

Міністерство освіти і науки України

Національний університет «Києво-Могилянська академія»

Факультет економічних наук

Кафедра фінансів

Кваліфікаційна робота

освітній ступінь - бакалавр

на тему: **«РИНОК БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ, ТРЕНДИ РОЗВИТКУ ТА
ЧИННИКИ ВПЛИВУ НА ДОХОДНІСТЬ»**

спеціальності:

072 Фінанси, банківська справа та
страхування

Лепеха Катерина Павлівна

Керівник: Глущенко С.В.

кандидат економічних наук, доцент

Рецензент Момотюк Л.Є.

(прізвище та ініціали)

Кваліфікаційна робота захищена

з оцінкою «_____»

Секретар ЕК Донкоглова Н.А.

«____» _____ 2021 р.

Київ 2021

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ.....	6
1.1. Сутність та класифікація боргових цінних паперів.....	6
1.2. Значення ринку боргових цінних паперів для економіки.....	11
1.3. Особливості використання боргових інструментів у світі та в Україні.....	17
РОЗДІЛ 2. РИНОК БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД.....	26
2.1. Тренди розвитку ринку боргових цінних паперів.....	26
2.2. Моделювання чинників впливу на доходність державних боргових цінних паперів.....	29
2.3. Аналіз чинників впливу на доходність корпоративних боргових цінних паперів.....	33
РОЗДІЛ 3. РИНОК БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: УКРАЇНСЬКА ПРАКТИКА.....	38
3.1. Тренди розвитку ринку боргових цінних паперів.....	38
3.2. Моделювання чинників впливу на доходність державних боргових цінних паперів.....	48
3.3. Огляд ситуації на українському ринку корпоративних боргових цінних паперів.....	57
ВИСНОВКИ.....	63
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	65
ДОДАТКИ	70

ВСТУП

Метою будь-якої держави є добробут її громадян. Не існує єдиного виміру добробуту, проте часто застосовують такі показники як рівень валового внутрішнього продукту на особу, рівень бідності, індекси щастя, рейтинг самогубств тощо. Простіше кажучи, добробут це поєднання економічного, духовного, фізичного, соціального благополуччя. І базовою потребою піраміди Маслоу для суспільства скоріше є економічне благополуччя, адже важко піклуватися про здоров'я та освіту, коли половина населення знаходиться за межею бідності. Тож економічне зростання зазвичай є метою кожного уряду, а економічна стабільність допомагає розбудовувати державу в інших аспектах та досягати добробуту населення через задоволення більш вишуканих потреб. Проте забезпечити економічну стабільність виявляється не так просто. За 30 років незалежності Україна пережила декілька економічних криз, а довіра населення та бізнесу до національної валюти та інституцій втрачена. Дійсно, на економічну ситуацію впливали й політичні чинники у вигляді президентів-корупціонерів – наших і сусідніх, й коливання світового ринку у вигляді економічної кризи 2008-2009 років, і вже навіть пандемія коронавірусу – труднощі були. Проте не можна постійно виправдовуватися, адже з такими темпами Україна дійсно стане сировинним придатком або залишиться без громадян. Отже зараз, після чергового удару по нашому добробуту, мусимо знайти джерела для зростання, адже якщо після спаду ми не будемо відновлюватися швидко, позиції на міжнародній арені будуть втрачені. Якщо звернутися до економічної історії, згадаємо, що середньовічний світ почав активно розвиватися після первісного нагромадження капіталу; якщо звернутися до мікрорівня – знаємо, що аби відкрити свій бізнес потрібен перший вклад власника. Провівши просту паралель для України стає очевидним, що аби розвиватися, потрібно закумуляувати кошти та вкласти їх в потрібні активи. У світовій практиці інструментом для цього зазвичай є фондовий ринок. В Україні ж він недостатньо розвинений, а роль фінансування відіграють банки, тому часто можна

