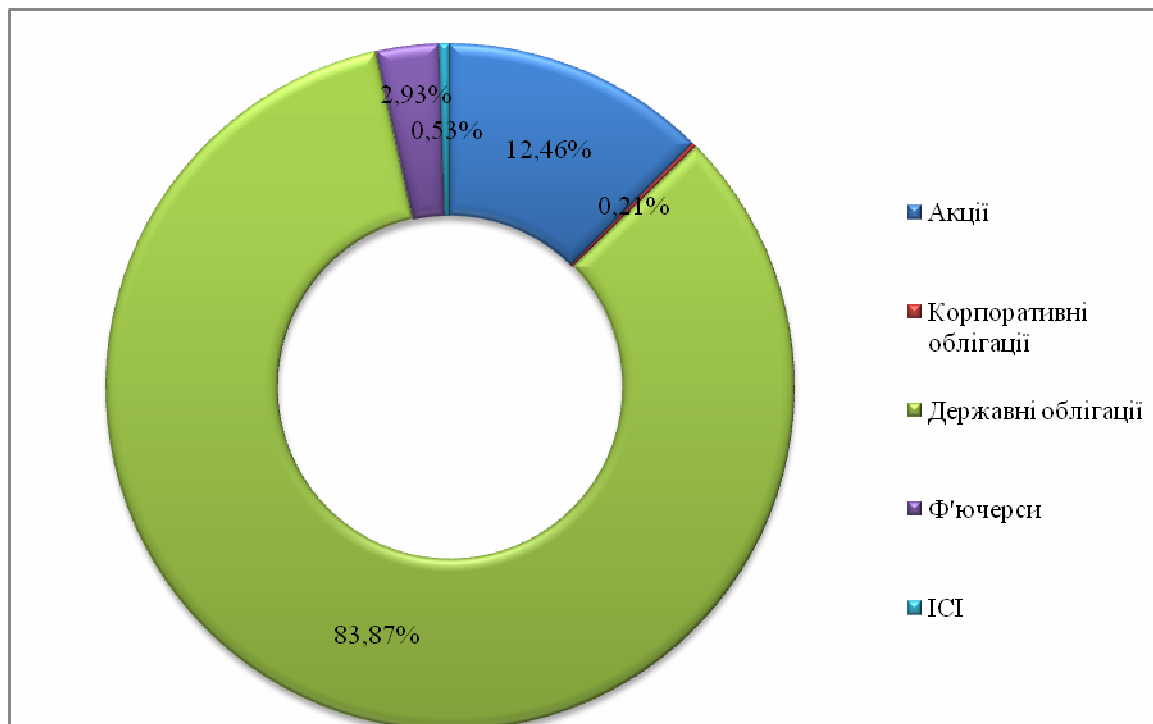


Рис. 4. Структура торгів цінними паперами «Української біржі» станом на березень 2021 року

Джерело: складено на основі [7]

Загальний обсяг торгів «Української біржі» станом на березень 2021 року склав 270, 434 млн. грн. (83,87 % від загального обсягу) при 407 укладених угодах, з них: 83,7% у обсязі 226,789 млн. грн. припадає на державні облигації; 12,46% - акції у обсязі 33,683 млн. грн.; 0,53% - інвестиційні сертифікати в обсязі 1,445 млн. грн.; ф'ючерси – 2,93% у обсязі 7,935 млн. грн.; 0,21% - корпоративні облигації у обсязі 0,58 млн. грн. [7].

Доцільно наступним кроком визначити місце боргових цінних паперів у загальновідомих світових кредитних рейтингах Moody's, Standart & Poor's та Fitch Ratings.

Таблиця 2.

Рейтинг та обсяг боргових цінних паперів України на світових ринках облигацій та єврооблигацій

Показники	Вимірник
Рейтинг M/S&P/F в іноземній валюті	B3/B/B
Рейтинг M/S&P/F в національній валюті	B3/B/B
Обсяг ринку облигацій та єврооблигацій, млн. USD, у тому числі:	79800
обсяг ринку внутрішніх облигацій, млн. USD	38817
Обсяг ринку єврооблигацій, млн. USD	40982
Кількість облигацій та єврооблигацій, у тому числі:	695
кількість внутрішніх облигацій	623
кількість єврооблигацій	72

Джерело: складено авторами на основі [8]

Аналізуючи дані таблиці за кредитним рейтингом M/S&P/F (рейтинг Moody's / Standart & Poor's / Fitch), можемо зробити висновки, що кредитний ризик за борговими цінними паперами є середнім. За рейтингом Moody's рівень B3 розшифровується як: спекулятивні зобов'язання, що підвержені високому кредитному ризику. Рівень B за шкалою Fitch Ratings означає, що існує суттєвий ризик дефолту, але є обмежений запас міцності. За рейтингом агентства Standart & Poor's борговим зобов'язанням притаманний спекулятивний характер, емітент має резерв щодо її погашення, але існує висока чутливість до несприятливих економічних умов.

