

МІНІСТЕРСТВО ФІНАНСІВ УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНИЙ ПОДАТКОВИЙ УНІВЕРСИТЕТ

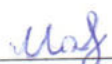
ФАКУЛЬТЕТ ФІНАНСІВ ТА ЦИФРОВИХ ТЕХНОЛОГІЙ

КАФЕДРА ФІНАНСОВИХ РИНКІВ ТА ТЕХНОЛОГІЙ

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА (ПРОЄКТ)

на тему: «Сучасний стан розвитку ринку державних цінних паперів в Україні»

Здобувача вищої освіти II рівня, II курсу, ФМДз-24-1 групи,
спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок»,
освітня програма «Управління фінансовою та страховою діяльністю»


(підпис)

Маринчук Елізи Павлівни
(прізвище, ім'я, по батькові)

Науковий керівник


(підпис)

Пернарівський Олександр Васильович, к.е.н., доцент
(ПП, науковий ступінь, вчене звання)

Керівник освітньо-професійної
програми


(підпис)

Чуницька Ірина Іванівна, д.е.н., професор
(ПП, науковий ступінь, вчене звання)

Допущено до захисту за рішенням кафедри фінансових ринків та технологій
протокол від «22» січня 2026 № 7

Завідувач кафедри


(підпис)

Гудзь Олена Євгенівна, д.е.н., професор
(ПП, науковий ступінь, вчене звання)

Реєстрація № 13 06.12.2025 В.О.К.
(дата) (підпис відповідальної особи)

Результати перевірки до захисту 03.12.2025 [підпис]
(до захисту, на доопрацювання) (дата) (підпис)

Результат захисту 908. 09.02.2026 [підпис]
(оцінка) (дата) (підпис)

Голова комісії: [підпис] Шолойко А.С.
(підпис) (ініціали, прізвище)

Члени комісії:

<u>[підпис]</u> (підпис)	<u>Онишко С.В.</u> (ініціали, прізвище)
<u>[підпис]</u> (підпис)	<u>Ріденко Л.В.</u> (ініціали, прізвище)
<u>[підпис]</u> (підпис)	<u>Чуницька І.І.</u> (ініціали, прізвище)

БЛАНК ОЦІНЮВАННЯ ВИПУСКНОЇ РОБОТИ

Об'єкти контролю	Діапазон оцінки в балах	Фактична кількість балів	Примітки	Дата, П.І.П.: керівника, голови комісії членів комісії, секретаря, (підписи)
ОЦІНЮВАННЯ ДИПЛОМНОЇ РОБОТИ КОМІСІЄЮ ПО ЗАХИСТУ				
1. Доповідь	від 0 до 10			Пернарівський О.В. <i>[Signature]</i>
2. Роздатковий матеріал	від 0 до 5			
3. Знання теоретичного та практичного матеріалу, вміння відповідати на запитання	від 0 до 25			
4. Апробація (участь у конференціях)	від 0 до 10			
РАЗОМ БАЛІВ	від 0 до 50			
ЗАГАЛЬНА КІЛЬКІСТЬ БАЛІВ	від 0 до 100			

Оцінювання кваліфікаційної роботи науковим керівником - _____ балів.

ПЕРЕВЕДЕННЯ ОЦІНКИ ЗА 100-БАЛЬНОЮ ШКАЛОЮ ДО НАЦІОНАЛЬНОЇ ШКАЛИ ТА ШКАЛИ ЕКТС

Оцінка за 100-бальною шкалою	Оцінка за шкалою ЕКТС	Оцінка за національною шкалою	Дата	П.І.П.: голови, членів комісії, секретаря, (підпис)
90	A	5 (відмінно)	09.02.2026	Молойко А.С. Окунько Р.В. Ріденко А.В. Чурікова Н.П.

Правила переведення оцінок до національної шкали та шкали ЕКТС

Оцінка за 100-бальною шкалою	Оцінка за шкалою ECTS	Оцінка за національною шкалою
90-100	A	5 (відмінно)
80-89	B	4 (добре)
70-79	C	
60-69	D	3 (задовільно)
50-59	E	
35-49	FX	2 (незадовільно)

Факультет фінансів та цифрових технологій
Кафедра фінансових ринків та технологій
Спеціальність 072 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок»
Освітня програма «Управління фінансовою та страховою діяльністю»

Затверджую

Завідувач кафедри фінансових ринків
та технологій

Олена БЕРЕСЛАВСЬКА

« 18 » листопада 2024

Завдання на кваліфікаційну роботу (проект)

здобувачу вищої освіти

Маринчук Елізи Павлівни

(прізвище, ім'я, по батькові)

1. Тема кваліфікаційної роботи (проекту): «Сучасний стан розвитку ринку державних цінних паперів в Україні»

Затверджена наказом ректора від 23.12.2024 р. № 1888

2. Строк здачі закінченої роботи _____

3. Метою кваліфікаційної роботи є визначення основних тенденцій розвитку ринку державних цінних паперів в Україні, оцінка його сучасного стану та вироблення пропозицій щодо вдосконалення механізмів функціонування цього сегмента фінансового ринку.

Об'єктом дослідження є ринок державних цінних паперів в Україні.

Предметом дослідження виступають тенденції, особливості функціонування та проблеми розвитку ринку державних цінних паперів в Україні.

Базою дослідження є Міністерство фінансів України, Національний банк України, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, ПАТ «Національний депозитарій України», а також провідні комерційні банки, що беруть участь у розміщенні та обігу державних цінних паперів.

4. Вихідні дані до роботи: нормативно-правові акти України, статистичні дані НБУ, Мінфіну та Держстату, офіційні звіти банківських установ, а також наукові публікації українських та міжнародних авторів зі списку використаних джерел.

5. Перелік графічного матеріалу 7 таблиць, 10 рисунків

6. Зміст випускної кваліфікаційної (дипломної) роботи (перелік питань за кожним розділом)

Розділ 1. Теоретичні основи дослідження ринку державних цінних паперів

1.1. Сутність, класифікація та роль державних цінних паперів у фінансовій системі

1.2. Методи дослідження ринку державних цінних паперів

Розділ 2. Аналіз сучасного стану та тенденцій розвитку ринку державних цінних паперів в Україні

2.1. Динаміка випуску та обігу державних цінних паперів в Україні.

2.2. Основні проблеми функціонування ринку державних цінних паперів та фактори впливу

Розділ 3. Пропозиції щодо удосконалення функціонування ринку державних цінних паперів в Україні

7. Календарний план виконання роботи

№ п/п	Назва етапів випускної кваліфікаційної (дипломної) роботи	Строк виконання етапів роботи	
		За планом	Фактично
1	2	3	4
1	Підготовка 100 % кваліфікаційної роботи та подання її на перевірку науковому керівнику	30.09.2025 р.	30.09.2025
2	Доопрацювання роботи з урахуванням зауважень керівника та подання її на повторну перевірку керівнику	31.10.2025 р.	31.10.2025
3	Попередній захист кваліфікаційної роботи	11-24.12.2025 р.	11-24.12.202
4	Отримання відгуку наукового керівника кваліфікаційної роботи	24-30.12.2025 р.	24-30.12.202
5	Рецензування кваліфікаційної роботи	02-05.01.2026 р.	02-05.01.202
6	Надання кваліфікаційної роботи для перевірки на плагіат	03.11.2025 р.- 05.12.2025 р.	03.11.2025 05.12.2025 р
7	ЗАХИСТ	09-11.02.2026 р.	09-11.02.202

8. Дата видачі завдання _____

9. Науковий керівник кваліфікаційної роботи (проекту)



(підпис)

Пернарівський О. В.
(прізвище, ініціали)

10. Гарант освітньо-професійної програми



(підпис)

Чуницька І.І.
(прізвище, ініціали)

11. Завдання до виконання отримав
здобувач вищої освіти



(підпис)

Маринчук Е. П.
(прізвище, ініціали)

Відгук наукового керівника кваліфікаційної роботи (проєкту)

Здобувачки вищої освіти II рівня, II курсу, групи ФМДЗ-24-1,
спеціальності «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок»

Маринчук Елізи Павлівни

на тему «Сучасний стан розвитку ринку державних цінних паперів в Україні»

Для більшості країн світу, зокрема й України, актуальною залишається проблема формування та покриття дефіциту державного бюджету, яка особливо загострюється в періоди економічних криз, спричинених непередбачуваними подіями, такими як пандемія чи війна. Саме випуск облігацій внутрішньої державної позики є одним із ключових інструментів фінансування дефіциту державного бюджету, що підкреслює актуальність теми роботи.

У роботі здійснено ґрунтовний аналіз теоретичних засад ринку державних цінних паперів, проаналізовано сучасний стан та тенденції розвитку ринку державних цінних паперів в Україні, а також розроблено пропозиції щодо вдосконалення його функціонування. За результатами дослідження сформульовано обґрунтовані висновки та практичні рекомендації.

Одержані результати мають практичну цінність і можуть бути використані з метою підвищення ефективності ринку державних цінних паперів в Україні.

У процесі виконання кваліфікаційної роботи здобувачка продемонструвала вміння самостійно працювати з науковими та нормативно-правовими джерелами, використовувати сучасні методи фінансово-економічного аналізу та робити логічно обґрунтовані узагальнення. Зроблені висновки є аргументованими та відповідають меті і завданням дослідження.

Кваліфікаційну роботу виконано відповідно до вимог методичних рекомендацій. Представлена робота є завершеним дослідженням і заслуговує на високу оцінку.

Науковий керівник кваліфікаційної роботи
Пернарівський Олександр Васильович, к.е.н., доцент,
доцент кафедри фінансових ринків та технологій


(підпис)

04.02.2026
(дата)

Висновок кафедри про кваліфікаційну роботу (проєкт)

Кваліфікаційна робота здобувачки вищої освіти

Панченко Наталії Віталіївни після попереднього захисту розглянута на засіданні кафедри, протокол від «22» 01 2026 № 7, допущена до захисту на екзаменаційній комісії.

Завідувач кафедри  Гудзь О.Є.

РЕЦЕНЗІЯ
на кваліфікаційну роботу
здобувачки вищої освіти Державного податкового університету
Маринчук Елізи Павлівни
на тему: Сучасний стан розвитку ринку державних цінних паперів в Україні

Актуальність теми. Тема роботи присвячена важливій і сучасній проблемі – дослідженню сучасного стану та тенденцій розвитку ринку державних цінних паперів в Україні в умовах макроекономічної нестабільності та зростання ролі державних запозичень. Актуальність теми зумовлена необхідністю ефективного фінансування бюджетного дефіциту, підтримки фінансової стабільності та адаптації національного боргового ринку до сучасних викликів, зокрема в умовах воєнного стану. Робота відзначається структурованим і комплексним підходом до аналізу теоретичних та прикладних аспектів функціонування ринку державних цінних паперів. Автором ґрунтовно розкрито економічну сутність державних боргових інструментів, їх класифікацію, функції та роль у фінансовій системі країни, а також проаналізовано особливості розвитку ринку ОВДП у сучасних умовах.

Структура роботи є логічною та послідовною, чітко сформульовані мета, завдання, об'єкт і предмет дослідження. Теоретичний огляд ґрунтується на сучасних наукових джерелах, зокрема працях вітчизняних науковців та матеріалах міжнародних досліджень. У роботі наведено практичні приклади аналізу динаміки розміщення, дохідності та привабливості державних цінних паперів, що підвищує прикладну цінність дослідження.

Сильні сторони роботи. Робота відзначається структурованим і комплексним підходом до аналізу теоретичних та прикладних аспектів функціонування ринку державних цінних паперів. Авторка продемонструвала глибоке розуміння економічної сутності державних боргових інструментів, їх класифікації та ролі у фінансовій системі України, що свідчить про належний рівень теоретичної підготовки та вміння працювати з науковими джерелами.

Структура кваліфікаційної роботи є логічною та послідовною: чітко сформульовано мету, завдання, об'єкт і предмет дослідження, що забезпечує цілісність і системність наукового викладу. Теоретичний огляд ґрунтується на сучасних працях вітчизняних науковців, а також аналітичних матеріалах державних органів і міжнародних дослідженнях, що підвищує наукову обґрунтованість отриманих результатів. Особливою перевагою роботи є використання актуальних офіційних статистичних даних Міністерства фінансів України, Національного банку України та інших профільних інституцій, на основі яких проведено ґрунтовний аналіз динаміки розміщення, дохідності та структури державних цінних паперів. Застосування методів аналізу, синтезу, систематизації, економіко-статистичного та фінансового аналізу дозволило авторці отримати аргументовані висновки та об'єктивно оцінити сучасний стан ринку ОВДП.

Недоліки та зауваження. До окремих зауважень можна віднести доцільність більш детального аналізу впливу зовнішніх фінансових ринків на розвиток внутрішнього ринку державних цінних паперів, а також розширення кількісних показників оцінки інвестиційної привабливості ОВДП. Зазначені недоліки мають рекомендаційний характер і не знижують загальної позитивної оцінки роботи.

Загальні висновки та оцінка роботи. Кваліфікаційна робота є завершеним, самостійним дослідженням, виконаним на належному науково-методичному рівні. Вона повністю відповідає вимогам, що висуваються до випускних кваліфікаційних робіт, а її автор продемонструвала достатній рівень теоретичної підготовки та аналітичних навичок. Робота заслуговує на високу оцінку, а її автор – на присвоєння відповідного освітнього ступеня.

Рецензент: Полохович Андрій Геннадійович, директор ТОВ «КУА «ВЕНТУРІКО»

Підпис, МП

П.І.П.

« » 20 р.

ВСТУП

Актуальність теми. Ринок державних цінних паперів є важливою складовою фінансової системи, що виконує функцію залучення коштів для покриття бюджетного дефіциту, регулювання грошово-кредитної політики та стабілізації економіки. Після 2022 р. він набув особливого значення в умовах посиленої економічної турбулентності, викликаной як внутрішніми, так і зовнішніми чинниками, зокрема необхідністю фінансування соціальних та оборонних витрат.

Сучасні тенденції розвитку цього сегмента свідчать про його значне розширення та зростання попиту на державні боргові інструменти, зокрема облігації внутрішньої державної позики (далі – ОВДП). Водночас функціонування ринку державних цінних паперів супроводжується низкою викликів: підвищеною інфляцією, коливанням ставок дохідності, зниженням рівня довіри інвесторів та необхідністю гармонізації регуляторних механізмів із міжнародними стандартами. Вивчення сучасних тенденцій, проблем і перспектив розвитку цього ринку дозволить оцінити його ефективність і розробити шляхи підвищення стійкості фінансової системи України.

Стан і ступінь розробки проблеми в спеціальній літературі. У сучасній науковій літературі дослідженню проблематики розвитку ринку державних цінних паперів значну увагу приділяють вітчизняні вчені, зокрема Л.М. Богріновцева, Ю.Ю. Вергелюк, Ю.М. Коваленко, М. Ганцяк, О. Кремень, В. Швидка, О. Мозговий, які аналізують економічну сутність та функції державних боргових інструментів, особливості їх емісії та обігу, а також вплив на макроекономічну стабільність. Окремі автори, серед яких І.О. Лютій, С.О. Міщенко, В.М. Козюк, приділяють увагу оцінці ролі державних запозичень у формуванні грошово-кредитної політики та управлінні державним боргом.

Незважаючи на значну кількість наукових праць, питання адаптації ринку державних цінних паперів України до сучасних викликів, зокрема, пов'язаних із макроекономічною нестабільністю, зростанням бюджетного дефіциту та інтеграцією до міжнародних фінансових ринків, залишається відкритим.

Мета та завдання дослідження. Метою кваліфікаційної роботи є визначення основних тенденцій розвитку ринку державних цінних паперів в Україні, оцінка його

сучасного стану та вироблення пропозицій щодо вдосконалення механізмів функціонування цього сегмента фінансового ринку.

Для досягнення поставленої мети необхідно вирішити такі завдання:

- систематизувати теоретичні підходи до визначення сутності, класифікації та ролі державних цінних паперів у фінансовій системі;
- установити основні методи дослідження ринку державних цінних паперів та визначити їхню практичну значущість для оцінки його стану;
- виявити ключові тенденції у випуску та обігу державних цінних паперів в Україні у післявоєнний період, проаналізувати динаміку їх розміщення та дохідності;
- визначити основні проблеми, які перешкоджають ефективному функціонуванню ринку державних облігацій, а також фактори, що впливають на рівень їхньої привабливості для інвесторів;
- розробити практичні рекомендації щодо удосконалення механізмів функціонування ринку державних цінних паперів України з метою підвищення його ефективності та інвестиційної привабливості.

Об'єктом дослідження є ринок державних цінних паперів в Україні.

Предметом дослідження виступають тенденції, особливості функціонування та проблеми розвитку ринку державних цінних паперів в Україні.

Базою дослідження є Міністерство фінансів України, Національний банк України, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, ПАТ «Національний депозитарій України», а також провідні комерційні банки, що беруть участь у розміщенні та обігу державних цінних паперів.

Методи дослідження. У процесі дослідження ринку державних цінних паперів застосовано комплекс методів, що забезпечують ґрунтовний аналіз його функціонування та розвитку. Теоретичною основою роботи стали загальнонаукові методи, зокрема аналіз та синтез, що використовувалися для вивчення наукової літератури, нормативно-правових актів та аналітичних матеріалів щодо державних цінних паперів. Історичний метод дозволив простежити еволюцію ринку державних цінних паперів в Україні та визначити основні етапи його розвитку (розділ 1).

Для оцінки сучасного стану ринку державних боргових інструментів застосовано статистичні методи, зокрема методи обробки та узагальнення статистичних даних (розділ 2). З метою оцінки ефективності розміщення державних

цінних паперів застосовано фінансовий аналіз, що включає розрахунок показників дохідності, ліквідності та ризику. Особливу увагу приділено оцінці впливу ринку державних цінних паперів на загальну фінансову стабільність країни та можливості його використання як інструменту макроекономічного регулювання. Для формування пропозицій щодо удосконалення функціонування ринку державних цінних паперів було використано метод узагальнення, який дозволив систематизувати результати аналізу, виокремити ключові проблеми та розробити практичні рекомендації (розділ 3).