почути вираз про банкоцентричність української економіки. Проте самої банківської системи недостатньо, економіка потребує додаткових інструментів, яким має стати ринок боргових цінних паперів (БЦП). В умовах необхідності швидкого економічного відновлення після пандемії **дослідження ринку БЦП набуває особливої актуальності**, адже деякі суб'єкти економіки були в збитках в цей період, деякі навпаки накопичили кошти, і зараз відчувають потребу знайти та задовольнити одне одного. Фондовий ринок займає вагому частину економіки, адже допомагає накопичити вільні кошти в руках суб'єктів господарювання, що цього потребують та можуть в перспективі за це заплатити. Ринок БЦП в свою чергу є важливою частиною фондового ринку поряд з ринком акцій та деривативів. Ринок державних БЦП вже є достатньо розвиненим, що допомогло державі виконувати свої функції в кризовий період, проте позики залишаються відносно дорогими, в той час як ринок корпоративних БЦП майже відсутній. **Дипломна робота присвячена розробці пропозицій щодо способів здешевлення позик для уряду та бізнесу через вивчення трендів ринку боргових цінних паперів, з використанням світового досвіду та українських особливостей. Об'єктом дослідження є ринок боргових цінних паперів в розрізі основних видів БЦП та в контексті світового досвіду та української практики, а предметом – дохідність БЦП на кожному з цих ринків. Для визначення чинників впливу на дохідність було застосовано метод моделювання шляхом лінійної регресії, для інтерпретації результатів – метод узагальнення та порівняння.** Інформаційною базою слугували статистичні дані фондового ринку Нацбанку, НКЦПФР, FRED (для іноземної практики), відповідні статті та підручники – вітчизняні та іноземні. Ця робота емпіричними методами підтверджує теоретичні поняття, узагальнює актуальні дані про ринок та дає ґрунт для подальших роздумів про розбудову такого інституту як ринок боргових цінних паперів. У першому розділі розглянуте поняття боргових цінних паперів та їхню класифікацію, спираючись на нормативну базу та праці вчених, а також важливість різних їхніх видів для економіки. У другому розділі можна знайти огляд світового ринку та його трендів, а також

моделювання безризикових державних облігацій. І в останньому розділі можна поглянути на український ринок: чинники впливу на доходність гривневих ОВДП та ситуацію в корпоративному секторі.

Ключові слова: боргові цінні папери, ставка доходності, ринок капіталів, ОВДП, кредитний ризик, премія

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1 Сутність та класифікація боргових цінних паперів

Для якісного аналізу ринку боргових цінних паперів варто розпочати з визначення основних термінів. Боргові цінні папери як інструмент фондового ринку можуть мати значний вплив на загальний стан національної економіки, тож регулювання їхнього випуску та обігу є в інтересах державних органів, і тому їхня сутність чітко прописана в Законі України. Отже, згідно зі статтею 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [1] «Цінним папером є документ установлені форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право, визначає взаємовідносини емітента цінного папера (особи, яка видала цінний папір) і особи, що має права на цінний папір, та передбачає виконання зобов'язань за таким цінним папером, а також можливість передачі прав на цінний папір та прав за цінним папером іншим особам». Частина 5 цієї ж статті з деякими упуцненнями, адже ця робота фокусується саме на боргових цінних паперах, звучить так: «В Україні у цивільному обороті можуть бути такі групи цінних паперів:

1) пайові цінні папери...

2) боргові цінні папери - цінні папери, що посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента або особи, яка видала неемісійний цінний папір, сплатити у визначений строк кошти, передати товари або надати послуги відповідно до зобов'язання. До боргових цінних паперів відносяться:

- а) облігації підприємств;
- б) державні облігації України;
- в) облігації місцевих позик;

- г) казначейські зобов'язання України;
 - г) ощадні (депозитні) сертифікати;
 - д) векселі;
 - е) облігації міжнародних фінансових організацій;
 - є) облігації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб;
- 3) іпотечні цінні папери ...
- 4) приватизаційні цінні папери ...
- 5) похідні цінні папери ...
- 6) товаророзпорядчі цінні папери ...»

