

3.2. Теоретичні й практичні аспекти використання боргових фінансових інструментів на фондовому ринку України

(В. Ю. Шепиленко, старший викладач кафедри публічних фінансів,
Державний податковий університет)

Ринок державних боргових цінних паперів є ключовим для ефективного функціонування бюджетної та грошово-кредитної політики країни, оскільки він дає змогу уряду залучати кошти для підтримки економіки й стимулювання інвестицій. Його успішний розвиток залежить від ефективного обігу державних цінних паперів і активної боргової політики уряду. Так, процес управління боргом, як показує досвід розвинених країн, передбачає активне використання ринкових інструментів, як-от державні облігації. Це фінансові інструменти, що засвідчують зобов'язання держави відшкодувати номінальну вартість цінного паперу та виплатити дохід власникам. Хоча випуск облігацій допомагає залучити кошти, для їхнього успішного продажу потрібна довіра інвесторів і репутація держави, а дохідність від них нижча, ніж від корпоративних облігацій³⁷⁶.

Державні облігації традиційно вважаються безпечнішими інвестиціями, ніж корпоративні, оскільки держава, на відміну від компанії, має право залучати нові позики або здійснювати додаткову емісію грошей для покриття своїх боргових зобов'язань навіть під час економічних труднощів. Унаслідок нижчого ризику прибутковість за державними облігаціями зазвичай нижча порівняно з корпоративними.

Рівень відсоткових ставок за державними цінними паперами визначається рядом ключових чинників³⁷⁷:

1. Політична стабільність – висока нестабільність вимагає зростання ставок для компенсації інвестиційного ризику.

2. Економічний розвиток – стійка економіка дає змогу залучати кошти за нижчими ставками.

3. Індекс споживчих цін – очікуване або фактичне зростання інфляції призводить до підвищення відсоткових ставок.

³⁷⁶ Богріновцева Л. М., Ключка О. В. Особливості розвитку ринку державних боргових цінних паперів України. *Економіка та суспільство*. 2023. Випуск 53. URL : <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/2629/2547>

³⁷⁷ Вергелюк Ю. Ю. Використання ринкових джерел фінансування дефіциту державного бюджету в Україні. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»* : науковий журнал. 2022. № 24 (52). С. 84–89.

4. Термін залучення – довші терміни запозичень асоціюються з вищими ставками.

5. Державна економічна політика – впливає на довіру інвесторів і рівень ставок.

6. Ринок розміщення й валюта – характеристики ринку, де розміщуються папери, та валюта запозичення.

Варто наголосити, що, порівняно з кредитами, державні боргові цінні папери мають кілька переваг³⁷⁸:

- гнучкість – існує широкий вибір видів державних боргових паперів, що дає змогу підібрати найбільш відповідний інструмент для конкретних потреб;

- доступ до інвестицій – вони допомагають залучити значний капітал від великого кола інвесторів, що є особливо важливим для фінансування великих проєктів, які не можуть або не бажають підтримувати приватні інвестори;

- мобільність і диверсифікація – оскільки випуск цінних паперів не прив'язаний до конкретного кредитора, держава може продавати їх багатьом інвесторам. Крім того, ці папери можуть вільно торгуватися на вторинних ринках;

- контроль умов випуску – держава самостійно встановлює всі умови випуску цих паперів. Покупці можуть або прийняти ці умови, придбавши папери, або відмовитися від них.

Розвиток ринку боргових інструментів України умовно можна поділити на шість етапів. Початок першого припадає на 1994–1995 роки, які характеризуються активними процесами приватизації державного майна. Другий етап, що тривав у 1996–1997 роках, зазначався стрімким розвитком ринку цінних паперів. Третій етап припав на період світової кризи 1998 року, яка призвела до дестабілізації на ринку цінних паперів. Під час четвертого етапу, що охоплює 1999–2000 роки, здійснювалися процеси трансформації та реструктуризації. П'ятий етап характеризувався повільним формуванням нової моделі ринку державних боргових зобов'язань, і він охоплює період з 2001 по 2007 роки. Шостий етап, який розпочався 2008 року, відзначився значним

³⁷⁸ Лукбей Н. П. Державні цінні папери як інструмент боргової політики держави. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. Випуск 14. URL : <http://global-national.in.ua/archive/14-2016/164.pdf>

зростанням ринку облігацій внутрішньої державної позики (далі – ОВДП) і підвищенням активності середньо- та довгострокових облігацій³⁷⁹.

З практичного погляду інтенсивність використання державних боргових цінних паперів напряму пов'язана з обсягом формування державного боргу за рахунок емісії та продажу вказаних інструментів.