Науково-практична значимість одержаних результатів. Отримані результати поглиблюють наукове уявлення про сутність, класифікацію та роль державних цінних паперів у фінансовій системі України в умовах війни та економічної нестабільності. Практична цінність полягає у розробці конкретних пропозицій щодо вдосконалення ринку ОВДП, зокрема механізмів залучення капіталу, розширення кола інвесторів та активізації вторинного ринку, що може бути використано у роботі органів державної влади та фінансових установ.

Структура роботи. Кваліфікаційна робота складається зі вступу, трьох розділів, які включають чотири підрозділи, висновків, списку використаних джерел (53 найменувань) та двох додатків.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1. Сутність, класифікація та роль державних цінних паперів у фінансовій системі

Цінні папери становлять собою особливий вид документів або електронних записів, які посвідчують майнові та немайнові права їх власників і можуть бути об'єктом цивільного обороту. Головною особливістю цінних паперів є те, що вони поєднують у собі одночасно два аспекти: з одного боку, це фінансовий актив, що може приносити дохід, а з іншого — юридичний документ, що підтверджує певні зобов'язання між емітентом та власником. Згідно зі ст. 194 Цивільного кодексу

України (далі – ЦК України), цінний папір визначається як «об’єкт цивільних прав, форма існування якого встановлюється законом, посвідчує грошове або інше майнове право, визначає взаємовідносини емітента цінного папера (особи, яка видала цінний папір) та особи, яка має права на цінний папір, передбачає виконання зобов’язань за таким цінним папером, а також можливість передачі іншим особам прав на цінний папір та прав за цінним папером або обмеження такої можливості у випадках та порядку, передбачених законом» [2].

У сучасній економіці цінні папери виконують кілька важливих функцій. Насамперед вони є засобом залучення капіталу, оскільки підприємства, фінансові установи та держава використовують їх для мобілізації фінансових ресурсів. Завдяки цьому інструменту можливе фінансування розвитку бізнесу, реалізація державних програм, покриття дефіциту бюджету та стимулювання економічної активності. Крім того, цінні папери забезпечують механізм перерозподілу капіталу між різними секторами економіки, що сприяє оптимальному використанню фінансових ресурсів та підтримці стабільності на ринку.

Однією з ключових характеристик цінних паперів є їхня ліквідність, тобто здатність швидко перетворюватися на грошові кошти без суттєвих втрат у вартості. Ця властивість залежить від попиту на певний вид паперів, а також від загальної ситуації на фінансових ринках. Інвестори розглядають цінні папери як «засіб збереження та примноження капіталу, що робить їх невід’ємною частиною стратегії управління фінансовими активами» [30, с. 316]. Разом з тим, обіг цінних паперів регулюється відповідними правовими нормами, які встановлюють порядок їх випуску, передачі та погашення, що гарантує дотримання інтересів як емітентів, так і власників.

Цінні папери поділяються на кілька основних видів залежно від їх економічної сутності та функціонального призначення. Найбільш поширеними є боргові та власницькі інструменти. Боргові цінні папери, зокрема облігації та векселі, засвідчують зобов’язання емітента повернути залучені кошти разом із нарахованими відсотками у визначений строк. Власницькі цінні папери, до яких належать акції, підтверджують право їх власника на частку у капіталі підприємства та отримання доходу у вигляді дивідендів [30, с. 317].

Окрему категорію становлять похідні фінансові інструменти, такі як ф'ючерси, опціони та свопи, що використовуються для хеджування ризиків та спекулятивних операцій. За джерелом випуску цінні папери поділяються на державні, муніципальні та корпоративні, кожен із яких має своє призначення та рівень ризику. Важливим є також поділ за формою існування: документарні, які мають фізичне підтвердження, та бездокументарні, що обліковуються в електронних реєстрах. Види цінних паперів відрізняються за терміном обігу, ступенем ризику та ліквідністю, що визначає їхню привабливість для інвесторів та учасників фінансового ринку [2; 30, с. 317].

Серед усієї різноманітності цінних паперів особливе місце займають державні цінні папери. Вони випускаються від імені держави та забезпечуються її зобов'язаннями, що робить їх одними з найбільш надійних фінансових активів. Завдяки високому рівню довіри та передбачуваності державні цінні папери відіграють важливу роль у підтримці фінансової стабільності, залученні інвестицій та здійсненні ефективної боргової політики.

В Україні регулювання державних цінних паперів здійснюється через систему нормативно-правових актів, які визначають процедури їх випуску, обігу та погашення, а також встановлюють вимоги до ведення обліку та контролю з боку державних органів. Основним законодавчим актом, що регламентує статус цих фінансових інструментів, є Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», у якому закріплюються їх класифікація та основні види [3]. Окрім цього, регулювання державних цінних паперів відбувається також на основі інших правових норм, зокрема положень Бюджетного кодексу України, який визначає механізм здійснення державних запозичень через випуск облігацій державної позики [1].

Деякі аспекти правового регулювання цих інструментів також відображені в Законі України «Про депозитарну систему України», де встановлено порядок обліку та руху державних цінних паперів у межах системи Центрального депозитарію [4]. Додаткове врегулювання окремих питань здійснюється на рівні постанов Кабінету Міністрів України, які деталізують порядок випуску, обігу та погашення державних цінних паперів. Зокрема, уряд визначає процедури розміщення облігацій внутрішньої державної позики, військових облігацій та інших боргових інструментів, які використовуються для поповнення державного бюджету. Контроль за

функціонуванням фондового ринку, зокрема за обігом державних цінних паперів, здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР), яка розробляє нормативні акти, регламентує процес реєстрації випусків державних облігацій та встановлює вимоги щодо розкриття інформації про їх обіг. Водночас Національний банк України виконує ключову роль у регулюванні первинного ринку державних облігацій, виступаючи його основним оператором.

Дослідження економічної сутності цих інструментів дозволяє оцінити їх значення у фінансовій системі, визначити їх вплив на макроекономічні показники та виявити потенційні ризики, пов'язані з їх використанням. Українські науковці надають різні визначення державних цінних паперів, підкреслюючи їхню сутність та функції у фінансовій системі. Зокрема, М. Ганцяк зазначає, що державні цінні папери є «основним механізмом залучення коштів для фінансування бюджетного дефіциту, що забезпечує стабільність державних фінансів та підтримку економіки в умовах кризи» [9]. Л.М. Богріновцева, Ю.Ю. Вергелюк та Ю.М. Коваленко наголошують, що «державні облігації відіграють ключову роль у «формуванні інвестиційного клімату країни, особливо під час фінансової нестабільності, створюючи надійний інструмент для залучення капіталу» [8, с. 84; 6, с. 158].

Водночас О. Кремень та В. Швидка підкреслюють значення військових облігацій як «спеціального інструменту фінансування видатків державного бюджету в умовах воєнного стану, що дозволяє мобілізувати необхідні ресурси без значного зовнішнього боргового навантаження» [19, с. 99]. Таким чином, науковці акцентують увагу на функціональному значенні державних цінних паперів, підкреслюючи їхню роль у забезпеченні макроекономічної стабільності, розвитку інвестиційного ринку та управлінні державним боргом.

Зауважимо, що державні цінні папери відіграють важливу роль у залученні тимчасово вільних фінансових ресурсів як від фізичних, так і від юридичних осіб, що сприяє наповненню державного бюджету та підтримці економічної рівноваги. Їхня економічна сутність полягає в тому, що вони є борговими інструментами, випущеними державою, яка бере на себе зобов'язання щодо виплати доходу власникам у визначені строки. Як емітент, держава гарантує повернення залучених коштів разом із встановленими відсотковими виплатами, що робить ці папери одним із найбільш надійних фінансових активів [12, с. 319-320].

Однією з характеристик державних цінних паперів є їх високий рівень надійності, що пояснюється наявністю державних гарантій. Це значною мірою підвищує їхню інвестиційну привабливість як для приватних інвесторів, так і для фінансових установ, таких як банки та страхові компанії. Крім того, вони виконують важливу функцію у механізмах грошово-кредитної політики, оскільки їхній випуск впливає на обсяг грошової маси, рівень інфляції та динаміку процентних ставок.

У періоди економічної нестабільності державні цінні папери можуть слугувати стабілізуючим інструментом, оскільки надають уряду можливість оперативно залучати додаткові фінансові ресурси для покриття дефіциту бюджету. Вони також сприяють розвитку фінансового ринку, створюючи умови для активізації інвестиційної діяльності та формування ефективної інституційної структури. З урахуванням наведених характеристик можна виділити основні аспекти економічної сутності державних цінних паперів, що представлені у додатку А.

Узагальнюючи наведені визначення, можна стверджувати, що державні цінні папери є борговими фінансовими інструментами, які випускаються від імені держави та спрямовані на мобілізацію коштів, стабілізацію фінансової системи та управління державним боргом. Вони виконують як фіскальну, так і регуляторну функцію, забезпечуючи рівновагу між потребами бюджету та макроекономічною стабільністю країни.

Розвиток ринку державних цінних паперів в Україні відбувався поступово, проходячи кілька важливих етапів, які вплинули на їхню класифікацію та механізми обігу. Перші державні цінні папери з'явилися у країні в середині 1990-х років, коли основним інструментом державних запозичень стали ОВДП, що випускалися Міністерством фінансів України. На початковому етапі їх основне призначення полягало у фінансуванні бюджетного дефіциту та забезпеченні стабільності фінансової системи. Однак фінансова криза 1998 р. та суттєве зростання державного боргу змусили переглянути підходи до державних запозичень, удосконалюючи механізми випуску й обігу державних цінних паперів [20, с. 41].

На початку 2000-х років було запроваджено казначейські зобов'язання як додатковий інструмент короткострокового залучення коштів до державного бюджету. Крім того, державні цінні папери почали відігравати важливу роль у проведенні монетарної політики, оскільки Національний банк України почав активно

використовувати ОВДП у своїх операціях на відкритому ринку. Подальша еволюція цього сегмента фінансового ринку відбулася у 2010-х роках, коли була модернізована нормативно-правова база та запроваджені нові фінансові інструменти. Одним із ключових нововведень стало використання державних деривативів, що дозволяли ефективніше управляти борговими ризиками та сприяли удосконаленню механізмів реструктуризації державного боргу. Важливим кроком у розвитку ринку державних цінних паперів також стало запровадження облігацій зовнішньої державної позики (єврооблігацій), що відкрили Україні можливість залучати кошти на міжнародних фінансових ринках, розширюючи джерела фінансування та інтегруючись у глобальні інвестиційні процеси [20, с. 42-43].

Після 2022 р. класифікація державних цінних паперів зазнала подальших змін у зв'язку з необхідністю фінансування воєнних витрат та економічної підтримки країни. Було запроваджено військові облігації, які стали основним механізмом збору коштів для потреб оборонного сектору. Таким чином, розвиток ринку державних цінних паперів в Україні супроводжувався появою нових фінансових інструментів, що відповідали економічним викликам та сприяли стабілізації державних фінансів.

Зокрема, відповідно до ст. 2 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», державні облігації включають «державні облігації України, казначейські зобов'язання України, фінансові казначейські зобов'язання та державні деривативи» [3]. Облігації внутрішньої державної позики є основним видом державних облігацій і випускаються Міністерством фінансів України з метою фінансування дефіциту державного бюджету та рефінансування державного боргу. Казначейські векселі та фінансові казначейські векселі використовуються для короткострокового фінансування, тоді як державні деривативи – це похідні фінансові інструменти, що використовуються для управління ризиками, пов'язаними з державним боргом.

Відповідно до ст. 8 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», визначено загальні засади класифікації цінних паперів, зокрема державних, а також основні види цих фінансових інструментів з урахуванням їх правового статусу, способу випуску та механізму обігу. У законодавстві цінні папери розглядаються як самостійні об'єкти цивільних правовідносин, на які поширюються норми ЦК України. Залежно від особливостей емісії, цінні папери можуть бути як

емісійними, так і неемісійними. До категорії емісійних належать фінансові інструменти, що підтверджують однакові права їх власників та передбачають зобов'язання емітента в межах певного випуску. Державні облігації України, казначейські зобов'язання та державні деривативи є основними емісійними інструментами, які використовуються державою для залучення фінансових ресурсів [3].

Державні цінні папери поділяються також за рівнем ринкової доступності: частина з них має вільний обіг, тоді як деякі випуски обмежені в розповсюдженні. Вони можуть існувати як у документарній, так і в електронній формі, проте окремі види, зокрема іменні державні цінні папери, підлягають обов'язковому випуску виключно в електронному форматі. Особливу увагу у класифікації державних цінних паперів приділено відмінностям між борговими та похідними фінансовими інструментами. Боргові цінні папери, до яких належать державні облігації та казначейські векселі, фіксують відносини кредитування, зобов'язуючи державу повернути отримані кошти разом із відсотковими платежами. Натомість державні деривативи, що належать до похідних фінансових інструментів, передбачають виконання емітентом фінансових зобов'язань залежно від динаміки базових активів або економічних показників [3].

Варто зауважити, що державні цінні папери традиційно розглядаються як «вид боргових емісійних цінних паперів, які випускають від імені держави уповноважені державні органи та місцеві органи влади для мобілізації позикового капіталу з метою фінансування дефіциту державного чи місцевого бюджетів» [13]. Дане визначення підкреслює їх борговий та емісійний характер, що узгоджується із загальноприйнятими фінансовими принципами. Важливим аспектом є те, що їх випускають уповноважені державні органи та місцеві органи влади, що вказує на можливість залучення коштів як на загальнодержавному, так і на місцевому рівнях. Основною метою випуску зазначено мобілізацію позикового капіталу для фінансування дефіциту бюджетів, що відображає фіскальну функцію цих інструментів. Водночас у визначенні не деталізуються механізми виплат і ризики, пов'язані з їх обігом.

Водночас у класифікації цінних паперів можуть виникати розбіжності щодо поділу державних цінних паперів на емісійні та неемісійні. За загальноприйнятим

підходом, державні облігації, казначейські зобов'язання та деривативи є емісійними, оскільки вони випускаються серійно в межах визначеного випуску. Однак, певні види фінансових казначейських векселів можуть мати неемісійний характер, оскільки їх випуск може здійснюватися без стандартизованої серійної емісії, а оформлення кожного векселя може відбуватися за окремою угодою. У табл. 1.1. наведено основні критерії класифікації державних цінних паперів та їх характеристику відповідно до чинного законодавства та фінансової практики.

Таблиця 1.1.

Класифікація державних цінних паперів

Критерій класифікації	Види державних цінних паперів
За правовим статусом	Емісійні (державні облігації України, казначейські зобов'язання України, державні деривативи) / Неемісійні (залежно від механізму випуску)
За порядком випуску	Іменні (реєструються на конкретного власника) / На пред'явника (не потребують реєстрації на конкретну особу)
За формою існування	Електронні (зберігаються у депозитарній системі) / Паперові (випускаються у вигляді сертифікатів)
За ступенем оборотоздатності	Необмежені в обігу (вільно обертаються на ринку) / Обмежено оборотоздатні (випускаються з обмеженнями щодо купівлі-продажу) / Частково обмежено оборотоздатні (підлягають певним умовам обігу)
За економічним призначенням	Боргові (державні облігації України, казначейські зобов'язання України – підтверджують зобов'язання держави повернути позичені кошти) / Деривативні (державні деривативи – похідні фінансові інструменти, прив'язані до базового активу або показника)
За терміном обігу	Короткострокові (до 1 року) / Середньострокові (від 1 до 5 років) / Довгострокові (понад 5 років)

Продовження таблиці 1.1.

За видом доходності	Купонні (передбачають періодичну виплату доходу) / Дисконтні (реалізуються зі знижкою до номінальної вартості, а погашення здійснюється за повною вартістю)
За валютою номіналу	Деноміновані у гривні (основна частина державних облігацій) / Деноміновані в іноземній валюті (єврооблігації, випущені в доларах США, євро або іншій валюті)
За способом випуску	Первинний ринок (випускаються державою для первинного розміщення серед інвесторів) / Вторинний ринок (обертаються серед учасників фондового ринку після первинного розміщення)

Джерело: створено автором на основі [13; 40, с. 414]

Таким чином, розподіл державних цінних паперів за різними критеріями сприяє ефективному функціонуванню ринку капіталу, оптимізації механізмів фінансування державних потреб та забезпеченню стабільності фінансової системи. Сучасна класифікація цих інструментів відповідає міжнародним стандартам та дозволяє державі гнучко реагувати на економічні виклики.

Державні цінні папери забезпечують стабільність ринку капіталу, сприяють зміцненню довіри до економічної політики держави та інтеграції країни у світову фінансову систему. Їх активне використання дає змогу уряду проводити передбачувану бюджетну політику та здійснювати ефективне управління державним боргом. Стан ринку державних цінних паперів виступає важливим економічним індикатором, оскільки зміни у рівні їх дохідності та попиті відображають макроекономічну стабільність, рівень довіри з боку інвесторів та загальні перспективи економічного розвитку. Крім того, вони мають безпосередній вплив на кредитний рейтинг держави, що визначає її спроможність залучати зовнішні інвестиції та отримувати міжнародні позики на вигідних умовах.

Розвиток ринку державних цінних паперів сприяє зміцненню фінансової інфраструктури країни. Його ефективне функціонування потребує розвиненої депозитарної системи, організованої біржової торгівлі та прозорих механізмів регулювання, що, своєю чергою, стимулює розвиток фінансового сектору загалом. Завдяки широким можливостям операцій з державними цінними паперами банки, інституційні інвестори та приватні особи можуть використовувати їх для диверсифікації активів та зниження ризиків. Важливим є й міжнародний аспект функціонування державних цінних паперів. Україна активно використовує облігації зовнішньої державної позики для залучення капіталу на міжнародних ринках, що сприяє інтеграції країни у глобальні економічні процеси. Водночас ефективне управління цими фінансовими інструментами дає можливість зменшити витрати на обслуговування державного боргу, що в довгостроковій перспективі знижує навантаження на бюджет та підвищує фінансову стійкість держави.