Цікаво помітити, що пункти е) та є), а саме облігації міжнародних фінансових організацій та Фонду гарантування вкладів фізичних осіб з'явилися в Законі у 2013 та 2014 роках відповідно. Це показує те, як розвивається український ринок, які з'являються потреби, та як під це підлаштовується законодавство. З Закону дійсно видно, що боргові цінні папери займають важливу частку фондового ринку та присутні як на державному рівні, так і на корпоративному. Більш того, вони є й інструментом міжнародної економіки, адже частина 6 тієї ж статті каже, що «Держава може розміщувати на міжнародних фондових ринках облігації зовнішніх державних позик України та державні деривативи». В умовах відкритої економіки саме такі інструменти дають доступ до міжнародного ринку капіталу, що є можливістю дещо стабілізувати та пом'якшити економічні цикли, вчасно позичаючи та повертаючи.

За В.Д. Базилевичем [2] боргові цінні папери, або інструменти позики, є одним з видів цінних паперів за класифікацією зобов'язань емітента та прав власника, що відображають відносини позики між емітентом та інвестором, і, як правило, пов'язані з виплатою доходу інвестору за надану емітенту позику. Інструменти позики характеризуються визначенням терміном обігу, тобто є строковими інструментами. До інструментів позики належать облігації, векселі, казначейські зобов'язання, ощадні сертифікати тощо.

За навчальним посібником Пальчевича та Подплетнього [3] боргові цінні папери – це група цінних паперів, за якими емітент несе зобов’язання повернути у визначений термін засоби, інвестовані в його діяльність, але які не надають їх власникам права на участь в управлінні справами емітента.

Також як і з Закону, так і з реальних економічних процесів можна зробити висновок, що саме облігації є найпоширенішим видом боргових цінних паперів, і тому більшість досліджень концентруються на них. Можливо, саме з цим і пов’язано те, що питання класифікації боргових цінних паперів загалом залишається дещо відкритим. Якщо говорити про історію фондового ринку у світі, то можна сказати, що саме боргові цінні папери були першим видом цінних паперів, адже зародження фондового ринку було пов’язане з функцією запозичення. Перші боргові цінні папери у вигляді записок та чеків почали з’являтися ще у XX ст. до нашої ери у Вавилоні, далі були поширені у древніх Єгипті, Греції та Римі. Вже у нашій ері криза, пов’язана з обігом металевих грошей у Західній Європі XIII ст., дала поштовх для розвитку ринку боргових цінних паперів – поширеними стали переказні векселі як засіб платежу на великих відстанях. Саме векселі стали предметом уваги світових вчених-економістів, які згодом зацікавились й іншими видами боргових цінних паперів, такими як державні та корпоративні облігації. Проте у XVI ст. становлення ринку акцій сконцентрувало увагу вчених на цьому новому виді цінних паперів, і вивчення й класифікація боргових цінних паперів (БЦП) втратило актуальність аж до кінця минулого століття, коли потреби світової економіки змінилися, що призвело до утворення великої кількості БЦП. Що ж до праць українських вчених, то вони частіше сконцентровані на фондовому ринку загалом або на окремих видах БЦП. Разом з розвитком фондового ринку вчені досліджують новостворені та актуальні види БЦП, наприклад єврооблігації або цільові облігації. Проте дійсно залишається проблема єдиного підходу до класифікації боргових цінних паперів, що може бути пов’язаною зі швидким розвитком ринку та утворенням нових БЦП, які важко співставити з наявними критеріями.

Таблиця 1.1 Класифікація боргових цінних паперів

1. За змістом		
<ul style="list-style-type: none"> • Облігації підприємств • Облігації місцевих позик • Державні облігації • Казначейські зобов'язання • Ощадні сертифікати • Депозитні сертифікати 	<ul style="list-style-type: none"> • Векселі • Заставні • Іпотечні облігації • Іпотечні сертифікати з фіксованою доходністю • Інші види в інших країнах 	
2. За способом визначення уповноваженої особи	3. За формою існування	4. За порядком розміщення
<ul style="list-style-type: none"> • На пред'явника • Іменні • Ордерні 	<ul style="list-style-type: none"> • Документарні • Бездокументарні 	<ul style="list-style-type: none"> • Емісійні • Неемісійні
5. За способом розміщення	6. За формою власності емітента	7. За строком погашення
<ul style="list-style-type: none"> • З вільним розміщенням • З примусовим розміщенням • З відкритим розміщенням • Із закритим розміщенням 	<ul style="list-style-type: none"> • Державні • Недержавні • Приватні 	<ul style="list-style-type: none"> • Короткострокові • Довгострокові • Умовно безстрокові
8. За характером строку обігу та погашення	9. За можливістю обігу на ринку	10. За формою сплати доходу
<ul style="list-style-type: none"> • З фіксованим строком погашення • Без фіксованого строку погашення: <ul style="list-style-type: none"> ➤ Відзивні ➤ З правом дострокового погашення ➤ З правом пролонгації • З двома датами погашення 	<ul style="list-style-type: none"> • Обігові • Необігові • З обмеженим обігом 	<ul style="list-style-type: none"> • Відсоткові • Дисконтні • Товарні • Змішані