Упродовж 2022–2024 років державний борг країни значно зріс саме за рахунок цінних паперів, що підтверджує їх ключову роль у фінансуванні державних потреб. Зокрема, 2022 року загальний обсяг боргу зріс на 35,4 %, 2023 р. – на 10,6 %, а 2024 р. – ще на 9,3 % (рис. 3.2.1).



Рисунок 3.2.1 – Структура державного боргу в розрізі облігацій,
млрд грн

Джерело: [380].

У структурі державного боргу України, сформованого за рахунок боргових цінних паперів, найбільшу питому вагу мають облігації внутрішньої державної позики. Упродовж досліджуваного періоду спостерігається зростання обсягу цього боргового інструменту: на початку повномасштабного вторгнення їхній приріст становив приблизно 31 %, з 2023 по 2024 роки зростання частки ОВДП перебувало в межах 14–17 %. Зростання витрат на утримання військового комплексу й дефіцит державного бюджету стали основними передумовами до приросту вищезазначених показників.

³⁷⁹ Левандівський О. Т., Плєць І. І., Криховецька З. М. Державні боргові інструменти у фінансово-кредитній системі України. *Актуальні проблеми розвитку економіки регіону*. 2023. Випуск 19, том 2. DOI 10.15330/apred.2.19.96-106

³⁸⁰ Державний борг та гарантований державою борг / Боргова статистика МФУ. URL : <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanijderzhavju-borg>

Початок повномасштабного вторгнення став каталізатором до активного просування військових облігацій на внутрішньому фондовому ринку країни. З першого кварталу 2025 року, за даними Національного банку України, на первинному ринку було залучено кошти в національній валюті (1 097,6 млрд грн) і запозичення в іноземній валюті (\$8 600,4 млн та €2 468,0 млн). Ця тенденція демонструє підтримку держави з боку інвесторів та є свідченням підвищення рівня довіри до відносно нового виду боргових активів.

Порівнюючи ОВДП з облігаціями зовнішньої державної позики (далі –ОЗДП), варто відмітити нерівномірність їхньої купівлі з боку інвесторів. Зростання 2022 року майже на 33 % було тимчасовим. Станом на 2023 рік, зростання залучених активів на ринку ОЗДП відбулось на рівні 4,3 %, що в грошовому еквіваленті приблизно 865 млрд грн. Упродовж 2024 року прослідковується скорочення обсягів операцій на 11,4 %, що сприяло зменшенню обсягів боргових зобов'язань держави.

Зважаючи на динаміку операцій з ОВДП та ОЗДП, можна зробити такі висновки:

- уряд країни зосередив увагу на внутрішньому ринку боргових цінних паперів, проте обсяг потенційних запозичень не може забезпечити потреби держави повним обсягом;

- проблеми із залученням ресурсів на зовнішньому ринку можуть бути пов'язані із зниженням рівня довіри інвесторів. Однак, з іншого боку, зниження рівня зовнішнього боргу дає змогу знизити обсяг боргового навантаження. Наявні тенденції потребують розгляду обсягів операцій ОВДП на внутрішньому ринку з метою оцінювання інвестиційних настроїв.

На початку повномасштабного вторгнення придбання державних цінних паперів значно скоротилось. Увага інвесторів на внутрішньому ринку була направлена на короткострокові фінансові активи, які характеризувались вищим рівнем ліквідності та низьким ризиком. Статистичні дані свідчать, що, станом на 2022 рік, найбільшим попитом користувались ОВДП з терміном погашення до 1 року: обсяг операцій становив майже 66 % від усього ринку. З 2023 по 2024 роки спостерігалось незначне скорочення обсягів операцій із короткостроковими ОВДП у межах 53–56 %.

Операції із середньостроковими ОВДП 2022 року скоротились до 112,434 млрд грн. Цей показник становив 24 % від рівня аналогічних операцій 2021 року. Однак уже 2023 року обсяг операцій із середньостроковими активами зріс у 3,2 раза.

Операції із довгостроковими цінними паперами держави демонструють незначне, але періодичне зростання. 2023 року обсяг операцій зазнав зростання в 30 разів. Ця тенденція свідчить про поступове відновлення довіри з боку інвесторів до довгострокових цінних паперів.

Обсяг операцій у розрізі валюти запозичення у 2022–2023 роках характеризувався такими тенденціями:

- частка операцій з ОВДП у національній валюті скоротилась до 59 %;

- обсяг операцій з ОВДП у іноземній валюті зріс, порівняно з національною, на 27 %. Визначальними чинниками в цьому випадку стали зниження довіри інвесторів до державних цінних паперів і зростання рівня інфляції.