Отже, можна стверджувати, що державні цінні папери забезпечують стабільність економічної системи, фінансування бюджетного дефіциту та розвиток інвестиційного середовища. Вони виконують не лише фіскальну функцію, але й

служать важливим механізмом регулювання монетарної політики, сприяють управлінню державним боргом та впливають на макроекономічні показники. Класифікація державних цінних паперів враховує їх правовий статус, порядок випуску, форму існування, ступінь оборотоздатності, економічне призначення та інші критерії, що дозволяє ефективно використовувати ці фінансові інструменти для досягнення стратегічних економічних цілей держави.

1.2. Методи дослідження ринку державних цінних паперів

В умовах зростаючої ролі державних цінних паперів як інструменту бюджетного фінансування та регулювання грошово-кредитної політики ефективні методи аналізу дозволяють не лише оцінювати поточний стан ринку, а й прогнозувати майбутні тенденції. Важливими аспектами дослідження є вивчення динаміки емісії, дохідності, ліквідності та ступеня інтегрованості ринку державних цінних паперів у світову фінансову систему. Методологічна база аналізу ринку державних цінних паперів включає макроекономічні та фінансові теорії, емпіричні підходи та інструменти статистичного, економетричного та фінансового аналізу. Розглянемо основні методи дослідження ринку державних цінних паперів, їх особливості та сфери застосування.

Дослідження ринку державних цінних паперів ґрунтується на кількох теоретичних підходах, які пояснюють функціонування фінансових ринків, механізми ціноутворення та вплив державних запозичень на економіку. Основу наукової методології становлять макроекономічні концепції, теорії інвестицій, ринкової ефективності, а також сучасні підходи до регулювання ринків капіталу. Одним із ключових теоретичних підходів є неокласична економічна теорія, яка розглядає державні цінні папери як засіб регулювання грошового обігу та залучення вільних фінансових ресурсів [29, с. 28-29]. Вона виходить з припущення про раціональну поведінку інвесторів, які оцінюють дохідність і ризики при виборі інструментів для вкладень. Неокласична модель пояснює вплив державних запозичень на рівень процентних ставок та інвестиційну активність у країні.

Кейнсіанська теорія пропонує інший підхід, акцентуючи увагу на ролі державних витрат та запозичень у стимулюванні економічного зростання. Відповідно

до цього підходу, збільшення емісії державних цінних паперів у періоди економічних криз може сприяти підвищенню сукупного попиту, зниженню безробіття та забезпеченню фінансової стабільності [29, с. 30]. Однак надмірне використання державних запозичень може призводити до «ефекту витіснення» приватних інвестицій та підвищення боргового навантаження. Ще одним важливим підходом є теорія ефективного ринку, яка стверджує, що ціни на державні цінні папери формуються під впливом всіх доступних ринкових даних і вже враховують макроекономічні фактори. Підхід використовується для аналізу волатильності ринку державних облігацій, прогнозування дохідності та оцінки ліквідності державних боргових інструментів.

Окрім класичних економічних концепцій, застосовуються сучасні методи поведінкової економіки, які враховують психологічні фактори, що впливають на інвесторів. Наприклад, теорія поведінкових фінансів пояснює, як емоційні та когнітивні упередження можуть впливати на прийняття рішень щодо інвестування в державні цінні папери. Панічні настрої на ринку, ірраціональний оптимізм або песимізм можуть суттєво змінювати попит на державні облігації навіть за відсутності змін у макроекономічних показниках. Методологічні засади дослідження ринку державних цінних паперів також включають використання системного підходу, який розглядає державні облігації як частину єдиної фінансової системи країни. Даний підхід дозволяє аналізувати взаємозв'язки між випуском державних цінних паперів, рівнем бюджетного дефіциту, змінами облікової ставки Національного банку України (далі – НБУ) та динамікою інфляційних процесів [30, с. 317].

Також дослідження ринку державних цінних паперів потребує використання емпіричних методів, що дозволяють аналізувати фактичні дані, виявляти закономірності функціонування ринку та прогнозувати його майбутній розвиток. Емпіричні методи базуються на вивченні реальних показників фінансової системи, динаміки ринкових процесів та ефективності використання державних боргових інструментів. Основні емпіричні методи дослідження ринку державних цінних паперів включають статистичний аналіз, фінансовий аналіз та методи оцінки ліквідності та ризиків [7, с. 79-80]. Кожен із цих підходів дозволяє оцінити певні аспекти функціонування ринку державних цінних паперів.

Статистичний аналіз є основою емпіричних досліджень ринку державних цінних паперів. Він передбачає збирання, систематизацію та обробку великих масивів даних щодо випуску, обігу, дохідності та ліквідності державних облігацій. Основними джерелами інформації для статистичного аналізу є офіційні дані Міністерства фінансів України, НБУ, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, а також фінансові звіти міжнародних організацій та аналітичних агентств.

У рамках статистичного аналізу оцінюються ключові показники, що дозволяють визначити динаміку функціонування ринку державних цінних паперів та рівень запозичень держави. Зокрема, аналізується обсяг емісії державних облігацій, що характеризує масштаби державного боргового фінансування та його зміну у часі. Важливим індикатором є середньозважена дохідність державних облігацій, яка виступає одним із основних критеріїв привабливості інвестування в боргові інструменти та впливає на рівень попиту з боку інвесторів. Крім того, досліджується термін обігу облігацій, що дозволяє оцінити структуру боргових зобов'язань держави та їхній вплив на бюджетну політику. Значну увагу приділяють аналізу рівня попиту на державні цінні папери як на первинному, так і на вторинному ринку, оскільки він є відображенням рівня довіри інвесторів до державної фінансової політики [7, с. 80].

Фінансовий аналіз державних цінних паперів зосереджується на оцінці їхньої дохідності, ліквідності та ризикованості. Він дозволяє визначити рівень привабливості державних облігацій для потенційних інвесторів, а також ефективність їх використання у системі державних фінансів. Одним із головних показників є купонна та ефективна дохідність, що відображає прибутковість цих фінансових інструментів та впливає на загальний рівень попиту. Аналізується також спред дохідності між державними та корпоративними облігаціями, що дозволяє оцінити рівень довіри до державного боргу порівняно з іншими інвестиційними активами. Додатково досліджується волатильність ринку державних цінних паперів, яка свідчить про стабільність їхньої вартості та прогнозованість інвестиційного середовища [10, с. 36-37].

Ліквідність державних цінних паперів визначається швидкістю та обсягами їх обігу на ринку. Для її оцінки застосовуються такі методи: аналіз оборотності облігацій на вторинному ринку, який показує рівень активності торгів державними

цінними паперами; коефіцієнт ліквідності ринку державних облігацій, що визначає відношення середнього денного обсягу торгів до загального обсягу випущених облігацій; спред між цінами купівлі та продажу облігацій, який є індикатором вартості здійснення операцій та рівня ліквідності ринку [10, с. 38].

Крім ліквідності, важливим фактором є оцінка ризиків інвестування у державні цінні папери. Основними видами ризиків є: кредитний ризик, пов'язаний із здатністю держави виконувати свої боргові зобов'язання; інфляційний ризик, що виникає у разі знецінення купонних виплат та номінальної вартості облігацій через зростання інфляції; процентний ризик, пов'язаний зі зміною облікової ставки НБУ та її впливом на дохідність облігацій. Оцінка ліквідності та ризиків дає змогу визначити стійкість ринку державних цінних паперів, передбачити можливі зміни в інвестиційних стратегіях.

Для оцінки впливу державних цінних паперів на фінансову систему застосовуються методи макроекономічного аналізу, структурного аналізу боргу, оцінки ефективності розміщення та обігу цінних паперів, а також аналізу взаємозв'язку між ринком державних облігацій і динамікою основних макроекономічних показників. Одним із найпоширеніших підходів до аналізу впливу державних цінних паперів на фінансову систему є макроекономічне моделювання, яке дає змогу оцінити зміни в обсязі державних запозичень, рівні процентних ставок та обсягах грошової маси в обігу. Зокрема, моделі загальної рівноваги дозволяють визначити довгострокові наслідки розширення державного боргу, включаючи ефект «витіснення» приватних інвестицій. Регресійний аналіз використовується для оцінки зв'язку між емісією державних облігацій та динамікою інфляції, валютного курсу та облікової ставки [21, с. 110-111].

Структурний аналіз державного боргу є важливим методом оцінки його впливу на фінансову систему. Він передбачає аналіз частки внутрішнього та зовнішнього боргу, строкової структури випущених державних цінних паперів, а також їх вартості у контексті поточного рівня бюджетного дефіциту. Високий рівень короткострокового боргу може створювати ризики рефінансування та посилювати залежність від змін кон'юнктури ринку, що робить необхідним розробку заходів щодо оптимізації боргової політики держави. Також для оцінки впливу державних цінних паперів на фінансову систему використовують методи аналізу динаміки ставок

дохідності облігацій. Крива дохідності державних облігацій є важливим індикатором очікувань ринку щодо економічної стабільності та рівня майбутніх процентних ставок. Аналіз форми кривої дохідності допомагає визначити ймовірність економічного спаду чи інфляційного зростання, оскільки інверсійна крива може свідчити про майбутню рецесію.

Особливе значення в оцінці впливу державних цінних паперів на фінансову систему має аналіз взаємозв'язку між державними облігаціями та банківською ліквідністю. Оскільки державні облігації є основним інструментом рефінансування для комерційних банків, їх активний обіг на вторинному ринку може сприяти підвищенню ліквідності банківської системи, що, своєю чергою, впливає на обсяг кредитування реального сектору економіки. Важливим елементом аналізу є оцінка привабливості державних цінних паперів у порівнянні з альтернативними інструментами інвестування, такими як корпоративні облігації, акції чи депозити. Високий рівень дохідності державних облігацій може спричинити перетікання капіталу з приватного сектору до державного, що може гальмувати розвиток фінансового ринку [21, с. 113].

Таким чином, дослідження ринку державних цінних паперів базується на комплексному підході, що включає теоретичні концепції, статистичний аналіз та фінансовий аналіз. Макроекономічні підходи допомагають оцінити роль державних цінних паперів у регулюванні грошово-кредитної політики, тоді як статистичні методи дозволяють аналізувати динаміку їхнього обігу, ліквідність і рівень попиту. Значну роль відіграє фінансовий аналіз, який спрямований на оцінку дохідності, волатильності та рівня ризику державних боргових інструментів. Оцінка ліквідності державних цінних паперів є важливим елементом дослідження, оскільки вона впливає на стабільність фінансової системи та ефективність боргової політики держави. Для подальшого аналізу найбільш доцільним є використання статистичних та фінансових методів, що дозволяють оцінити ефективність державних запозичень, рівень попиту на державні цінні папери та їхній вплив на макроекономічну стабільність.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ ТА ТЕНДЕНЦІЙ РОЗВИТКУ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

2.1. Динаміка випуску та обігу державних цінних паперів в Україні

Впродовж 2020–2024 років обсяги розміщення ОВДП демонстрували значні коливання, відображаючи потреби бюджету та ринкові умови. Так, за підсумками 2020 р. Міністерство фінансів залучило 382,3 млрд грн до державного бюджету через розміщення ОВДП, у тому числі 251,6 млрд грн – у гривневих облігаціях, а решту еквівалентом 130,8 млрд грн – у валютних облігаціях (3,8 млрд. дол. та 0,8 млрд. євро.) [16]. Для порівняння, в першому півріччі 2021 р. обсяг запозичень через ОВДП склав 211,4 млрд грн (з них гривневі папери – 151,7 млрд грн; в іноземній валюті – еквівалент 59,7 млрд грн) (див. рис. 2.1.) [16]. Отже, у докризовий період спостерігалось активне розміщення ОВДП, що дозволяло фінансувати дефіцит бюджету переважно за рахунок внутрішнього ринку.

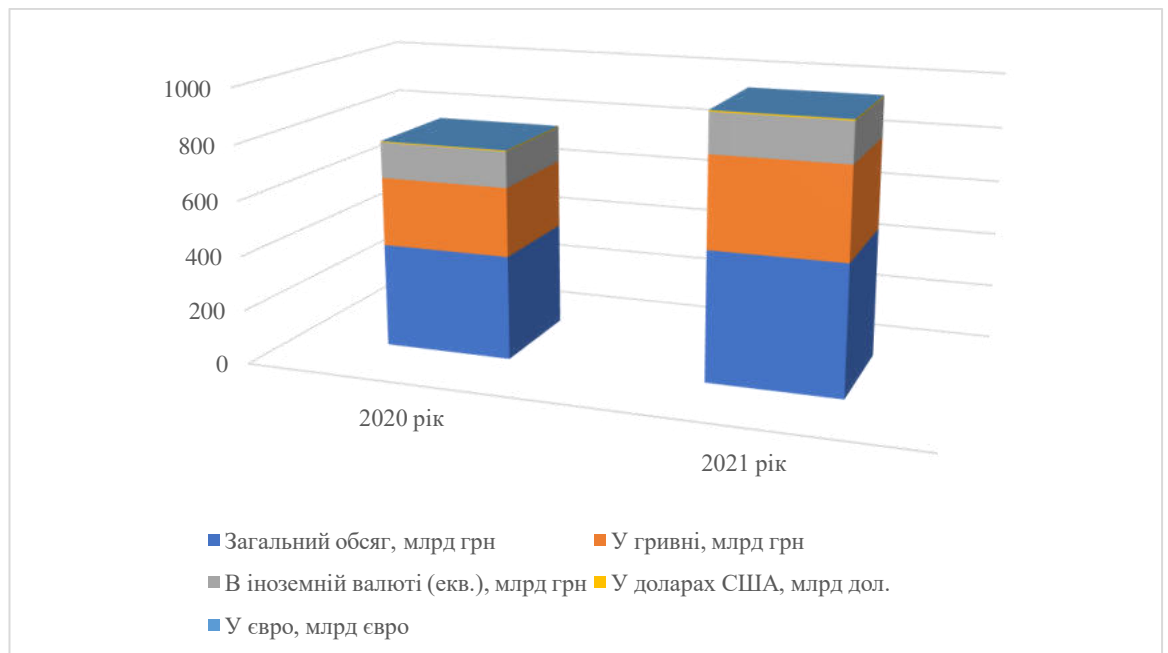


Рис. 2.1. Обсяг запозичень через ОВДП у 2020 та 2021 роках

Джерело: складено автором на основі [36; 16]

Війна суттєво вплинула на динаміку державних запозичень. З початку повномасштабного вторгнення до кінця 2022 р. уряд провів первинні аукціони ОВДП на суму лише 152,4 млрд грн, 1,93 млрд. дол. та 0,98 млрд. євро, тоді як виплати за внутрішнім боргом за цей же період становили 213,3 млрд грн, 2,79 млрд. дол. та 0,66 млрд. євро [39]. Таким чином, у 2022 р. обсяг погашень перевищував залучення на

внутрішньому ринку, що створювало чистий відтік коштів. Лише в окремі місяці (березень, вересень, листопад) вдалося залучити більше, ніж витратити на погашення, тоді як в інші місяці війни Міністерство фінансів було змушено погасити більше обсягів, ніж отримувало від нових розміщень (див. табл. 2.1.) [26].

Таблиця 2.1

Щомісячна динаміка розміщень та погашень державних облігацій України у
2022 р.

Місяць	Залучено, млрд грн (еквівалент)	Погашено, млрд грн (еквівалент)	Чистий потік, млрд грн
Січень	26,5	31,7	-5,2
Лютий	14,2	29,5	-15,3
Березень	43,8	33,1	+10,7
Квітень	12,6	27,8	-15,2
Травень	9,4	39,2	-29,8
Червень	16,1	30,4	-14,3
Липень	20,7	36,5	-15,8
Серпень	14,9	26,2	-11,3
Вересень	37,2	30,3	+6,9
Жовтень	13,6	38,9	-25,3
Листопад	38,9	36,1	+2,8
Грудень	4,1	19,6	-15,5

Джерело: складено на основі [26]

Для покриття дефіциту бюджету в умовах недостатнього ринкового попиту НБУ був змушений викуповувати військові ОВДП. За 2022 р. НБУ придбав державних облігацій на 400 млрд грн (пряма емісійна підтримка бюджету [26]). Уряд доклав зусиль для відновлення функціонування ринку ОВДП у 2023 р. Протягом 2023 р. на аукціонах було залучено еквівалент 566 млрд грн (в тому числі ~401,8 млрд грн, 3,69 млрд. дол. та 0,74 млрд. євро). Обсяг виплат за внутрішніми борговими паперами за цей період становив менше – близько 216 млрд грн, 3,34 млрд. дол. та 0,59 млрд. євро, тобто внутрішні запозичення перевищили погашення на понад 204 млрд грн в еквіваленті [34]. Таким чином, після чистого відтоку коштів у 2022 р., у 2023-му внутрішній ринок державних облігацій почав генерувати чисте фінансування бюджету.

Коефіцієнт роловер (співвідношення обсягу нових залучень до обсягу погашень) за ОВДП у 2023 р. досяг 150% за сумою в усіх валютах, що свідчить про випереджаюче зростання розміщень (див. табл. 2.2.).

Таблиця 2.2.

Коефіцієнт роловеру за ОВДП у 2023 р.

Місяць	Залучено, млрд грн (еквівалент)	Погашено, млрд грн (еквівалент)	Коефіцієнт роловеру, %
Січень	41,3	29,5	140,0
Лютий	39,1	30,7	127,4
Березень	48,7	32,2	151,2
Квітень	46,4	28,9	160,6
Травень	50,6	33,6	150,6
Червень	44,8	31,2	143,6
Липень	47,5	34,1	139,3
Серпень	49,3	32,4	152,2
Вересень	50,1	33,5	149,6
Жовтень	51,6	31,8	162,3
Листопад	46,3	32,6	142,0
Грудень	50,3	34,2	147,1

Джерело: складено на основі [34]

За оперативними даними, позитивна динаміка продовжилась і в початку 2024 – 2025 років. Середній коефіцієнт роловеру за 2024 р. перевищував 130–140%, що свідчить про постійне перевищення нових розміщень над погашеннями. Висока активність у II півріччі, зокрема у вересні–грудні, була зумовлена як попитом з боку банків, так і додатковими заходами уряду з оптимізації структури боргу. Уряд продовжував утримувати дохідність на керованому рівні, поступово зменшуючи ставки в гривневому сегменті до 16–17% річних до кінця року. Динаміку основних показників ринку державних ОВДП у 2020–2024 роках див. рис. 2.2.