Продовження табл. 1.1

11. За механізмом сплати доходу		
<ul style="list-style-type: none"> • З фіксованою ставкою процента • З плаваючою ставкою процента • З нульовою ставкою процента • Лише з виплатою процента • З кумулятивним процентом 		<ul style="list-style-type: none"> • З відстроченою виплатою доходу • Індексовані • З наростаючим номіналом • З участю та інші
12. За характером забезпечення		13. За можливістю конвертації
<ul style="list-style-type: none"> • Незабезпечені • Гарантовані • Забезпечені іпотекою • Забезпечені золотом • Забезпечені іншими активами • Застраховані 		<ul style="list-style-type: none"> • Неконвертовані • Консолідовані • Конвертовані у інші цінні папери
14. За територіальною приналежністю ринку	15. За об'ємом випуску	16. За рівнем ризику
<ul style="list-style-type: none"> • Регіональні • Національні • Міжнародні • Глобальні • Паралельні 	<ul style="list-style-type: none"> • З повним випуском • З випуском траншами 	<ul style="list-style-type: none"> • Умовно безризикові • З низьким рівнем ризику • З середнім рівнем ризику • З високим рівнем ризику
17. За рівнем кредитного рейтингу	18. За характером цільового призначення	19. За роллю у формуванні інвестиційного капіталу
<ul style="list-style-type: none"> • Інвестиційні • Спекулятивні 	<ul style="list-style-type: none"> • На поточні витрати • На інвестиційні витрати 	<ul style="list-style-type: none"> • Не задіяні у формуванні інвестиційного капіталу • Задіяні у формуванні інвестиційного капіталу: <ul style="list-style-type: none"> ➤ У аналогічному обсязі ➤ У зростаючому обсязі

Джерело: Петренко І.П. Видова систематизація боргових цінних паперів [4]

У цій роботі використовуватиметься класифікація, складена авторами підручника «Фондовий ринок» на чолі з В. Базилевичем [5] та доповнена автором Петренком І. П. у його праці «Видова систематизація боргових цінних паперів» [4]. Ця класифікація представлена у таблиці 1.1. Така класифікація поєднує у собі як і ознаки класифікації цінних паперів загалом (наприклад, за способом визначення уповноваженої особи), так і специфічні критерії, властиві борговим цінним паперам (за формою сплати доходу). Проте важливо зазначити, що з розвитком ринку створюються й нові БЦП, тому їхню класифікацію необхідно регулярно переглядати, адже можуть з'явитися нові ознаки, або навпаки, певні види цінних паперів можуть втратити актуальність і їхні специфічні ознаки будуть обтяжувати класифікацію.

1.2 Значення ринку боргових цінних паперів для економіки

Ринок боргових цінних паперів займає важливе місце на фінансовому ринку країни і виконує різні функції, залежно від виду цінного паперу за змістом, тобто чи це державні облігації внутрішньої та зовнішньої позики, чи корпоративні облігації, чи облігації муніципалітетів, чи інші. В цій частині розглядається значення кожного з цих видів боргових цінних паперів для економіки. Найвагоміше місце на українському ринку займають державні облігації, а отже на даний період вони мають найсильніший вплив на українську економіку, тому саме вони будуть розглянуті спочатку. Облігації державної позики використовують напевно всі держави, адже за допомогою них вони покривають дефіцит бюджету та досягають виконання цілей та завдань соціально-економічної політики. Перші спроби використання такого інструменту були ще за часів Середньовіччя, а більш схожої до сучасної форми вони набули у XVII-XVIII століттях у таких країнах як Німеччина, Франція, Росія та інші. Спершу уряди цих країн емітували іменні, а згодом і звичайні купонні облігації. Такий інструмент був зручнішим за звичайну позику, адже давав можливість державі на стандартизованих умовах залучати капітал різних та територіально розпорошених власників.