З погляду основних інвесторів на ринку державних цінних паперів потрібно відмітити роль банківських установ. Так, з моменту незалежності України банківський сектор використовує цей вид цінних паперів для збільшення рівня капіталізації. З 2011 року НБУ оголосив про випуск так званих «капітальних ОВДП». Такі облигації залишались на банківських рахунках з метою отримання відсотків і для фінансування окремих напрямів діяльності. Обсяг витрат на обслуговування таких боргових інструментів з 2009 по 2020 роки становив 97,3 млрд грн.

Процес докапіталізації передбачав випуск банком нових акцій в обмін на державні ОВДП, що одночасно збільшувало капітал і активи банку. Банк може утримувати ці папери до погашення, отримуючи відсотки. Важливо зазначити, що якщо банк продає частину цих ОВДП стороннім інвесторам (іншим банкам, фізичним особам, нерезидентам), кінцевим отримувачем відсоткових платежів стає покупець, а не банк-емітент. Однак ці виплати все одно залишаються прямими витратами держави на підтримку банківського сектору³⁸¹.

³⁸¹ Боцман Ю. О. Роль банків у формування ринку державних цінних паперів: аналіз впливу та оцінка взаємодії. *Економіка та суспільство*. 2024. Випуск 59. DOI : <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-59-97>

На практиці банки з державною формою власності використовують ОВДП для капіталізації. Такий вид доходу має вплив на фінансову стабільність і рентабельність банківських установ. Щорічно впродовж 2019–2020 років банківські установи отримували дохід від капіталізації ОВДП у розмірі приблизно 12 млн грн. Такий вид пасивного доходу відіграє важливу роль у формуванні капіталу та знижує ризики інвестиційного портфеля.

Зокрема, в «Укрексімбанку» та «Ощадбанку» співвідношення доходу від «капітальних ОВДП» до чистого відсоткового доходу було найвищим – 78 % та 42 %, відповідно. Це свідчить, що без цих доходів, зважаючи на їхні значні операційні витрати, «Укрексімбанк» та «Ощадбанк», ймовірно, мали б операційні збитки й негативний чистий фінансовий результат 2019 та 2020 років. Структура власників ОВДП відображена в таблиці 3.2.1.

Таблиця 3.2.1 – Структура власників облігацій
внутрішньої державної позики з 2020 по 2024 н. р.

Суб'єкти / роки	2020	2021	2022	2023	2025
НБУ	37,8	31,9	43,4	47,3	36,8
Банки країни	46,9	50,5	42,9	38,1	48,4
Юридичні особи	3,3	4,9	5,5	8,1	8,3
Фізичні особи	0,8	1,8	2,4	3,0	4,2
Нерезиденти	11,3	11,0	5,9	3,4	1,2

Джерело: [382].

У досліджуваний період структура власності облігацій внутрішньої державної позики в Україні мала ряд характерних особливостей. Зокрема, варто наголосити на тому, що основними інвесторами на ринку державних цінних паперів залишалися Національний банк України та комерційні банки. Частка НБУ в загальній структурі власників ОВДП змінювалася відповідно до динаміки вартості капіталу, на яку безпосередньо впливає сам центральний банк. Зацікавленість банків у придбанні ОВДП пояснюється обмеженими можливостями для ефективного інвестування в інші активи за умов військового часу.

³⁸² Ганцяк М. О., Бруцький Є. Й. Роль державних облігацій у розвитку фондового ринку України. *European scientific journal of Economic and Financial innovation*. 2025. № 2 (16). URL : <https://journal.eae.com.ua/index.php/journal/article/view/486/378>

Дослідники у сфері фондового ринку зазначають, що одним із ключових стимулюючих чинників для банків стали спекулятивні мотиви. Порівняно з іншими способами розміщення капіталу, які могли б принести більшу користь економіці, банки віддавали перевагу варіантам з вищою дохідністю та мінімальним рівнем ризику³⁸³.

Інвестиційна активність на ринку державних цінних паперів найбільш виразно проявляється в зміні частки нерезидентів. Так, 2020 року їхня частка в загальній структурі суттєво зросла й досягла 11,3 %. Проте в період війни, попри високий рівень дохідності, цей показник різко скоротився до 1,2 % 2024 року. Варто зазначити, що значний обсяг іноземних інвесторів на внутрішньому ринку облігацій традиційно може призвести до зниження в коротко- та довгостроковій перспективах. З іншого боку, в умовах мирного часу іноземні інвестори могли б бути каталізаторами розвитку фондового ринку.

Незважаючи на вагомий потенціал фізичних осіб як інвесторів на ринку державних боргових фінансових інструментів, їхня частка в структурі власності ОВДП залишається незначною. В умовах військового часу інвестиційна активність фізичних осіб зросла порівняно з мирним часом, однак таке зростання не можна вважати достатньо високим відповідно до структури власників боргових цінних паперів. Частка власників боргових цінних паперів з категорії юридичних осіб також зросла: частка цінних паперів зросла на 5 % порівняно з 2020 роком.