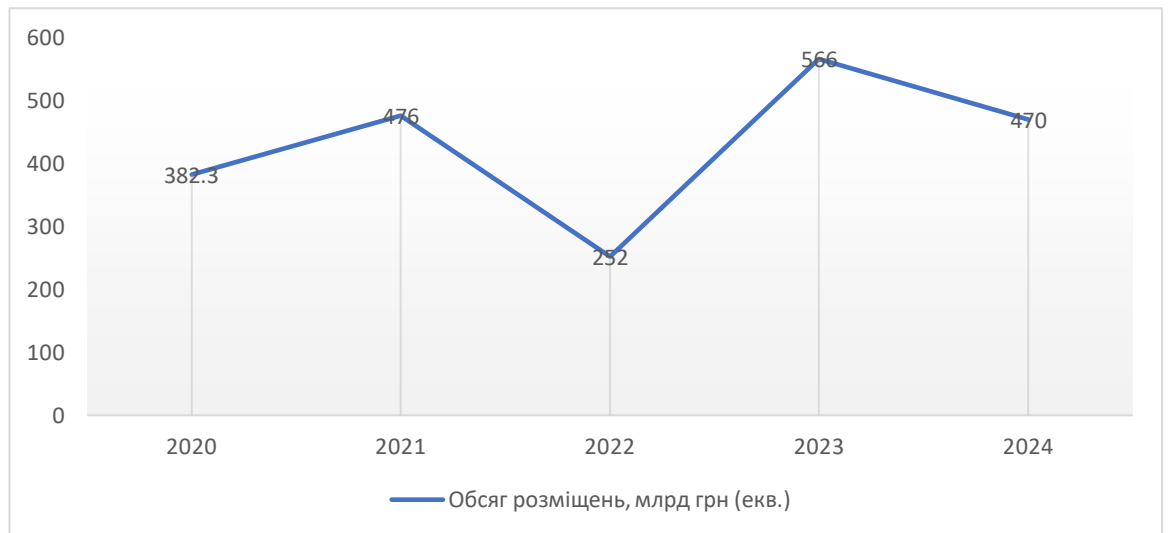


Рис. 2.2. Динаміка обсягів розміщення ОВДП в Україні у 2020–2024 роках, млрд грн (еквівалент)

Джерело: складено автором на основі [26; 34; 11]

Зауважимо, що лише за січень–травень 2025 р. на внутрішньому ринку залучено 157,7 млрд грн, 647,8 млн. дол. та 393,8 млн. євро, при виплатах за цей період 142,4 млрд грн, 952,8 млн. дол. та 475,7 млн. євро. Таким чином, навіть у 2025 р. зберігається чистий притік коштів від розміщення ОВДП. Сукупно з початку війни, станом на 31.05.2025, первинні аукціони забезпечили залучення еквіваленту майже 1,21 трлн грн (включно з валютними облігаціями), тоді як виплати за цей час склали близько 817 млрд грн, тобто внутрішній борг України зріс за воєнний період [15].

У воєнний час, для стимулювання попиту, Міністерство фінансів підвищувало номінальні доходності ОВДП (ставки купона) до ринкових рівнів. Максимальні ставки за гривневими ОВДП зросли з приблизно 10–12 % до 23 % річних у 2022 р. Надалі, у міру стабілізації фінансів, номінальні ставки дещо знизилися: на кінець 2023 р. максимальна ставка гривневих ОВДП на аукціонах становила 18,6 %, для доларових – 4,66 %, для «єврових» - 3,20 % (див. рис. 2.3). У травні 2025 р. Міністерство фінансів продовжувало політику поступового зниження купонних ставок: максимальні значення становили близько 17,8 % у гривні та 3,25 % у євро (доларові ОВДП у цей місяць не розміщувалися).

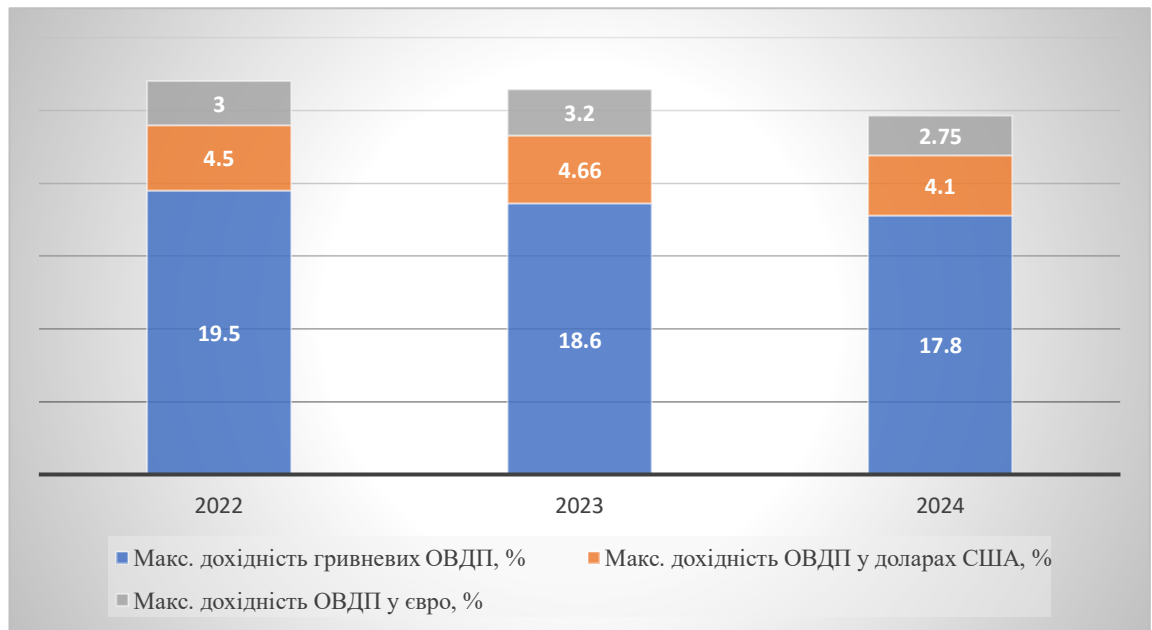


Рис. 2.3. Максимальні номінальні дохідності ОВДП та облікова ставка НБУ у 2022–2024 роках

Джерело: складено автором на основі [39; 34]

Як видно з рис. 2.3, максимальні значення доходності, що наводяться Міністерством фінансів, відображають номінальні (купонні) ставки за ОВДП, тобто фіксований відсоток від номіналу, який емітент сплачує інвестору. Водночас ці показники не враховують ринкових коливань ціни облігацій, дисконту чи премії, а отже, можуть суттєво відрізнятися від фактичної прибутковості, яку інвестор отримує на вторинному ринку, що визначається показником YTM.

Для наближеного розрахунку YTM застосовується формула (2.1):

$$YTM = \frac{C + \frac{M-P}{n}}{\frac{M+2P}{3}} \quad (2.1)$$

де, С – річний купонний дохід,

М – номінальна вартість,

Р – ринкова ціна,

n – кількість років до погашення.

Формула наведена для річної виплати купонів. Для військових ОВДП, за якими купон сплачується раз на півроку, у розрахунку необхідно використовувати піврічний купон та кількість півріч до погашення. Отримане значення YTM у піврічному вираженні переводиться в річну ставку за формулою (2.2):

$$YTM_{річн} = (1 + YTM_{півр})^2 - 1 \quad (2.2)$$

Наприклад, якщо військова облігація має номінал 1000 грн і річну купонну ставку 16 %, то піврічний купон становитиме 80 грн. При ринковій ціні 950 грн та строку до погашення один рік (тобто два піврічні періоди) піврічна дохідність розраховується за формулою (2.3):

$$YTM_{\text{півр}} \approx \frac{80 + \frac{1000 - 950}{2}}{\frac{1000 + 2 \times 950}{3}} \times 100\% = \frac{80 + 25}{966,67} \times 100\% \approx 10,85 \quad (2.3)$$

Річна ефективна дохідність становитиме (2.4):

$$YTM_{\text{річн}} = (1 + 0,1085)^2 - 1 \approx 0,228 \text{ або } 22,8\% \quad (2.4)$$

Таким чином, розрахунок показує, що ринкова дохідність облігації може суттєво перевищувати її купонну ставку, якщо облігація продається зі знижкою до номіналу. Вказане відбувається тому, що інвестор, крім отримання регулярних купонних виплат, додатково заробляє на різниці між ціною придбання та номінальною вартістю при погашенні. Для об'єктивної оцінки вигідності вкладень важливо враховувати саме YTM, оскільки він відображає повну ефективну прибутковість з урахуванням строку, ціни та умов виплат, а не лише фіксований відсоток, зазначений емітентом.

Варто чітко розуміти, чим відрізняється показник YTM від показника SIM. YTM або дохідність до погашення показує повну ефективну прибутковість облігації, враховуючи не лише купонні виплати, а й можливу різницю між ціною купівлі та номіналом, а також ефект складного відсотка, коли отримані купони можуть реінвестуватися. Іншими словами, YTM моделює реальну річну ставку доходу, яку отримає інвестор, якщо утримає облігацію до погашення.

Натомість SIM – це простий метод, який обчислює дохід як відношення отриманих процентних виплат (і, за потреби, зміни вартості облігації) до початкової суми інвестицій без урахування складного відсотка та проміжного реінвестування коштів. Він дає більш спрощену і часто завищену оцінку прибутковості, оскільки ігнорує фактор часу та частоту виплат. Таким чином, SIM підходить для швидкої орієнтовної оцінки, але для точного аналізу вигідності інвестицій в облігації, особливо з регулярними купонними виплатами, доцільно використовувати саме YTM.

Тепер розглянемо структуру інвесторів та обіг на вторинному ринку. Основними покупцями ОВДП традиційно залишаються банки – первинні дилери, на які припадає найбільша частка портфеля (див. табл. 2.3.).

Таблиця 2.3.

Структура власників ОВДП за типами інвесторів у 2020–2024 роках

Рік	Частка банків у портфелі ОВДП, %	Обсяг ОВДП у банків, млрд грн	Портфель громадян і бізнесу, млрд грн	Частка фіз. та юр. осіб у гривневих ОВДП, %	Частка фіз. та юр. осіб у валютних ОВДП, %
2020	52	420	12,3	1,5	3,2
2021	49	470	15,7	2,0	3,7
2022	51	530	22,8	3,5	5,1
2023	45	560	34,5	6,8	10,6
2024	43	605	85,4	14,2	22,3

Джерело: складено автором на основі [39; 11]

Станом на початок 2023 р. банки концентрували найбільший обсяг військових облігацій, і ця тенденція зберіглася. За оцінками, у середині 2024 р. банки тримали близько 43% усіх ОВДП в обігу [11]. Динаміка портфельів ОВДП у провідних банках України протягом 2024 р. див. табл. 2.4.

Таблиця 2.4.

Динаміка портфельів ОВДП у провідних банках України у 2020–2024 роках,

млрд грн

Банк	2020	2021	2022	2023	2024
АТ КБ «ПриватБанк»	145,3	160,8	168,4	181,6	190,4
АТ «Ощадбанк»	110,7	122,1	130,5	137,4	144,7
АТ «Укрексімбанк»	69,2	73,6	78,9	84,7	88,1
АТ «ПУМБ»	18,4	24,7	30,2	37,5	43,6
АТ «Укргазбанк»	21,3	25,9	28,8	32,6	38,9

Джерело: складено на основі [41; 25; 5; 32]

Значно зросла роль роздрібних інвесторів – громадян та бізнесу України. Їхній сукупний портфель військових ОВДП збільшився з 34,5 млрд грн на 01.01.2023 до 85,4 млрд грн на 01.01.2024 (зростання у 2,5 раза), а станом на 01.06.2025 досяг 204,2 млрд грн в еквіваленті (майже в 1,6 раза більше, ніж рік тому) [34; 15]. Частка фізичних та юридичних осіб у структурі власників військових облігацій наразі перевищує третину у гривневих випусках (36,2% гривневих ОВДП станом на 01.06.2025) і понад половину – в валютних (69,1% військових ОВДП у доларах). Це свідчить про підвищення довіри населення та підприємств до державних паперів як

інструменту заощаджень, особливо у відносно короткострокових «військових» серіях. Натомість активність нерезидентів на ринку різко впала.

Обсяг ОВДП у власності нерезидентів станом на 01.01.2024 р. складав лише 14,8 млрд грн та незначні суми в валюті, що хоч і у 5,2 раза більше порівняно з початком 2023 р., але все ще мізерно мало [34]. Частка нерезидентів у військових облігаціях становить лише близько 9,0 млрд грн (та кілька мільйонів у валюті) на середину 2025 р. [15]. Фактично, іноземні інвестори майже повністю вийшли з локального ринку або залишаються пасивними, а ринок став внутрішньо орієнтованим.

На вторинному ринку державні облігації зараз домінують у структурі біржових торгів. У рис. 2.4. наведено щорічні обсяги торгів основними видами фінансових інструментів, що відображає функціональну активність фондового ринку.

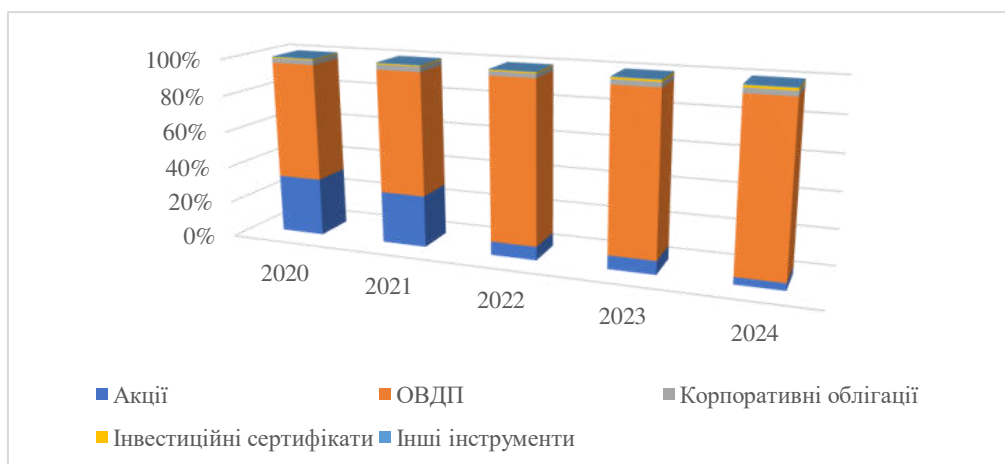


Рис. 2.4. Обсяги торгів фінансовими інструментами на фондовому ринку України, 2020–2024 роки (млн. грн)

Джерело: складено на основі [18, с. 12]

Аналіз даних свідчить, що впродовж 2020–2024 років фондовий ринок України характеризувався високою залежністю від державних боргових інструментів, зокрема ОВДП, частка яких систематично перевищувала 90% загального обсягу біржових операцій. Це відображає дві тенденції: з одного боку, значну ліквідність саме державних паперів (через низький ризик неплатежу в гривні), а з іншого – стагнацію корпоративного сегменту ринку капіталу. Обсяги торгів ОВДП номінованими у валюті також значні, зокрема за 2023 р. на організованих ринках укладено угод з валютними ОВДП на 1,81 млрд. дол. та 95 млн євро [17].

У 2024 р. державні облігації продовжували утримувати домінуючу позицію на вторинному біржовому ринку України. Як і в попередньому році, лівова частка біржових операцій припадала саме на обіг ОВДП, що свідчить про збереження високого рівня довіри інвесторів до інструментів державного боргу. Частка ОВДП у структурі біржових торгів залишалася стабільно високою, а з урахуванням зростання обсягів розміщення та активізації вторинного обігу валютних паперів спостерігалось подальше зміцнення їх ролі як ключового інструменту інвестування в умовах макроекономічної нестабільності.

У 2024 р. обсяги операцій з валютними ОВДП, номінованими в доларах США, перевищили 2,05 млрд дол., що на понад 13% більше порівняно з 2023 р. Аналогічно, зріс обсяг торгів облігаціями, номінованими в євро, – до рівня близько 122 млн євро. Така динаміка обумовлюється сукупністю факторів, серед яких стабілізація валютного ринку, поступове пом'якшення монетарної політики та зростання інституційного попиту на інструменти з фіксованою доходністю у твердій валюті.

Утримання Міністерством фінансів привабливих рівнів доходності за валютними паперами – у межах 4,1% річних для доларових облігацій та 2,75–3,0% у євро – стимулювало активність на ринку, зокрема серед банків, страхових компаній, інвестиційних фондів та роздрібних інвесторів. Це дозволило забезпечити зростання ліквідності на організованому ринку та водночас компенсувати уповільнення динаміки у корпоративному секторі, який залишався обмеженим через високі ризики, пов'язані з воєнним станом і недостатнім відновленням інвестиційної активності в реальному секторі економіки. Як бачимо з вищезазначеного, державні облігації нині фактично визначають діяльність українського фондового ринку, забезпечуючи більшість його обороту.

З метою комплексної оцінки ефективності функціонування вторинного ринку державних облігацій в Україні важливо проаналізувати індекси ліквідності, які відображають активність та привабливість ОВДП для учасників ринку. До таких індикаторів належать кількість укладених угод, середній денний обсяг торгів, загальний річний обсяг торгів, частка ОВДП у структурі біржових операцій та індекс глибини ринку. Дані, наведені у табл. 2.5, дозволяють простежити динаміку цих показників протягом 2020–2024 років.