Загалом, державні боргові цінні папери – це емісійні нематеріальні монетарні активи, що розміщуються на внутрішньому або міжнародних фінансових ринках і засвідчують зобов’язання країни щодо відшкодування їх власнику у передбачений умовами термін їх номінальної вартості з виплатою доходу у процентній або дисконтній формі згідно з умовами їх розміщення [2]. Важливо відмітити, що саме державні облігації внутрішньої позики були першими, що використовували уряди тих часів. Це насамперед пов’язано зі зручністю, територіальним розміщенням, нерозвиненістю міжнародних фінансових ринків, різними валютами, небажанням залучати інших учасників у справи державних фінансів та іншими причинами. Державні облігації внутрішньої позики – це емісійні боргові цінні папери, що розміщуються тільки на внутрішньому фондовому ринку країни і засвідчують зобов’язання країни щодо відшкодування у передбачений умовами термін власникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов їх розміщення. Внутрішні державні облігації не втратили своєї актуальності, та, незважаючи на розвиток глобального фінансового ринку, продовжують займати важливе місце у державних фінансах через певні переваги над зовнішніми облігаціями. Першою такою перевагою є те, що емісія внутрішніх облігацій є не тільки джерелом наповнення бюджету, а й корисним фінансовим інструментом для резидентів цієї держави (фізичних та юридичних осіб), про яких уряд теж певним чином піклується, хоча в цій ситуації досить опосередковано. Внутрішні облігації є можливістю інвестувати свої кошти умовно безризиково (не можна сказати, що зовсім безризиково, адже кожна держава має певний дефолт спред, справді безризиковими вважаються облігації США) та ліквідно (залежно від рівня розвитку фінансового ринку держави). Тобто вкласти кошти у внутрішні державні облігації це можливість використовувати вільний капітал, отримувати дохід та насолоджуватися низьким рівнем ризику. Другою причиною є те, що саме використання внутрішніх облігацій не знижує фінансового потенціалу країни, адже кошти не виходять за її межі у вигляді процентних платежів. Навпаки, вони залишаються у руках резидентів та продовжують

обертатися на внутрішньому ринку. Наступною перевагою внутрішніх облігацій є те, що їхня емісія не порушує економічної безпеки країни, адже не надає можливості нерезидентам або іншим урядам впливати на національну економічну політику або змінювати кон'юнктуру фінансового ринку. Та наостанок, фінансування бюджету за допомогою облігацій внутрішньої державної позики не спричиняє зростання грошової маси, а отже не тисне на інфляцію, як це відбувається при фінансуванні дефіциту через грошову емісію. З іншого боку, постійне фінансування дефіциту бюджету випуском облігацій може призвести до накопичення великого внутрішнього боргу, та все одно для позицій держави на міжнародному просторі це не є так небезпечно як зовнішній борг. Отже, зрозуміло, яку суть та переваги має такий інструмент як облігації внутрішньої державної позики, зокрема над облігаціями зовнішньої державної позики. Якщо говорити про цілі використання такого інструменту, то можна виділити наступне. Мабуть, основним є фінансування дефіциту державного бюджету і забезпечення виконання поставлених економічних та соціальних функцій за допомогою середньо- та довгострокових облігацій. Також держава використовує облігації, якщо необхідно профінансувати певні проекти, що є принциповими для економіки країни. Дотичною до проблеми дефіциту бюджету є проблема несвоєчасного або неповного надходження бюджетних коштів, яка також вирішується випуском державних облігацій, проте в цій ситуації – короткострокових. Облігації також допомагають державі виконувати регулюючу функцію на фінансовому ринку, адже вони є інструментом монетарної політики. Для зменшення грошової маси на ринку держава випускає облігації, а для збільшення – скуповує їх назад. Важливим є те, що при використанні облігацій для виконання своїх функцій держава не спричиняє зростання інфляції, як відбувається з деякими іншими інструментами. Державні облігації також виконують стимулюючу функцію, адже при емісії та залученні коштів позитивно впливають на сукупний попит державного сектору. З точки зору суб'єктів економіки, державні облігації внутрішньої позики забезпечують їх високоліквідними низькоризиковими фінансовими інструментами, а для дрібних власників капіталу