Висновки. Отже, наступними завданням фінансових фахівців має бути вирішення питань щодо урегулювання ризикованості цінних паперів та ефективного управління ними за рахунок: збільшення обсягу облигацій у національній валюті, щоб знизити валютний ризик; збільшення строків погашення облигацій у гривні. Також необхідно продовжувати працювати над залученням інвесторів-нерезидентів (іноземного капіталу), які купуватимуть облигації в гривнях, що позитивно впливатиме на економічний стан країни, посилюватиме стійкість до екзогенних чинників впливу, в результаті чого підвищуватимуться позиції України у світових кредитних рейтингах. У поєднанні із діями Національної комісії з цінних паперів на фондовому ринку України щодо адаптації умов біржової торгівлі в країні до загальноєвропейських правил, а також створення прозорої правової бази для правомірності операцій на ринку з врахуванням уже напрацьованих за останні три

роки ефективних інструментів: валютної лібералізації (2017); інституту номінального держателя (2018); взаємодія з Clearstream (2019), призведуть до

віднесення боргових цінних паперів до категорії надійних, що дозволить легко залучати ресурси із ринків капіталу.

Список літератури.

1. Житар М. О., Белін В. С., Олішчук О. Г. Активізація ринку облігацій внутрішньої державної позики як інструменти впливу на економіку України. *Економіка та держава*. 2020. № 12. С. 67-71.

2. Михайличенко Н. М., Мірошніченко О. О. Дослідження динаміки обсягу біржових контрактів з облігаціями внутрішньої державної позики як основного фінансового інструменту фондового ринку України. *Економічний вісник Донбасу*. 2018. № 1. С. 49-52.

3. The Global Competitiveness Report Special Edition 2020: How Countries are Performing on the Road to Recovery: офіційний веб-сайт World Economic Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2020> (Дата звернення: 10.02.2021)

4. Міністерства фінансів України: офіційний веб-сайт. Боргова політика. ОВДП. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://mof.gov.ua/uk/ovdp> (Дата звернення 10.03.2021)

5. Арбузов С. Г. (2011) Банківська енциклопедія. К.: Центр наукових досліджень Національного банку України: Знання. – 504 с.

6. Олійник Я. О. Використання банками кредитних нот для формування ресурсного потенціалу. *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. 2013. № 2. С. 163–166.

7. Trading results on the Ukrainian Exchange for March 2021: офіційний веб-сайт Financial Cbonds information [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<http://ua.cbonds.info/news/item/1354259> (Дата звернення 03.04.2021)

8. Україна: облігації, акції, індекси: офіційний веб-сайт Cbonds інформаційне середовище для професіоналів фінансового ринку та інвесторів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://cbonds.ru/country/Ukraine_bond (Дата звернення 15.02.2021)

References.

1. Zhytar, M. O. and Bielin, V. S. and Olishchuk, O. H. (2020), “Activation of the market of domestic government bonds as instruments of influence on the economy of Ukraine”, *Ekonomika ta derzhava*, vol.12, pp. 67-71.

2. Mykhailychenko, N. M. and Miroschnychenko, O. O. (2018), “Study of the dynamics of the volume of exchange contracts with domestic government bonds as the main financial instrument of the stock market of Ukraine”, *Ekonomichnyi visnyk Donbasu*, vol. 1., pp.49-52.

3. The official web-site of World Economic Forum (2020), “The Global Competitiveness Report Special Edition 2020: How Countries are Performing on the Road to Recovery”, available at: <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2020> (Accessed 10 February 2021)

4. The official web-site of Ministry of Finance of Ukraine (2021), “Debt policy. DGB”, available at: <https://mof.gov.ua/uk/ovdp> (Accessed 10 March 2021).

5. Arbuzov, S. H. (2011), *Bankivska entsyklopediia* [Banking encyclopedia], Tsentr naukovykh doslidzhen Natsionalnoho banku Ukrainy: Znannia, Kyiv, Ukraine.

6. Oliinyk, Ya. O. (2013), “Use of credit notes by banks for the formation of resource potential”, *Visnyk Universytetu bankivskoi spravy Natsionalnoho banku Ukrainy*, vol.2, pp. 163-166.

7. The official web-site of Financial Cbonds information (2021), “Trading results on the Ukrainian Exchange for March 2021”, available at: <http://ua.cbonds.info/news/item/1354259>. (Accessed 03 April 2021).

8. The official web-site of Cbonds information environment for financial market professionals and investors (2021), “Ukraine: bonds, stocks, indices”, available at: https://cbonds.ru/country/Ukraine_bond. (Accessed 15 February 2021).

Стаття надійшла до редакції 20.04.2021 р.