Таблиця 2.5

Індекси ліквідності ОВДП на вторинному ринку у 2020–2024 роках

Рік	Кількість угод з ОВДП (од.)	Середній денний обсяг торгів, млрд грн	Річний обсяг торгів, млрд грн	Частка ОВДП у біржових торгах, %	Індекс глибини ринку, %
2020	8 750	1,15	286,0	71,3	14,5
2021	9 825	1,36	322,5	75,6	15,2
2022	7 440	1,02	260,3	89,1	12,9
2023	11 260	1,61	402,4	93,0	17,4
2024	12 630	1,88	464,2	92,5	19,1

Джерело: складено автором на основі [19; 17]

Упродовж аналізованого періоду спостерігається чітка тенденція до зростання ліквідності ринку ОВДП. Кількість угод щороку збільшувалась, зокрема у 2024 р. їх було зафіксовано понад 12,6 тис., що майже на 45% більше, ніж у 2020 р. Середній денний обсяг торгів зріс з 1,15 млрд грн у 2020 р. до 1,88 млрд грн у 2024 р., що свідчить про посилення активності інвесторів та зростання зацікавленості у державних паперах. Річний обсяг операцій з ОВДП також демонстрував стале зростання – з 286 млрд грн у 2020 р. до 464,2 млрд грн у 2024 р. Це зумовлено не лише розширенням ринку, а й збільшенням кількості інституційних та роздрібних учасників, які розглядають ОВДП як надійний інструмент заощаджень і інвестування.

Значно зросла частка ОВДП у загальному обсязі біржових торгів – з 71,3% у 2020 р. до понад 92% у 2023–2024 роках. Це засвідчує домінування державних паперів на фондовому ринку та водночас свідчить про обмежену активність в корпоративному сегменті. Індекс глибини ринку, який відображає співвідношення річного обсягу торгів до загального обсягу ОВДП в обігу, також має позитивну динаміку: з 14,5% у 2020 р. до 19,1% у 2024 р., що свідчить про зростання ліквідності ринку та його здатність швидко реагувати на попит без значного впливу на цінові параметри.

Таким чином, за період 2020–2024 років вторинний ринок ОВДП в Україні продемонстрував істотне посилення функціональної спроможності, що підтверджує зростання ролі державних цінних паперів як ефективного інвестиційного інструменту та джерела бюджетного фінансування в умовах воєнної економіки.

Окрім внутрішнього ринку, уряд України у 2020–2021 роках здійснював випуски єврооблігацій на міжнародних ринках (див. табл. 2.6).

Таблиця 2.6.

Основні параметри розміщення єврооблігацій України у 2020–2021 роках

Рік	Загальний обсяг випуску, млрд дол. США	Середній термін обігу, років	Середня ставка купону, % річних	Сукупний попит інвесторів, млрд дол.	Основні біржі лістингу	Цільове призначення коштів
2020	2,0	12	7,253	~5,0	Ірландська фондова біржа	Загальні потреби державного бюджету
2021	1,75	6,5	5,13	~4,4	Лондонська та Ірландська фондові біржі	Покриття дефіциту та оптимізація боргу

Джерело: складено на основі [50]

Наприклад, у квітні 2021 р. було успішно розміщено 8-річні єврооблігації обсягом 1,25 млрд. дол із дохідністю 6,875% річних. Це розміщення мало високий попит з боку інвесторів (сукупний попит перевищив 3,3 млрд. дол.) і стало першим випадком лістингу суверенних українських облігацій на Лондонській фондовій біржі. Залучені кошти (1,25 млрд. дол.) були спрямовані до Держказначейства для фінансування бюджету. Загалом у 2021 р. Україна вийшла на міжнародні ринки після паузи, користуючись сприятливою кон'юктурою та довірою інвесторів до проведення зваженої фіскально-монетарної політики [50].

Втім, у 2022–2023 роках через військові ризики доступ України до зовнішніх ринків капіталу практично припинився. Єдиними виключеннями стали спеціальні випуски єврооблігацій під гарантії урядів США та інших партнерів, які мали на меті підтримати фінансову систему України. Основний же обсяг зовнішнього фінансування у воєнний період забезпечувався за рахунок офіційної допомоги (пільгових кредитів та грантів від МВФ, Світового банку, ЄС, США тощо), а не комерційних облігацій. Наприклад, у 2022 р. Україна отримала близько 32 млрд. дол. зовнішньої допомоги від партнерів (США, ЄС, Канада, МВФ тощо), а залучення коштів через валютні ОВДП склало додатково 3,1 млрд. дол [26]. Зазначене дозволило профінансувати значний бюджетний дефіцит і водночас сплатити боргові зобов'язання навіть за умови відсутності традиційних ринкових запозичень.

Отже, протягом 2020–2024 роки ринок державних цінних паперів України пройшов через різкі зміни. Після відносно спокійного періоду 2020–2021 рр. із активним внутрішнім і помірним зовнішнім запозиченням, у 2022 р. стався шок: первинний ринок майже зупинився, а обсяги обігу впали. Надалі, завдяки заходам НБУ та Міністерства фінансів, внутрішній ринок поступово відновив свою функціональність – обсяги розміщень ОВДП значно зросли у 2023 р., з’явилося чисте фінансування бюджету, а довіра внутрішніх інвесторів (населення, бізнесу, банків) зміцнилась. Водночас зовнішній ринок державних паперів залишався фактично закритим, що зумовило необхідність реструктуризації єврооблігацій та переорієнтації на внутрішні й офіційні джерела – ці аспекти детально розглянемо в наступному підрозділі.

2.2. Основні проблеми функціонування ринку державних цінних паперів та фактори впливу

Головною проблемою ринку державних цінних паперів України стали наслідки повномасштабної війни, які підірвали нормальне функціонування фінансового ринку. Падіння економіки на 33% у 2022 р. та стрибок інфляції до 26,6% рік у рік підірвали платоспроможність бюджету і довіру інвесторів. Війна створила надзвичайний бюджетний дефіцит (близько 20% ВВП у 2022 р. проти 3-6% у попередні роки), що вимагало різкого нарощення державних запозичень (див. рис. 2.5) [47].

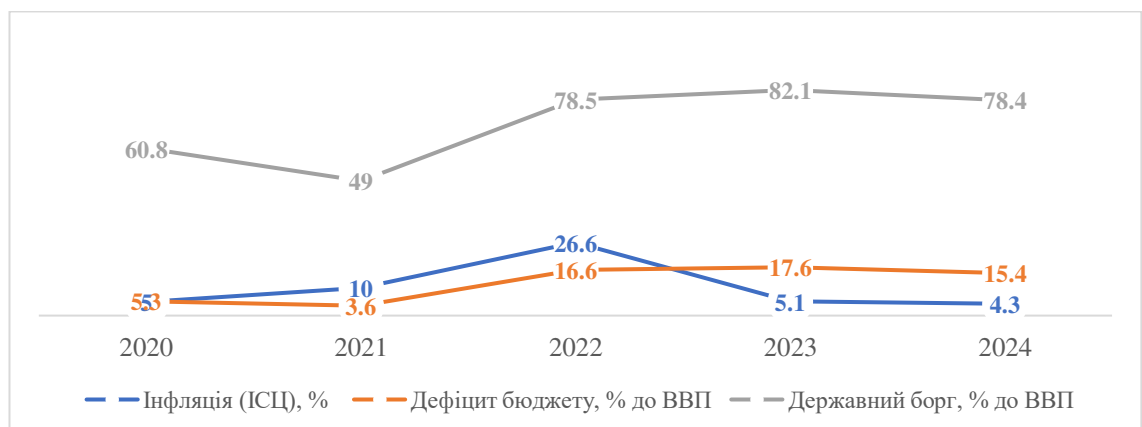


Рис. 2.5. Основні макроекономічні показники України у 2020–2024 роках

Джерело: складено на основі [47]

Однак можливості ринку були обмеженими. Через високі ризики уряд зіштовхнувся з небажанням інвесторів купувати облігації за довоєнними ставками, тоді як інфляція і девальваційні очікування зростали. Для стримування інфляції НБУ у червні 2022 р. підняв облікову ставку до 25%, що збільшило вартість обслуговування боргу для уряду (див. рис. 2.6) [26]. Таким чином, конфлікт цілей монетарної та боргової політики став одним з факторів: необхідність стримувати інфляцію вимагала високих ставок, але високі ставки ускладнювали розміщення ОВДП.



Рис. 2.6 Динаміка облікової ставки НБУ у 2021-2025 роках у %

Джерело: створено на основі [26; 24]

Перед війною значну частку ринку ОВДП становили нерезиденти, які оперативно реагували на ризики. Після початку вторгнення капітал іноземних інвесторів фактично «застряг» через введені валютні обмеження, а нові вкладення припинилися. Іноземці почали масово виходити з гривневих облігацій ще напередодні війни, а потім їх частка різко впала до менш ніж 5% ринку (див. рис. 2.7.). Зазначене позбавило ринок одного з джерел попиту та створило додатковий тиск на курс гривні. Одночасно ліквідність вторинного ринку знизилася: після 24 лютого 2022 р. торги цінними паперами були тимчасово зупинені для запобігання паніці [32].

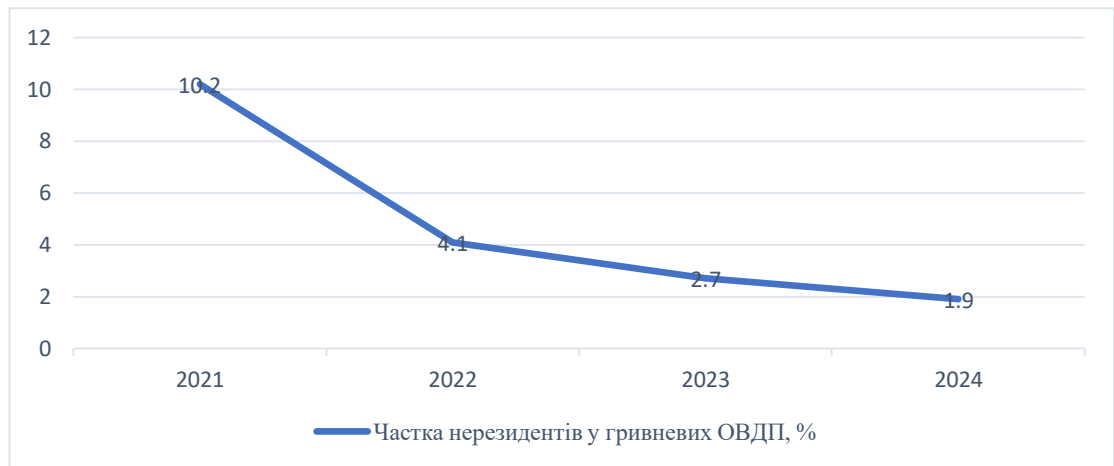


Рис. 2.7. Динаміка частки нерезидентів у ринку ОВДП у 2021–2024 роках, %
Джерело: складено на основі [35]

Тому, хоча згодом торги ОВДП відновились, активність нерезидентів залишалась мінімальною. Низька ліквідність означає ширший спред і складнощі з оцінкою справедливої вартості паперів, що є проблемою для учасників ринку.

В умовах, коли ринок не міг забезпечити потреби бюджету, НБУ став кредитором останньої інстанції для уряду. Це виражалось у прямій купівлі НБУ воєнних ОВДП. Так, як вже було зазначено у підрозділі 2.1. за 2022 р. НБУ монетизував близько 400 млрд грн боргу (шляхом викупу облігацій у Міністерства фінансів України). Така емісія покрила значну частку дефіциту, але мала побічні наслідки – посилення інфляційного тиску та девальвацію гривні (~30% офіційної девальвації влітку 2022) [26]. Хоча НБУ у законодавчому порядку отримав тимчасовий дозвіл на пряме фінансування бюджету під час воєнного стану, у стратегічній перспективі це розглядалося як вимушений крок.

Вже у 2023 р. НБУ відмовився від подальшої неконтрольованої емісії, що поставило завдання активізувати ринок ОВДП для заміщення цього джерела. Проблемою є те, що значний обсяг ОВДП на балансі НБУ (понад третину всіх гривневих ОВДП) знижує ринковість боргових інструментів і створює ризики для макростабільності (тиск на ціни та курс).

На кінець 2023 р. українські банки володіли майже половиною внутрішнього боргу (державні банки – найбільше серед них), що означає високу концентрацію держоблігацій на балансах банківського сектору [34]. З одного боку, банки зацікавлені у купівлі ОВДП як безризикового активу з привабливою доходністю (особливо коли діють стимули, як дозволи зараховувати частину ОВДП в покриття

резервів). З іншого боку, надмірна концентрація створює ризик ліквідності та диверсифікації. У разі шоку банки можуть одночасно намагатися продати ОВДП, що обвалить їх ціну. Крім того, частина банків вичерпала ліміти на вкладення в держпапери.

Ще один аспект – строкова структура боргу. Протягом 2020–2022 років Міністерство фінансів випускав переважно короткострокові папери (3–12 місяців) під нижчі ставки, що призвело до концентрації погашень у 2022–2023 рр. (див. рис. 2.8.).

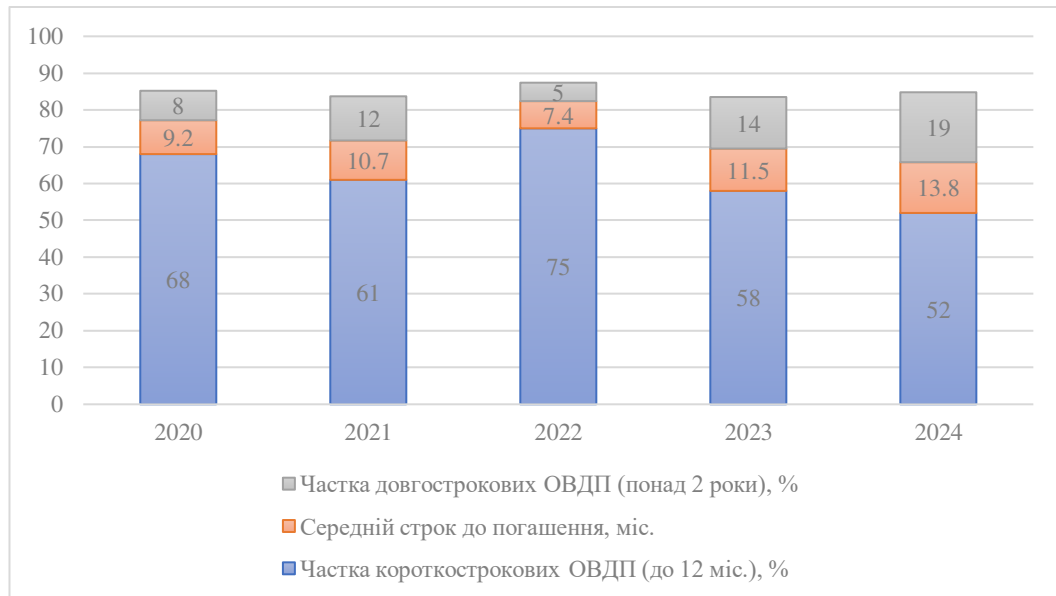


Рис. 2.8. Динаміка строкової структури ОВДП України у 2020–2024 роках
Джерело: складено на основі [31]

Отже, зазначене стало проблемою в умовах війни, коли рефінансувати борг було складно. Наразі Міністерство фінансів України намагається подовжити середній строк обігу ОВДП (запроваджено бенчмарк-випуски на 1,5–2 роки та довше), але інвестори все ще надають перевагу коротким термінам через невизначеність.

Воєнні дії фактично закрили для України міжнародні ринки капіталу. Відповідно постала проблема обслуговування та погашення наявних єврооблігацій. Уряд був змушений у липні 2022 р. домовитись із власниками єврооблігацій про відтермінування виплат за ними на 2 роки, аби уникнути неконтрольованого дефолту. Надалі, у 2023–2024 рр. тривали переговори про повноцінну реструктуризацію зовнішнього комерційного боргу [37].

В липні 2024 р. було досягнуто принципової угоди про реструктуризацію 23,4 млрд. дол. суверенних єврооблігацій України. Основні параметри реструктуризації:

- списання 37% номінальної вартості боргу (що зменшить боргове навантаження на 8,67 млрд. дол.);

- продовження строків погашення – перший платіж основної суми перенесено на 2029 р. (до реструктуризації Україна мала б виплатити 9,38 млрд. дол. у 2024–2029 рр.).

- купонні ставки за новими облігаціями теж диференційовані та частково капіталізуються (наприклад, 1,75% у 2024–2025 з поступовим підвищенням до 7,75% після 2034 р.) [37].

Вищезазначена угода, підтримана Комітетом кредиторів та узгоджена з програмою МВФ, дозволить знизити боргове навантаження до прийнятних рівнів (планується зменшити держборг до 82% ВВП у 2028 р.) і зекономити понад 11 млрд. дол. на виплатах у наступні 3 роки [31].

Хоча формально Україна оголосила мораторій, технічний дефолт вдалося оформити контрольовано, уникнувши судових позовів. Проте втрата доступу до ринку єврооблігацій є серйозним викликом: до завершення війни Україна не зможе самостійно залучати значні кошти від приватних інвесторів за кордоном, що означає повну залежність від офіційної допомоги і внутрішнього ринку для фінансування бюджету.

Регулятори оперативно реагували на виклики, проте деякі кроки теж вплинули на ринок. Закриття бірж і мораторій на витік капіталу були необхідними, але фактично заморозили фондовий ринок у перші місяці війни. Тільки з середини 2022 р. торги ОВДП поновилися в повному обсязі [26]. Також варто відзначити позитивні дії НБУ та НКЦПФР: спрощення доступу населення до купівлі військових облігацій (через банки та застосунки) і інформаційна прозорість.