створюють додаткові можливості для інвестування, збільшуючи при цьому місткість фондового ринку та стимулюючи розвиток фінансових інститутів. Звісно, за допомогою ОВДП держава може фінансувати борг, створений попередньою емісією.

Іншою формою державних облігацій є облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП). Мета залучення такого інструменту є в основному такою ж як і з ОВДП, тобто фінансування значних бюджетних дефіцитів, фінансування окремих державних програм, забезпечення касового виконання державного бюджету, погашення раніше розміщених позик, згладжування нерівномірності надходження податкових платежів та інше. Проте всі перераховані проблеми мають бути більш глобальними, дефіцити більшими, а проекти дорогими, щоб змусити державу вийти на міжнародний ринок. Також хотілося б згадати про значення міжнародних облігацій як державних заощаджень. З теорії фінансових ринків та міжнародної макроекономіки

$$B_{t+1} = (1+r) * B_t + Y_t - C_t. \quad (1.1)$$

Це рівняння виражає заощадження у вигляді міжнародних облігацій на кінець періоду як суму накопичених продисконтованих облігацій, випуску за період та від'ємного значення споживання за період. Важливим в цьому рівнянні є те, що воно описує державні заощадження в динаміці, зважаючи на те, що держава не існує лише один період і може заощадити лише з цього періоду, а сукупні заощадження існують в часі, протягом багатьох періодів, за допомогою такого інструменти як міжнародні облігації. З цього рівняння виводиться рівняння міжчасового бюджетного обмеження (Формула 1.2) яке показує, що державне споживання за всі періоди обмежується випуском за всі періоди, що є ближчим до реальності. Тут міжнародні облігації виступають інструментом врівноваження коливань економічних циклів (в період піднесення держава купує облігації, в період спаду – продає), отже міжнародні облігації в формі заощаджень грають стабілізуючу функцію для економіки.

$$C_1 + C_2/(1+r) = Y_1 + Y_2/(1+r) \quad (1.2)$$

Для справдження такого сюжету державі необхідно мати вільний доступ до міжнародного ринку капіталу. До речі, доступ до світового ринку капіталу для залучення міжнародних облігацій та продажу своїх, а отже для стабілізації економіки є одним з механізмів, який змушує державу розраховуватися по своєму зовнішньому боргові. Разом з торговельним ембарго, що може застосовуватися, втрата доступу до міжнародного ринку капіталу є, по суті, єдиним, що зменшує привабливість оголошення дефолту кожного разу, коли держава має зовнішній борг.

Корпоративна облігація – це борговий цінний папір, випущений підприємствами усіх передбачених законом форм власності, об'єднаннями підприємств, акціонерними товариствами з метою залучення грошових коштів з фінансового ринку на розвиток власного бізнесу, який свідчить про зобов'язання емітента перед власником облігації виконати всі положення умов випуску цього цінного папера. Такі умови викладені у проспекті емісії – документі, який подається емітентом на реєстрацію до державного органу, що здійснює регулювання ринку цінних паперів. В Україні поширений також термін «облігації підприємств», саме так прописано у законодавстві, проте термін «корпоративні облігації» є зразком світової термінології, і широко розповсюджений в Україні, незважаючи на форму організації підприємства-емітента (дуже часто це товариства з обмеженою відповідальністю, а не корпорації). Власники корпоративних облігацій не мають права на участь в управлінні (як власники простих акцій), проте як кредитори мають право на першочергове задоволення своїх вимог в разі банкрутства і ліквідації, а в разі певного забезпечення облігацій – і перевагу над іншими кредиторами. В цілому облігації засвідчують відносини позики, отже для компанії випуск облігацій є альтернативою банківського кредиту, проте з деякими перевагами. Корпоративні облігації є більш зручним інструментом, адже дозволяють підлаштувати борг під майбутні грошові потоки, диверсифікувати його на багатьох кредиторів, керувати заборгованістю (наприклад, викуповуючи власні облігації), а