Механізм обігу ОВДП має значний вплив на економічні процеси, особливо через облікову ставку. За умови зростання облікової ставки дохідність ОВДП також підвищується. Це стимулює попит на ці облігації як серед резидентів, так і, що особливо важливо, серед нерезидентів. Приплив інвестицій у ОВДП від нерезидентів призводить до збільшення пропозицій іноземної валюти в Україні. За умови стабільної пропозиції гривні це сприяє зміцненню національної валюти на ринку, що зі свого боку допомагає сповільнити темпи інфляції.

Водночас підвищення відсоткової ставки за державними запозиченнями має й негативний ефект: це створює додатковий тиск на вартість приватних боргових інструментів. За інших умов зростання ставок за державними цінними паперами неминуче підвищує вартість запозичень для приватних емітентів.

³⁸³ Рисін В. В., Папірник С. Є. Трансформація ролі банків на ринку державних боргових цінних паперів. *Економіка та суспільство*. 2022. № 44. DOI : <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-44-6>

Огляд статистичних даних щодо структури ринку державних боргових цінних паперів дав змогу виділити причини, які спонукають інвесторів купувати саме цей вид цінних паперів (табл. 3.2.2).

Таблиця 3.2.2 – Причини, які спонукають учасників фондового ринку до операцій з борговими цінними паперами

Активні учасники	Причини	Наслідок
Держава	Брак вільних фінансових активів. Залучення коштів для фінансування поточних витрат. Залучення коштів для реалізації інвестиційних проєктів. Фінансування військових потреб	Зростання державного боргу. Зміна обсягу грошової маси в обігу. Зростання інвестиційної активності на фондовому ринку. Розвиток інфраструктури. Фінансування науки, освіти, екології. Пожвавлення економічної активності
Банківські установи, зокрема НБУ	Стабільний і гарантований прибуток	Капіталізація. Диверсифікація інвестиційного портфеля. Ризики ліквідності
Юридичні особи	Зміна інвестиційного клімату	Зростання обсягів інвестиційного прибутку. Зменшення ризиковості інвестиційного портфеля
Фізичні особи	Отримання додаткового прибутку (доходу). Патріотичні настрої	Додатковий дохід. Зростання рівня заощаджень. Зростання купівельної та споживчої спроможності
Нерезиденти	Отримання доходу через низький рівень ризикованості	Диверсифікація інвестиційного портфеля. Мінімізація ризиків. Можливість виведення капіталу за межі країни

На основі проведеного аналізу можна підсумувати, що для подальшого розвитку ринку державних цінних паперів потрібно заохотити банки та інші фінансові установи до активного просування цього виду цінних паперів. Активна участь банків у ринку державних цінних паперів (ОВДП) є ключовою для фінансової стабільності, оскільки вона запобігає «друкуванню грошей» для покриття дефіциту бюджету,

покращує структуру банківських коштів і знижує ризики для курсу гривні та цін. У воєнний час ця роль стає ще критичнішою, оскільки банки є основними покупцями держоблігацій, що забезпечує стабільність фінансів і фінансування потреб оборони. Проте надмірна залежність від ОВДП може створити ризики ліквідності, тому банкам потрібно збалансовано керувати своїми інвестиціями. Ця рекомендація лежить у площині наявних розширених можливостей банків щодо можливостей інвестування порівняно з фізичними особами.

Для досягнення цієї мети пропонується:

- впровадження ряду заходів, спрямованих на захист інтересів інвесторів, які інвестують кошти в боргові цінні папери держави;
- здійснення заходів щодо підвищення рівня фінансової грамотності серед населення з метою розширення джерел пасивного доходу, формування навичок роботи на ринку цінних паперів тощо;
- звільнення доходів від ОВДП від оподаткування податком на доходи фізичних осіб і військовим збором. Такий підхід здатний розширити потенційне коло учасників фондового ринку;
- випуск облігацій із фіксованими ставками доходу;
- створення нових видів (або ж похідних від уже існуючих) боргових фінансових інструментів, які діятимуть виключно на внутрішньому ринку цінних паперів. У цьому разі варто свідчити про облігації, які мають цільовий характер використання: на відновлення інфраструктури, промисловості, соціальної сфери, логістичних зв'язків тощо. Такі цінні папери можуть мати вищу дохідність, яка окупиться в майбутньому у зв'язку із зростанням економічної чи соціальної активності в межах країни. Однак використання таких боргових активів, на нашу думку, можливе лише за умов повоєнного відновлення;
- розширити мережу маркетплейсів, де покупці вільно зможуть купувати облігації внутрішньої державної позики.

Комплексний підхід забезпечить максимально раціональний процес використання обмежених ресурсів і створить передумови для посилення фінансової безпеки України.