НБУ почав публікувати детальну статистику по військових ОВДП щотижнево, згодом щомісячно, що підвищує довіру. З боку Міністерства фінансів – запровадження бенчмарк-ОВДП з регулярними аукціонами, які банки можуть зараховувати в резерви, сприяло пожвавленню ринку. Втім, інфраструктурна проблема – розділення депозитаріїв – частково залишається. Державні облігації обліковуються в депозитарії НБУ, тоді як корпоративні папери – в НДУ, що ускладнює розвиток єдиного централізованого ринку капіталу. Проте у сегменті державних паперів депозитарна функція НБУ довела ефективність, забезпечивши

безперебійні розрахунки навіть у пікові моменти (запроваджено механізм аукціонів з обміном випусків ОВДП для управління ліквідністю портфеля) [23].

Окрім уже розглянутих макроекономічних викликів – інфляційного тиску, емісійного фінансування, залежності від банківської системи та втрати доступу до зовнішніх джерел – важливо врахувати глибші фактори, які визначають як коротко-, так і середньострокову ефективність ринку ОВДП. Зокрема, варто виокремити наступні напрями проблематики:

По-перше, ризики репутаційної трансмісії та поведінкових очікувань інвесторів. Історична боргова поведінка держави – в тому числі відстрочення виплат за єврооблігаціями, технічний дефолт та реструктуризація зовнішнього боргу – формує у потенційних інвесторів очікування нестабільності та високого кредитного ризику. Навіть за умов поточної макрофінансової стабілізації, обтяженість минулим досвідом призводить до стриманості з боку приватних інституційних гравців. Цей психологічний чинник обмежує здатність держави швидко відновити широке коло покупців, зокрема серед нерезидентів, і знижує еластичність попиту на нові випуски ОВДП, особливо у довгостроковому сегменті.

По-друге, обмеженість інструментарію внутрішнього боргового ринку. Упродовж 2020–2024 рр. ринок ОВДП залишався здебільшого орієнтованим на класичні облігації з фіксованим купоном. Водночас, в умовах високої інфляції, волатильності облікової ставки та непередбачуваних бюджетних параметрів, надзвичайно важливо мати гнучкий борговий інструментарій: зокрема, індексовані облігації (до рівня інфляції або облікової ставки), облігації з плаваючим купоном, аукціонні папери або деривативи. Відсутність цих інструментів не дозволяє державі ефективно управляти вартістю боргу та залучати різні категорії інвесторів з урахуванням їх ризикового профілю.

По-третє, валютна структура боргу як джерело потенційної фіскальної вразливості. Попри переорієнтацію на внутрішній ринок, значна частка державного боргу, сформована до 2022 р., залишається номінованою в іноземній валюті [26]. За умов коливань валютного курсу, поглиблення дефіциту поточного рахунку або зниження обсягу міжнародної допомоги, це створює додаткове навантаження на бюджет та ускладнює планування обслуговування боргу. Відсутність ефективних

інструментів хеджування валютного ризику (зокрема, ринку валютних деривативів) лише посилює цю проблему.

По-четверте, інституційна фрагментація інфраструктури фондового ринку. Депозитарна система України досі залишається поділеною між державним депозитарієм та приватним, що знижує ефективність єдиного ринку капіталу [27, с. 36]. Така фрагментація не дозволяє забезпечити централізовану ліквідність, а також ускладнює роботу інвесторів, які змушені діяти в різних операційних середовищах залежно від типу активу. У воєнний період дана проблема набула особливої гостроти, оскільки ринок державних облігацій потребує максимальної прозорості, простоти доступу та безперебійної логістики розрахунків.

По-п'яте, чутливість ринку до регуляторних змін. Багато інвесторів, особливо приватні особи, приймають рішення на основі передбачуваності регуляторної політики. Водночас в Україні спостерігалось низку змін щодо оподаткування доходів за ОВДП, умов участі в аукціонах, репатріації прибутку нерезидентів та операційної моделі доступу до ринку (через банки, «Дію», брокерські застосунки тощо) [27, с. 38]. Непередбачувані або фрагментарні зміни правил формують регуляторний ризик, який знижує довіру та довгострокову участь у ринку.

Підкреслимо, що проблеми ринку державних цінних паперів України не вичерпуються макроекономічними викликами чи наслідками війни. Серед них є і системні, структурні, інституційні аспекти, які унеможливлюють повноцінне функціонування ринку як механізму сталого фінансування потреб держави. Розв'язання зазначених проблем потребує комплексної реформи боргової політики, розвитку інфраструктури, удосконалення регуляторного середовища та збереження довіри інвесторів, зокрема через прозору комунікацію та поступове повернення до ринкових принципів запозичень.

Незважаючи на проблеми, надзвичайно важливим фактором стабілізації стало отримання безпрецедентної зовнішньої фінансової допомоги. Кошти партнерів (гранти і пільгові кредити) фактично замістили відсутні запозичення на ринку. Як відзначав НБУ, саме міжнародна допомога разом із фіксацією валютного курсу стали чинниками стримування інфляції у 2022 р. Донорські вливання дозволили уряду зберігати платоспроможність без надмірної емісії гривні, а відтак поступово повернути довіру до ОВДП у 2023 р. [26]. Відновлення співпраці з МВФ (нові

програми і моніторингові заходи) стало «якорем» макроекономічної політики, що позитивно вплинуло і на ринок держоблігацій. Інвестори усвідомили, що міжнародні партнери підтримують Україну фінансово, отже ризик неконтрольованого дефолту чи гіперінфляції знизився.

Отже, ринок державних цінних паперів України у 2022–2024 роках функціонує в умовах системних викликів, зумовлених як впливом повномасштабної війни, так і внутрішніми структурними обмеженнями. Серед ключових проблем слід виокремити:

- по-перше, глибокий бюджетний дефіцит і потребу у масштабних запозиченнях при обмеженому попиті з боку інвесторів;
- по-друге, надмірну залежність від фінансування з боку Національного банку та міжнародних партнерів, що не створює основ для довготривалої фіскальної стійкості;
- по-третє, втрату доступу до зовнішніх ринків капіталу та значне погіршення довіри іноземних інвесторів, яке можливо відновити лише після завершення війни та реструктуризації зовнішнього боргу;
- по-четверте, підвищене боргове навантаження на бюджет унаслідок високих процентних ставок і зростання інфляції, що у 2023 р. призвело до рекордних витрат на обслуговування боргу;
- по-п'яте, короткий середній строк обігу ОВДП та нерівномірна концентрація строків погашення, що створюють ризики рефінансування в умовах невизначеності.

До цього додаються й інші обмеження: репутаційні ризики, вузький інструментарій боргового фінансування, слабка глибина вторинного ринку, фрагментованість депозитарної інфраструктури та нестабільність регуляторного середовища. Разом ці фактори знижують ефективність ринку як інструмента управління публічним боргом.

Водночас, на тлі цих труднощів внутрішній ринок продемонстрував певну стійкість. Завдяки активності банків, зростанню участі громадян та бізнесу, запровадженню нових інструментів (бенчмарк-випуски, цифрові канали розміщення), а також підтримці з боку регуляторів, вдалося частково відновити обсяг розміщень і знизити тиск на монетарні механізми фінансування. Надалі розвиток ринку держоблігацій потребує комплексної реформи, спрямованої на підвищення довіри, розширення інструментів та зменшення структурних ризиків.

РОЗДІЛ 3

ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО УДОСКОНАЛЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

Ефективна, сучасна ринкова інфраструктура є основою функціонування ринку державних цінних паперів. Необхідно реалізувати заходи, що підвищують ліквідність, прозорість та технічну спроможність ринку. Зокрема, необхідно завершити розпочату інтеграцію депозитарної системи України з глобальними депозитаріями для спрощення доступу іноземних інвесторів до українських боргових інструментів. За підтримки МВФ та інших партнерів НБУ вже розширює лінк з Clearstream, що дозволить допускати до обігу муніципальні облігації і інші інструменти, пов'язані з відбудовою країни. На другому етапі планується пряме з'єднання НДУ з іноземними центральними депозитаріями до кінця липня 2025 р., що відкриє іноземним інвесторам ширший доступ до ринків України. Така інтеграція підвищить довіру й залученість глобальних гравців [44].

Також забезпечити надійне функціонування біржової інфраструктури для торгівлі державними облігаціями. Зокрема, слід підтримати створення або модернізацію платформи для вторинного ринку ОВДП. Раніше обговорювався проєкт нового фондового майданчика за участю державних банків та міжнародних фінансових організацій (ЄБРР тощо) капіталом близько 0,5 млн. дол., аби замінити недокапіталізовану біржу ПФТС [44]. Хоча станом на початок 2025 р. нову біржу не створено, НКЦПФР зобов'язав наявні біржі дотримуватися вимог ліквідності і ПФТС вдалося їх виконати. Доцільно продовжити курс на консолідацію та цифрову модернізацію біржового сегмента: впровадити сучасні торговельні системи, електронні аукціони та платформу розміщення, інтегровану з банківськими застосунками, що спростить операції для інвесторів і підвищить обсяги вторинних торгів.

Для підвищення надійності розрахунків за угодами з державними облігаціями слід розширити роль центрального контрагента. Національний банк та НКЦПФР вже вжили кроків: Розрахунковий центр (majority-owned НБУ) отримав можливість надавати послуги щодо укладання угод і клірингу позабіржових операцій з ОВДП. Це

мінімізує ризики невиконання угод на вторинному ринку. Надалі варто впровадити повноцінну систему централізованого клірингу для всіх великих учасників ринку та розглянути впровадження двосторонніх гарантій виконання угод (margining, clearing fund) для підвищення довіри між учасниками.

Міністерству фінансів доцільно активно використовувати інноваційні механізми на первинному ринку. Прикладом є вперше проведений у лютому 2025 р. switch-аукціон на базі системи Bloomberg [22]. Цей механізм дозволяє обмінювати раніше випущені облігації (зі строком, що наближається до погашення або менш ліквідні) на нові випуски в межах єдиної транзакції. Таким чином згладжується графік погашення боргу та підвищується ліквідність обігу паперів. Запровадження механізму switch-аукціонів стало важливою віхою розвитку ринку та його наближення до міжнародної практики. Рекомендується надалі проводити такі аукціони регулярно для оптимізації структури боргу, а також розглянути інші інструменти активного управління зобов'язаннями (операції з викупу власних облігацій, випуск облігацій для рефінансування боргу тощо).

Слід і надалі розвивати використання передових ІТ-рішень у розміщенні та обігу ОВДП. З 2019 р. аукціони Мінфіну проходять через електронну систему Bloomberg, що забезпечує широкий доступ первинних дилерів та надійність розміщень. Доцільно розширити коло учасників електронних аукціонів, допускати більше банків або брокерів за чіткими критеріями [33]. Також варто забезпечити повну прозорість інформації: публікацію розкладу аукціонів, обсягів попиту/пропозиції, середньозважених дохідностей, анонсування планів запозичень на квартал і рік. Прозорість підвищує передбачуваність ринку та довіру інвесторів.

Ефективне функціонування ринку державних цінних паперів неможливе без комплексного оновлення нормативно-правового середовища. Реформи мають не лише відповідати міжнародним стандартам, а й враховувати виклики воєнного та післявоєнного періоду. Пріоритетним завданням є завершення повної імплементації Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», який гармонізує українське законодавство з європейським правом (зокрема MiFID II, MiFIR) [33; 49]. Реалізація цього закону забезпечить вищий рівень прозорості, захисту інвесторів та регуляторної передбачуваності.

У сфері нагляду важливо посилити координацію між НБУ, НКЦПФР та Мінфіном задля уникнення регуляторних прогалин. Доцільним є створення постійного координаційного органу для формування єдиної політики у сфері державного боргу, а в перспективі – інституційна консолідація елементів ринкової інфраструктури за підтримки міжнародних партнерів. А внесення змін до бюджетного та боргового законодавства дозволить запровадити сучасні інструменти управління боргом (свопи, викупи, обміни випусків) на законодавчому рівні. Доцільно також законодавчо обмежити частку короткострокового боргу та передбачити механізми страхування ризиків, зокрема через деривативи [52].

Податкова політика має залишатися стабільною та стимулюючою. Існуючі пільги щодо доходів від ОВДП повинні зберігатися щонайменше у середньостроковій перспективі. Для нерезидентів доцільно запровадити пільговий режим оподаткування купонного доходу, що підвищить інвестиційну привабливість українських паперів. У сфері валютного регулювання необхідно готуватись до поступової лібералізації обмежень щодо руху капіталу. Це має супроводжуватись реформуванням нормативів для банків з метою одночасного стимулювання їхньої участі на первинному ринку ОВДП та зменшення ризиків надмірної концентрації.

Подальше наближення до регуляторної практики ЄС передбачає не лише правову гармонізацію, а й адаптацію кращих міжнародних підходів – прозоре розкриття інформації, стимулювання кредитного рейтингування, розвиток етичних стандартів для первинних дилерів. Активна міжнародна кооперація у форматі робочих груп та обміну досвідом, зокрема із країнами Центральної Європи, є вкрай доцільною (див. Додаток Б) [42, с. 15].

Реалізація вищезазначених заходів зміцнить інфраструктуру ринку державних запозичень, зробить його більш ліквідним та надійним. У результаті держава зможе ефективніше залучати ресурс на внутрішньому ринку, знижуючи ризики рефінансування та операційні витрати. Окрім того, міцна інфраструктура створить основу для залучення ширшого кола інвесторів та впровадження нових фінансових інструментів.

Також зауважимо, що поточна структура інвесторів у держоблігації є надмірно концентрованою – основний обсяг ОВДП тримають банки, тоді як частка фізичних осіб та іноземців залишається обмеженою. Станом на початок 2025 р. близько 83%

обсягу воєнних облігацій перебуває у власності юридичних осіб (переважно банків), тоді як на домогосподарства припадає лише 14%, а частка нерезидентів не перевищує 2–3% [48]. Така структура мало змінилася за три роки війни і свідчить про необхідність диверсифікації інвесторської бази. Розширення кола інвесторів забезпечить стійкіший попит на державні папери та зменшить залежність від окремих категорій покупців.

Можемо виділити наступні напрями стимулювання попиту й залучення нових інвесторів:

- залучення заощаджень населення. Домогосподарства України володіють значними заощадженнями (в т.ч. депозитами у банках), які можуть стати джерелом фінансування державних потреб. Необхідно продовжити інтеграцію громадян у ринок ОВДП. По-перше, зберегти податкові стимули для фізичних осіб: як і нині, процентні доходи та інвестиційний прибуток від операцій з ОВДП мають залишатися звільненими від податку на доходи і військового збору [45]. Це суттєва перевага над банківськими депозитами, з яких стягується 23% податку, – дохід за державними облігаціями повністю звільнений від оподаткування [48]. По-друге, слід продовжити практику спрощеного доступу населення до купівлі облігацій. Позитивний приклад – запуск продажу воєнних облігацій через застосунок «Дія» у жовтні 2022 р., що значно спростило інвестування для громадян. Рекомендується розвивати канали онлайн-доступу, а саме мобільні додатки банків, інтернет-банкінг, спеціалізовані платформи для придбання ОВДП з мінімальними сумами (зараз номінал – 1000 грн, що вже невисоко) [48]. По-третє, уряду варто продовжити інформаційну кампанію, роз'яснюючи населенню переваги інвестування в державні облігації – надійність (100% гарантована державою виплата номіналу і відсотків), конкурентна дохідність, відсутність податків, а також патріотичний внесок у фінансування оборони та відбудови.

- розвиток інституційних інвесторів. Довгострокові внутрішні інвестори – пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні фонди – здатні стати стабільними покупцями держоблігацій. Тому важливим кроком є продовження пенсійної реформи та впровадження обов'язкового накопичувального рівня (так званого другого рівня пенсійної системи). Планується, що з 2026 р. в Україні запрацює обов'язкова накопичувальна пенсійна система. Зазначене створить значний потік коштів у

пенсійні фонди, які згідно зі світовою практикою значну частину активів інвестуватимуть у надійні державні облігації [45]. Важливо нормативно врегулювати діяльність таких фондів та гарантії збереження їхніх інвестицій. Окрім пенсійних фондів, держава має стимулювати розвиток інших інституційних інвесторів: сприяти появі інвестиційних фондів, unit-linked страхових продуктів, підтримати участь банківських трейдингових підрозділів на вторинному ринку. Чим більша частка довгострокових інвесторів, тим стабільнішим буде попит на ОВДП навіть у кризові періоди.

- повернення та залучення іноземних інвесторів. У довгостроковій перспективі критично важливо відновити довіру нерезидентів до гривневих облігацій. До війни (у 2019–2021 рр.) частка нерезидентів у портфелі ОВДП сягала двозначних величин, що сприяло притоку валюти і зниженню прибутковостей. Нині ж частка нерезидентів мізерна (2–3%), переважно через валютні обмеження та військові ризики [48].

Пропонується поетапно повертатися до відкритості ринку для іноземного капіталу, зокрема, гарантувати можливість репатріації платежів і повернення інвестицій після завершення воєнного стану, поступово знімати валютні обмеження НБУ для операцій з ОВДП, забезпечити підключення іноземних брокерів та глобальних кастодіанів до українського ринку (що стане можливим завдяки згаданому вище лінку з Clearstream).

Одночасно слід працювати над підвищенням кредитного рейтингу країни через зважену боргову політику та реформи – підвищення суверенного рейтингу автоматично розширить коло міжнародних інвесторів, які зможуть вкладатися у українські папери. Щоб заохотити нерезидентів на початковому етапі (після війни), можна розглянути механізми спільного з МФО страхування воєнних ризиків чи часткового гарантування нових випусків ОВДП міжнародними партнерами. Наприклад, залучення гарантій від МБРР, ЄБРР чи урядів країн-партнерів щодо виплат за певними випусками облігацій знизило б сприйманий ризик і зробило б такі папери привабливішими для глобальних фондів. Іноземні інвестори принесуть не лише капітал, а й експертизу, сприятимуть підвищенню стандартів ринку та можуть стати каталізатором зниження дохідностей через конкурентний попит.

- диференціація інструментів під потреби інвесторів. Різноманітність випусків державних облігацій має бути збільшена, щоб задовольнити попит різних категорій

інвесторів. По-перше, доцільно розглядати випуск довгострокових ОВДП (з терміном погашення 5–10 років і більше) у міру стабілізації економіки. Зараз переважають короткі строки (до 1–3 років) через невизначеність, але для пенсійних та страхових фондів потрібні інструменти з довшим горизонтом [48]. По-друге, варто впровадити індексовані облігації – наприклад, папери з прив’язкою до інфляції чи курсу гривні. Це дозволить хеджувати ризики знецінення і може зацікавити як внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів, які остерігаються інфляції. По-третє, уряд може випускати цільові облігації (під конкретні проєкти відбудови, «відбудовні облігації») або «зелені» облігації для фінансування екологічних проєктів. Такі інструменти відкривають двері для спеціалізованих інвесторів (міжнародних фондів відбудови, ESG-орієнтованих інвесторів тощо).

Нарешті, з огляду на значний інтерес населення до валютних ОВДП (нині громадяни тримають ~34% облігацій в доларах США), варто продовжити випуски облігацій у помірних обсягах в іноземній валюті для задоволення цього попиту. Водночас стратегічно важливо поступово підвищувати довіру до гривні, щоб більша частка внутрішнього боргу була в національній валюті – це забезпечує державу від валютного ризику. Для цього НБУ має забезпечувати поступове зниження інфляції та курсової стабільності, щоби гривневі облігації стали більш привабливими в реальному вимірі.

Розширюючи коло інвесторів, держава повинна гарантувати їм високий рівень захисту. Потрібно удосконалювати систему захисту прав інвесторів на ринку цінних паперів, підвищувати роль державного регулювання у запобіганні зловживанням та правопорушенням. Зазначене включає оперативне розкриття інформації емітентом про умови випусків, своєчасне інформування про будь-які зміни (наприклад, мораторії чи реструктуризації), рівний доступ до торгів для різних інвесторів. У разі виникнення спірних ситуацій – наявність дієвих механізмів судового або позасудового врегулювання (арбітраж), що користуються довірою, особливо для іноземців. Також важливо, щоби регулятори (НКЦПФР, НБУ) мали повноваження та ресурси для нагляду за учасниками ринку і швидкого реагування на порушення, шахрайство чи маніпуляції. Сильний захист прав інвесторів підвищить привабливість ринку і для внутрішніх, і для зовнішніх гравців.

Таким чином, диверсифікація інвесторської бази зміцнить ринок державних цінних паперів: більш широкий та збалансований попит зменшить волатильність дохідностей, знизить залежність від окремих кредиторів (наприклад, банківського сектору чи центробанку) і підвищить стійкість фінансування бюджету в різних умовах. Населення отримає надійний інвестиційний інструмент, бізнес – альтернативу банківським депозитам, а іноземні партнери – сигнал про поступове повернення України до нормального функціонування ринків капіталу.

Запропоновані кроки з розвитку ринку державних цінних паперів матимуть значний позитивний вплив на фінансову стійкість держави та економічні показники. На основі наявних даних та експертних оцінок можна окреслити довгостроковий економічний ефект від їх реалізації. Зокрема, відбудеться поліпшення функціонування ринку та розширення кола інвесторів приведе до зниження дохідностей ОВДП у середньо- та довгостроковій перспективі. Наразі, через воєнні ризики та інфляцію, максимальні ставки за гривневими облігаціями досягали ~17,8% річних (квітень 2025 р.), що суттєво перевищує довоєнні рівні (близько 9–10% у 2021 р.) [15]. У разі успішного завершення війни та реалізації реформ можна очікувати поступового повернення відсоткових ставок до однозначних значень. Приміром, якщо середня ставка запозичень знизиться хоча б до ~10% річних, економія для бюджету буде колосальною.

За оцінками, зараз внутрішній борг в національній валюті становить близько 1 трлн грн; кожне зниження середньої ставки на 1 відсотковий пункт зменшує річні видатки бюджету на обслуговування приблизно на 10 млрд грн. Отже, зниження ставок на 5 в.п. (скажімо, з 15% до 10%) дасть економію ~50 млрд грн на рік, а на 8 в.п. (з 18% до 10%) – до 80 млрд грн щорічно. Ці кошти можуть бути перенаправлені на інші пріоритетні потреби (оборону, відбудову, соціальні програми) або дозволять зменшити дефіцит бюджету та боргове навантаження. Відтак скоротиться частка видатків на обслуговування боргу у ВВП: з рекордних 6,3% ВВП у 2024 р. (після різкого зростання через війну) поступово до рівнів близько 3% ВВП, що були досягнуті у 2021 р. [53]. Таким чином, у відносному вимірі навантаження на економіку від обслуговування боргу може зменшитися вдвічі. Це оздоровить державні фінанси і покращить довгострокову боргову стійкість.

Сильний внутрішній ринок боргу дозволяє покривати потреби бюджету без прямого фінансування з боку центрального банку. В 2023–2024 рр. Україні вдалося уникнути неконтрольованої емісії завдяки вдалому поєднанню внутрішніх запозичень та міжнародної підтримки. У 2025 р. НБУ також очікує не здійснювати «друк грошей» для бюджету саме завдяки розвитку внутрішнього боргового ринку та мобілізації внутрішніх ресурсів [51].

Впровадження запропонованих заходів ще більше зміцнить цю тенденцію. Чим більше уряд може позичати у ринковий спосіб, тим менше виникає потреба в крайніх заходах (прямий викуп облігацій НБУ). А уникнення монетарного фінансування – це запорука макрофінансової стабільності: менший тиск на обмінний курс та інфляцію, вищий міжнародний авторитет НБУ. За оцінками експертів, стримування емісії та опора на ринок були ключовими факторами стабілізації економіки навіть під час війни [51]. Отже, реалізація реформ збереже цю позитивну динаміку: НБУ зможе й надалі знижувати ключову ставку по мірі падіння інфляції, не побоюючись, що бюджетний дефіцит провокуватиме некеровану грошову емісію.

Важливим результатом розвитку ринку стане можливість збільшити середній строк обігу ОВДП. На теперішній час більшість воєнних облігацій мають строк до 1–2 років, що створює пікові навантаження із погашення у близькому майбутньому. Завдяки розширенню інвесторської бази (особливо за рахунок пенсійних фондів та страховиків) держава зможе розміщувати довші випуски, розтягуючи боргові зобов'язання на більший період. Якщо середній строк до погашення внутрішнього боргу збільшити, скажімо, з нинішніх ~1 року до 3–5 років у перспективі, ризик одночасного настання великих виплат суттєво знизиться. Це зменшить ймовірність криз ліквідності та потреби термінового рефінансування під високі відсотки. Проведення switch-аукціонів уже зараз допомагає згладити графік платежів; зі зростанням ринку такі операції стануть простішими і менш затратними, оскільки знайдеться достатньо охочих обміняти короткі облігації на довші. Збалансований графік погашень зміцнить довіру інвесторів (вони бачитимуть, що Україна уникатиме «дефолтних стінок» з накопиченням боргу в окремі дати) і позитивно вплине на кредитний рейтинг.

Розвиток внутрішнього ринку дасть змогу Україні більш гнучко керувати структурою державного боргу. Зокрема, за наявності стійкого попиту на гривневі

ОВДП, частка валютного боргу може поступово зменшуватися, що захистить бюджет від девальваційних шоків. Наразі завдяки пільговим зовнішнім позикам середньозважена вартість державного боргу навіть знизилася до ~5,09% у 2023 р. (проти 7,79% у 2022 р.), адже міжнародні кредити надаються під низькі відсотки.

Однак після війни очікується повернення до ринкового зовнішнього фінансування, тож вартість зовнішніх запозичень може зрости. Якщо ж внутрішній ринок буде глибоким і ліквідним, уряд зможе більшою мірою покривати потреби у фінансуванні за рахунок гривневих облігацій, навіть якщо міжнародні кредити скоротяться. Це своєю чергою означає меншу залежність від курсів валют. Крім того, коли іноземні інвестори повернуться на ринок ОВДП, вони приносять валюту для купівлі гривневих паперів, що позитивно впливатиме на платіжний баланс і міжнародні резерви. За умови успішних реформ уже у 2025 р. золотовалютні резерви України прогнозуються на історично високому рівні ~45 млрд. дол., і прихід «портфельних» інвестицій у держоблігації міг би підтримати цей тренд [46]. Отже, збільшення внутрішнього боргового фінансування за рахунок різних інвесторів приведе до оптимальнішої валютної структури боргу і меншої вразливості до зовнішніх факторів.

Поліпшення ситуації на ринку державних цінних паперів опосередковано сприятиме економічному розвитку:

по-перше, зменшення витрат на обслуговування боргу вивільнить бюджетний ресурс, який може бути спрямований на інвестиційні проекти, відбудову інфраструктури, стимулювання економіки – замість сплати відсотків кредиторам. Це створить мультиплікативний ефект у реальному секторі;

по-друге, стабільний ринок ОВДП знижує невизначеність і ризики в економіці: бізнес бачить, що держава фінансово стабільна і не вдається до надзвичайних заходів, отже формується сприятливіше середовище для приватних інвестицій;

по-третє, коли громадяни активно інвестують в облігації, зростає рівень фінансової грамотності та залучення населення в економічні процеси. Домогосподарства отримують додаткові доходи від відсотків (замість пасивного тримання грошей «під матрацом»), які можуть споживатися чи реінвестуватися, поживляючи економіку;

- по-четверте, успішні реформи ринку капіталу – один з сигналів для іноземних інвесторів у ширшому сенсі. Якщо Україна демонструє здатність відновити ринки капіталу навіть після шоку війни, це покращує інвестиційний клімат загалом, полегшує доступ і корпоративного сектору до фінансування. Згідно з оцінками OECD, продовження реформ та приплив інвестицій на тлі поступового відновлення вже у 2024–2026 рр. підтримають зростання ВВП України на ~2–3% щорічно [46]. Успішний розвиток внутрішнього фінансового ринку здатен додати до цих темпів зростання.

Таким чином, економічний ефект від запропонованих заходів проявиться у вигляді зниження боргового навантаження, економії бюджетних коштів, зміцнення фінансової стабільності та прискорення економічного розвитку. У довгостроковій перспективі це також сприятиме поступовому зменшенню відношення державного боргу до ВВП. Згідно з базовим сценарієм МВФ, після піку ~107% ВВП у 2025 р. борг почне спадати і може знизитися до ~102% ВВП у 2027 р. Реалізація успішних реформ та вищі темпи зростання економіки (в разі швидшого закінчення війни) здатні прискорити цю динаміку, повернувши боргове навантаження до більш комфортних рівнів (наприклад, <80% ВВП до кінця десятиліття).

У перспективі Україна зможе сформувати повноцінний внутрішній ринок ОВДП з високою ліквідністю, активною участю резидентів і нерезидентів, ефективним вторинним обігом та прозорою інфраструктурою. Розширення участі населення, бізнесу, страхових і пенсійних фондів сприятиме внутрішній капіталізації боргу, тоді як міжнародна інтеграція, зокрема через включення до глобальних індексів, розширить інвесторську базу. Запровадження правових реформ, розвиток маркет-мейкерства, інструментів хеджування, зниження залежності від зовнішніх запозичень та збереження бездоганної платіжної репутації сприятимуть формуванню довіри до державних паперів як усередині країни, так і на міжнародному рівні.

ВИСНОВКИ

У процесі написання кваліфікаційної роботи було здійснено комплексне вивчення теоретичних засад, поточного стану та практичних аспектів функціонування ринку державних цінних паперів в Україні. Результати роботи дозволили виявити

головні закономірності розвитку цього сегмента фінансової системи, окреслити проблемні зони та сформувані обґрунтовані пропозиції щодо їх усунення. Зокрема, сформовані наступні висновки відповідно до поставлених завдань:

1. У результаті опрацювання теоретичних основ функціонування державних цінних паперів було встановлено, що сутність державних цінних паперів полягає в тому, що вони є борговими фінансовими інструментами, які емітуються від імені держави з метою залучення коштів до бюджету, регулювання грошово-кредитної політики та забезпечення макроекономічної стабільності. Їх економічна природа полягає у визнанні державою зобов'язань перед інвесторами з повернення номінальної вартості паперу та виплати доходу в узгоджені строки. Класифікація державних цінних паперів в Україні охоплює широкий спектр критеріїв, таких як правовий статус, форма існування, термін обігу, валютна деномінація, механізм випуску та економічне призначення. Законодавча база, зокрема Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», Бюджетний кодекс України та інші нормативно-правові акти, забезпечують правове регулювання всіх етапів функціонування державних цінних паперів.

2. Аналіз методологічного інструментарію дослідження ринку державних цінних паперів засвідчив доцільність застосування комплексного підходу, що поєднує елементи макроекономічного, статистичного, фінансового та структурного аналізу. Обґрунтовано, що дослідження цього ринку неможливе без урахування взаємозв'язків між емісією облігацій, обсягом державного боргу, процентними ставками, інфляцією та динамікою попиту з боку різних груп інвесторів. До найбільш ефективних методів аналізу ринку державних боргових інструментів слід віднести: аналіз дохідності, оцінку ліквідності, визначення коефіцієнтів ролверу, а також застосування економетричних моделей для прогнозування поведінки ринку. Зокрема, значну аналітичну цінність має дослідження кривої дохідності державних облігацій як індикатора очікувань ринку.

3. Проведений аналіз динаміки випуску та обігу державних цінних паперів в Україні за період 2020–2024 років свідчить про істотну трансформацію ринку ОВДП під впливом кризових чинників, зокрема повномасштабної війни. У 2022 році спостерігалось зменшення обсягу внутрішніх запозичень і перевищення погашень над новими розміщеннями, що спричинило чистий відтік коштів. Водночас у 2023–2024

роках уряд зміг відновити позитивну динаміку: ринок забезпечив чистий приплив капіталу до бюджету, а коефіцієнт ролверу перевищив 140–150%. Підвищення доходності ОВДП до ринкових рівнів, зокрема у 2022 р., стало ключовим стимулом для залучення коштів, а подальше її зниження у 2023–2024 рр. свідчить про поступову стабілізацію макрофінансової ситуації. Зросла активність внутрішніх інвесторів, зокрема банків та роздрібного сектору, у той час як частка нерезидентів різко скоротилася через обмеження на рух капіталу.

4. У результаті аналізу було виявлено комплекс проблем, які ускладнюють ефективне функціонування ринку державних цінних паперів в Україні. Серед ключових бар'єрів варто виокремити: надмірну концентрацію інвестиційного попиту з боку банківського сектору; низький рівень участі нерезидентів; обмеження для вторинного ринку через монетарні та валютні обмеження; зростання інфляційних та процентних ризиків. Також встановлено, що відсутність довгострокової стратегії розвитку внутрішнього ринку боргових інструментів, обмежена диверсифікація інвесторів, нестача стимулів для залучення приватного капіталу та значна залежність від підтримки з боку НБУ у 2022 р. є факторами, що стримують розширення ринку. Незважаючи на певне покращення у 2023–2024 рр., глибина ринку та його ліквідність залишаються недостатніми для забезпечення повноцінного ринкового фінансування державних потреб.

Серед позитивних факторів – поступова нормалізація грошово-кредитної політики, розвиток цифрових сервісів для придбання ОВДП населенням, а також підтримка з боку інституційних інвесторів. Водночас ефективне функціонування ринку вимагає посилення нормативного регулювання, удосконалення інфраструктури біржової торгівлі та створення умов для повернення іноземного капіталу.

5. Визначено практичні підходи до посилення ефективності функціонування ринку державних цінних паперів в умовах воєнної економіки. Запропоновані заходи базуються на аналізі конкретних тенденцій останніх років і передбачають необхідність зміни фокусів державної боргової політики. Йдеться насамперед про зменшення короткострокового боргового навантаження та поступове повернення до ринкового механізму ціноутворення без прямого домінування емісійного ресурсу. Акцент зроблено на створенні довгострокових стимулів для участі приватних

інвесторів, включаючи спрощення доступу до первинного ринку через цифрові сервіси та збереження привабливих дохідностей на тлі помірною рівня інфляції.

Окрему увагу приділено обґрунтуванню шляхів відновлення вторинного ринку, зокрема шляхом покращення інфраструктури біржових торгів та підвищення прозорості щодо обігу паперів. Проблема майже повної відсутності іноземного інвестора розглядається не лише як наслідок валютних обмежень, а як виклик, що вимагає активної комунікації на міжнародному рівні та адаптації регуляторних умов до очікувань зовнішніх учасників ринку.

АНОТАЦІЯ

Сучасний стан розвитку ринку державних цінних паперів в Україні

Мета кваліфікаційної роботи полягає у визначенні сучасного стану, ключових тенденцій та проблем розвитку ринку державних цінних паперів в Україні, а також у формуванні практичних пропозицій щодо удосконалення механізмів його функціонування.

У межах дослідження розв'язано такі завдання:

- уточнено сутність, класифікацію та роль державних цінних паперів у фінансовій системі;
- визначено методичні підходи до аналізу ринку державних боргових інструментів;
- досліджено динаміку емісії, обігу, дохідності та структури державних цінних паперів у 2020-2024 рр.;
- виявлено основні проблеми функціонування ринку та фактори, що впливають на рівень його привабливості;
- запропоновано напрями удосконалення боргової політики та підвищення ефективності внутрішніх запозичень.

Об'єктом дослідження є ринок державних цінних паперів України.

Предметом дослідження є тенденції, особливості функціонування та проблеми розвитку ринку державних цінних паперів в Україні.

За результатами дослідження сформульовано висновки щодо трансформації ринку державних цінних паперів у післявоєнний період, його впливу на бюджетне фінансування та макрофінансову стабільність. Виявлено дисбаланси в структурі внутрішніх запозичень, окреслено ризики боргової політики та визначено практичні інструменти підвищення ліквідності й інвестиційної привабливості ОВДП. Запропоновані рекомендації можуть бути використані органами державної влади, фінансовими установами та аналітичними центрами.

Кваліфікаційна робота містить 53 сторінок основного тексту, 7 таблиць, 10 рисунки, список використаних джерел із 53 найменувань, 2 додатки.

Ключові слова: державні цінні папери, ОВДП, державний борг, ринок капіталу, бюджетне фінансування, дохідність, боргова політика.

Рік виконання кваліфікаційної роботи: 2025 р.

Рік захисту кваліфікаційної роботи: 2025/2026 н.р.

ANNOTATION

The Current State of Development of the Government Securities Market in Ukraine

The aim of the qualification thesis is to determine the current state, key trends, and existing problems of the government securities market in Ukraine, as well as to develop practical recommendations for improving the mechanisms of its functioning.

The research addresses the following tasks:

- clarifying the essence, classification, and role of government securities within the financial system;
- defining methodological approaches to analysing the market of government debt instruments;
- examining the dynamics of issuance, circulation, yields, and the structure of government securities in 2020–2024;
- identifying key problems of market functioning and factors influencing its investment attractiveness;
- proposing directions for improving debt policy and enhancing the efficiency of domestic borrowing.

The object of the study is the market of government securities of Ukraine.

The subject of the study is the trends, functional features, and problems of development of the government securities market in Ukraine.

Based on the research findings, conclusions have been formulated regarding the transformation of the government securities market in the post-war period, its impact on budgetary financing and macrofinancial stability. Structural imbalances in domestic borrowings have been identified, debt policy risks outlined, and practical tools proposed for increasing the liquidity and investment attractiveness of domestic government bonds (OVDPs). The proposed recommendations may be applied by public authorities, financial institutions, and analytical centres.

The qualification thesis consists of 53 pages of main text, 7 tables, 10 figures, a list of 53 references, and 2 appendices.

Key words: government securities, OVDP, public debt, capital market, budget financing, yield, debt policy.

Year of thesis completion: 2025.

Year of thesis defence: 2025/2026 academic year.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Бюджетний кодекс України від 8 липня 2010 р. № 2456-VI. Відомості Верховної Ради України, 2010, № 50-51, ст. 572.
2. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV. Відомості Верховної Ради України, 2003, №№ 40-44, ст.356
3. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки: Закон України від 23.02.2006 р. Відомості Верховної Ради України, 2006, № 31, ст. 268
4. Про депозитарну систему України: Закон України від 6 липня 2012 р. № 5178-VI. Відомості Верховної Ради України, 2013, № 39, ст. 517.
5. Аналітика обігу ОВДП за емітентами та тримачами. ПАТ «Національний депозитарій України». URL: <https://www.csd.ua/index.php/uk/statystyka> (дата звернення: 25.06.2025)
6. Богріновцева Л.М., Вергелюк Ю.Ю., Коваленко Ю.М. Державні облигації як інвестиційний інструмент в періоди фінансової нестабільності. Інфраструктура ринку. 2022. Вип. 73. С. 157–163.
7. Бугай Т. В., Кузьмич С. В. Державні цінні папери як інструмент фінансування бюджетного дефіциту. Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. 2022. Вип. 43. С. 76–84.
8. Вергелюк Ю.Ю. Використання ринкових джерел фінансування дефіциту державного бюджету в Україні. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». 2022. № 24(52). С. 84–89.
9. Ганцяк М. Сучасний стан залучення фінансування бюджетного дефіциту на ринку державних боргових цінних паперів України. Економіка та суспільство. 2022. № 44. URL: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-44-17> (дата звернення 31.01.2025)
10. Горлачук Т. П., Лисенко О. Ю. Аналіз ринку державних цінних паперів в Україні та його вплив на макроекономічні показники. Фінанси, облік і аудит. 2023. № 5. С. 34–41.
11. Гривневі ОВДП: як зібрати 300 мільярдів, не вмикаючи друкарський верстат. Minfin. URL: <https://minfin.com.ua/ua/invest/articles/grivnevye-ovgz-kak->

sobrat-300-milliardov-ne-vklyuchaya-pechatnyy-standart (дата звернення: 25.06.2025).

12. Данилюк М.М., Дмитришин М.В. Ринок державних цінних паперів в умовах фінансової нестабільності. Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. 2024. Вип. 20(2). С. 316–324.

13. Енциклопедія сучасної України. URL: https://esu.com.ua/article-26201?utm_source=chatgpt.com (дата звернення 31.01.2025)

14. З початку 2025 року уряд залучив від продажу / обміну ОВДП на аукціонах майже 203 млрд грн, а загалом упродовж воєнного стану – майже 1 661 млрд грн. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news> (дата звернення: 25.06.2025).

15. З початку 2025 року уряд залучив від продажу/обміну ОВДП на аукціонах понад 159 млрд грн. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/z-pochatku-2025-roku-uryad-zaluchiv-vid-prodaju---obminu-ovdp-na-auktsionah--ponad-159-mlrd-grn-a-zagalom-uprodovj-voyennogo-stanu--mayje-1-617-mlrd-grn> (дата звернення 07.06.2025)

16. За інформацією Міністерства фінансів, всього від початку року на аукціонах розміщено ОВДП на 211,4 млрд грн. ОТП Банк. URL: <https://www.otpbank.com.ua/about/news/329079/> (дата звернення: 25.06.2025).

17. Інформаційна довідка про стан організованих ринків капіталу за грудень 2023 р. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2024/02/informatsiina_dovidka_zh_hruden_2023_.pdf (дата звернення: 25.06.2025).

18. Козюк В. І., Белінська Я. В., Чирак І. В. Фінансова стійкість України: виклики війни та сценарії післявоєнної трансформації. Економіка України. 2023. № 7. С. 7–20.

19. 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 р.). Київ: КНУТД, 2022. С. 98–100.

20. Кузнєцова Є. А. Фінансово-правове регулювання діяльності професійних учасників ринку цінних паперів : дис. ... канд. Юрид. Наук : 081 – Право. Київ, 2021. 200 с.

21. Лемешко О. П., Саченко В. І. Ринок державних облігацій як інструмент грошово-кредитної політики України. Фінанси України. 2023. № 7. С. 109–118.

22. Мінфін та Нацбанк України провели перший switch-аукціон на платформі Bloomberg. Міністерство фінансів України.: https://mof.gov.ua/uk/news/minfin_ta_natsbank_ukraini_proveli_pershii_switch-auksion_na_platformi_bloomberg-5040 (дата звернення 02.06.2025)

23. Національний банк актуалізує перелік benchmark-ОВДП, які банки можуть включати в покриття обов'язкових резервів. Національний банк України. 2024. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-aktualizuye-perelik-benchmark-ovdp-yaki-banki-mojut-vklyuchati-v-pokrittya-obovyazkovih-rezerviv> (дата звернення 26.06.2025)

24. Національний банк України. Макроекономічні показники. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators> (дата звернення: 10.05.2025).

25. Операції з державними цінними паперами: звіти про результати розміщення та обігу ОВДП. Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/ogoloshennya-pro-rezultaty-auksioniv> (дата звернення: 25.06.2025)

26. Оцінка монетарної політики НБУ у 2022 р. VoxUkraine. URL: <https://voxukraine.org/otsinka-monetarnoyi-polityky-nbu-u-2022-rotsi> (дата звернення: 25.06.2025)

27. Павлюк А. В. Проблеми функціонування ринку державних запозичень в Україні в умовах воєнного стану. Фінанси України. 2023. № 10. С. 27–42.

28. Під час повномасштабної війни ринок облігацій в Україні залишався функціональним, що зберегло довіру інвесторів та допомогло уникнути криз.

Інвестиційна компанія. URL: <https://online.icu/news-uk/ua-bonds-market/> (дата звернення: 29.05.2025).

29. Рамський А.Ю., Жукова Ю.М., Обушний С.М. Ринок цінних паперів у питаннях та відповідях: навч. посіб. Київ: Київський університет імені Бориса Грінченка, 2021. 228 с.

30. Селіверстова Л.С., Храпкіна В.В. Ринок державних цінних паперів в умовах фінансової нестабільності. Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. Вип. 20. Т. 2, 2023. С. 316-325.

31. Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2024–2026 роки: затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 27 жовтня 2023 р. № 1117. URL: <https://mof.gov.ua/uk/osnovna-informacija> (дата звернення 23.06.2025)

32. Статистика портфельів ОВДП банків України (огляди фінансового сектору). Міністерство фінансів України. URL : <https://minfin.com.ua/ua/invest> (дата звернення: 25.06.2025)

33. Стратегія розвитку фінансових ринків. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/strategy/> (дата звернення 02.06.2025)

34. У 2023 році уряд залучив від продажу ОВДП на аукціонах 566 млрд грн в еквіваленті, а загалом упродовж воєнного стану – майже 818 млрд грн в еквіваленті. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/u-2023-rotsi-uryad-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auksionah-566-mlrd-grn-v-ekvivalenti-a-zagalom-uprodovj-voyennogo-stanu--mayje-818-mlrd-grn-v-ekvivalenti> (дата звернення: 25.06.2025).

35. У 2024 році обсяг ОВДП у власності фізосіб збільшився на майже 50%, юридичних осіб – на 28%. Міністерство фінансів України. 2025. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/u_2024_rotsi_obsyag_ovdp_u_vlasnosti_fizosib_zbilshiv_sia_na_maizhe_50_iuridichnikh_osib__na_28-4979 (дата звернення 23.06.2025)

36. У Мінфіні оприлюднили рейтинг первинних дилерів на ринку ОВДП у 2020 р. Юридична газета. 2021. URL: <https://yur-gazeta.com/golovna/u-minfini->

oprilyudnili-reyting-pervinnih-dileriv-na-rinku-ovdp-u-2020-r.html (дата звернення: 25.06.2025).

37. Україна домовилась про реструктуризацію боргу з власниками єврооблігацій. Радіо Свобода. 2024. URL: <https://www.radiosvoboda.org/a/news-/33097158.html> (дата звернення 26.06.2025)

38. Україна оголосила про завершення реструктуризації євробондів: держборг скоротився на \$9 млрд. Forbes Україна. 2024. URL: <https://chatgpt.com/c/685b9e91-9044-8009-8ddf-589741730e5d> (дата звернення 26.06.2025)

39. Уряд України у 2022 р. з початку повномасштабної війни залучив від продажу ОВДП на аукціонах 252 млрд грн у еквіваленті – депозитарій НБУ. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/uryad-ukrayini-u-2022-rotsi-z-pochatku-povnomasshtabnoyi-viyni-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auktsionah-252-mlrd-grn-u-ekvivalenti--depozitariy-nbu> (дата звернення: 25.06.2025)

40. Фукс Н. Загальні положення про цінні папери в законодавстві України про ринки капіталу: прогресивні новації та перспективи вдосконалення. Аналітично-порівняльне правознавство. 2024. Вип. 73. С. 414–415.

41. Щомісячна статистика заборгованості банків за ОВДП. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic> (дата звернення: 25.06.2025).

42. Cabral R. What Is the Role of Inflation-Linked Bonds for Sovereigns? World Bank Debt Management Facility, Global Practice. 2022. 32 с.

43. Dunne P. Transparency Proposals for European Sovereign Bond Markets. Journal of Financial Regulation and Compliance. 2021. Vol. 15, № 2. Pp. 186–198.

44. During the second stage, the Ukrainian authorities aim to update the capital market's infrastructure. Interfax-Ukraine. URL: <https://www.interfax.com/newsroom/top-stories/109627/> (дата звернення 02.06.2025)

45. Funded pension from 2026: how will it work? VisitUkraine. URL: <https://visitukraine.today/blog/5613/funded-pension-from-2026-how-will-it-work> (дата звернення 05.06.2025)

46. IMF forecast: Ukraine's national debt to exceed 94% of GDP in 2027. RBC-Ukraine. URL: <https://newsukraine.rbc.ua/news/imf-forecast-ukraine-s-national-debt-to-exceed-1729662602.html> (дата звернення 07.06.2025)

47. Reuters. Ukraine devalues hryvnia by 25% to match market rate. 21.07.2022. URL: <https://www.reuters.com/world/europe/ukraines-central-bank-devalues-hryvnia-25-match-market-rate-2022-07-21/> (дата звернення: 28.06.2025).

48. UAH 1000 for defense: Who's buying war bonds and what can you earn from them. VoxUkraine. URL: <https://voxukraine.org/en/uah-1000-for-defense-whos-buying-war-bonds-and-what-can-you-earn-from-them> (дата звернення 05.06.2025)

49. Ukraine Adopts Capital Markets Law. Avellum. URL: <https://ceelegalmatters.com/avellum/14454-ukraine-adopts-capital-markets-law> (дата звернення 05.06.2025)

50. Ukraine announces successful settlement of its new US\$1,250,000,000 8-year Eurobond. Міністерство фінансів України. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/news/ukraine_announces_successful_settlement_of_its_new_us1250000000_8-year_eurobond-2855 (дата звернення: 25.06.2025).

51. Ukraine expects to avoid monetising debt in 2025, says central bank governor. Reuters. URL: <https://www.reuters.com/world/europe/ukraine-expects-avoid-monetising-debt-markets-2025-says-central-bank-governor-2024-11-13/> (дата звернення 07.06.2025)

52. US tax preparation in Ukraine. Taxes for Expats. URL: <https://www.taxesforexpats.com/country-guides/ukraine/us-tax-preparation-in-ukraine.html> (дата звернення 05.06.2025)

53. Will Ukraine Default on Its Debts? Wilson Center. URL: <https://www.wilsoncenter.org/blog-post/will-ukraine-default-its-debts> (дата звернення 07.06.2025)

mas

ДОДАТКИ

Додаток А

Основні аспекти економічної сутності державних цінних паперів

Аспект	Опис
Фіскальна функція	Державні цінні папери використовуються для залучення коштів у бюджет, що дозволяє фінансувати соціальні, оборонні та економічні програми без необхідності негайного збільшення податкового навантаження.
Інвестиційна привабливість	Висока надійність державних цінних паперів робить їх привабливими для інвесторів, зокрема банків, страхових компаній, пенсійних фондів та приватних осіб, особливо під час економічної нестабільності.
Грошово-кредитне регулювання	Випуск та погашення державних цінних паперів впливає на рівень ліквідності в економіці, дозволяючи державі контролювати обсяги грошової маси, рівень інфляції та стабільність національної валюти.
Мінімізація ризиків	Оскільки державні цінні папери гарантуються державою, вони вважаються менш ризикованими порівняно з корпоративними облігаціями або акціями, що робить їх безпечним інструментом збереження капіталу.
Інструмент покриття бюджетного дефіциту	Державні облігації та інші види боргових цінних паперів є ключовим механізмом фінансування бюджетного дефіциту без необхідності термінового скорочення державних витрат або збільшення податків.
Розвиток фінансового ринку	Функціонування державних цінних паперів створює основу для розвитку вторинного ринку, стимулює фінансові операції, покращує інструментарій фондового ринку та сприяє зростанню рівня фінансової грамотності.
Стабілізаційна роль під час криз	Дозволяють оперативно залучати кошти в умовах економічних криз, підтримувати фінансову стійкість держави та забезпечувати довіру інвесторів до державних інструментів навіть у періоди нестабільності.
Забезпечення міжнародного фінансового співробітництва	Випуск державних цінних паперів, зокрема єврооблігацій, сприяє міжнародній інтеграції, залученню іноземних інвесторів та покращенню фінансової репутації країни.
Формування процентної політики	Державні цінні папери впливають на рівень процентних ставок у банківському секторі, визначаючи вартість кредитів, депозитів та загальну доступність фінансових ресурсів для суб'єктів господарювання.
Диверсифікація боргового навантаження	Завдяки використанню різних видів державних цінних паперів (короткострокових, середньострокових, довгострокових), держава має змогу гнучко управляти своїми борговими зобов'язаннями та знижувати ризик фінансових потрясінь.

Джерело: узагальнено автором [9; 6, с. 160; 12, с. 318]

Міжнародний досвід, що може бути адаптований в Україні для розвитку ринку
державних цінних паперів

Країна	Елемент досвіду	Суть підходу	Потенціал для впровадження в Україні
Польща	Випуски ОВДП для фізичних осіб з індексацією до інфляції	Облігації з фіксованим купоном у перший рік, а далі – змінний, індексований до CPI	Дозволяє зменшити інфляційні ризики для інвестора і залучити заощадження населення
Німеччина	Цифрова платформа для розміщення бенчмарк-облігацій	Електронна система прямого продажу облігацій роздрібним інвесторам через державний портал	Може підвищити доступність військових ОВДП через «Дію» або аналогічні системи
США	TreasuryDirect – онлайн-доступ до ринку облігацій	Система, що дозволяє громадянам напрямую купувати держпапери без посередників	Підвищення фінансової інклюзії, зменшення витрат на обслуговування залучень
Франція	Випуски «зеленої» державної облігації (green bonds)	Емісії ОВДП, кошти з яких спрямовуються виключно на фінансування екологічних та кліматичних проєктів	Актуально для післявоєнного відновлення: дозволить поєднати фінансування і ESG-мету
Чехія	Введення облігацій з плаваючою ставкою	Відсоткова ставка прив'язана до облікової або міжбанківської ставки	Допоможе диверсифікувати ринок, знизити відсоткові ризики та зробити борг дешевшим
Італія	Лояльність-бонуси для довгострокових інвесторів у держоблігації	Додатковий купон або надбавка для тих, хто утримує ОВДП до погашення	Стимулює утримання паперів до строку, знижуючи тиск на вторинному ринку
Канада	Проведення регулярних консультацій уряду з інституційними інвесторами	Постійний діалог щодо обсягів, структури та інструментів державних запозичень	Підвищить довіру, забезпечить відповідність запозичень очікуванням ринку
Словенія	Повноцінне застосування рейтингових агентств для кожного випуску облігацій	Держава залучає міжнародні агенції для кожного нового випуску, зокрема і для внутрішнього ринку	Підвищення прозорості, краща оцінка ризиків для інвесторів
Іспанія	Застосування податкових стимулів для нерезидентів при інвестуванні в державні папери	Звільнення від податку на купонний дохід або пільгове оподаткування за певних умов	Підвищить привабливість українських ОВДП для іноземних інвесторів

Джерело: складено на основі [42, с. 15-18; 43, с. 191-193]