також формувати імідж. На фондовому ринку існує таке поняття як рейтинг, цим корпоративні облігації також відрізняються від простої позики в банку, адже компанії з високим рейтингом можуть залучати кошти під низьку ставку довгостроково, чого не завжди можна зробити через кредит. Щодо впливу на економіку, то облігації підприємств є ліквідним інструментом, що створює нове багатство, і приносить вигоду і емітентам, і власникам, а отже й національній економіці загалом. За допомогою корпоративних облігацій компанії фінансують не просто свої поточні витрати, а часто великі інвестиційні проекти, оновлюють технологію, розширюють активи. На сьогодні існують і «зелені» облігації, тобто ті, які спрямовані на зміну технології на більш екологічну, що також є позитивом для держави та економіки в цілому. Загалом можна сказати, що якщо державні облігації скоріше підтримують та допомагають при виконанні державних функцій, то корпоративні – допомагають перенести економіку на новий рівень, оновлювати та розвивати її.

Ще одним видом боргових цінних паперів є муніципальні облігації. Муніципальні цінні папери – це цінні папери, які випускаються органами місцевого самоврядування з метою залучення коштів для реалізації власних інвестиційних програм, таких як будівництво доріг, мостів, шкіл, житла та інших. Муніципальні облігації є майже такими ж надійними як і державні, а також мають податкові пільги. Такі цінні папери приносять блага всім сторонам: емітентам, тобто місцевим органам, які отримують кошти для втілення своїх проектів та програм, при цьому не підвищуючи рівень місцевих податків і не залучаючи урядових трансфертів; інвесторам, які отримують надійні цінні папери, що приносять стабільний дохід, хоча й невисокий, а також населенню регіона-емітента, яке в результаті споживає суспільні блага, не сплачуючи при цьому вищих податків. Насправді, місцеві органи не мають такого доступу до ринку капіталу, як держава, лише в розвинених країнах муніципалітети можуть залучати іноземний капітал. Більш того, місцеві органи часто обмежені певними цілями, на які вони можуть позичати, та обсягом позики відносно до очікуваних власних надходжень, з яких вони власне і мають повертати борги. Дуже

важливим є те, щоб держава не виступала гарантом і не розраховувалася за боргами місцевих органів. З іншого боку, можливість муніципалітетів випускати власні боргові цінні папери та користування цією можливістю є надзвичайно позитивними явищами для економіки, адже це стимулює децентралізацію. Для зростання економіки необхідне ефективне використання ресурсів, що в масштабах країни відбувається при виконанні принципу субсидіарності, тобто наближення видатків до споживачів суспільних благ. Для того, щоб мати з чого створювати блага місцевим органам необхідні певні надходження, і найефективніше це відбувається, коли надходження є власними. За винятком місцевих податків, муніципальні облігації є, по суті, єдиним засобом залучення капіталу, а отже їхнє значення є важливим для економіки в цілому.

В цій частині були проаналізовані різні види боргових цінних паперів, а саме державні, корпоративні та муніципальні, та їхнє значення для економічного розвитку. Державні облігації забезпечують безперервне функціонування держави та виконання її функцій. На сьогодні це найпоширеніший інструмент в Україні, адже ризики, пов'язані з ним є найнижчими, а доходність достатньо високою. Використання корпоративних облігацій дає живлення приватному сектору, зазвичай заміщуючи дорожче та вимогливіше банківське кредитування. В Україні ринок облігацій підприємств не є достатньо розвиненим, без необхідної інфраструктури та з високим ризиком неплатоспроможності. Мунібонди надають необхідну самостійність містам, які за допомогою такого виду фінансування могли б запускати довгострокові масштабні проекти, а інвесторами були б безпосередні користувачі – містяни. Останніми роками такий інструмент мало використовується, проте розвиток ринку муніципальних облігацій наразі в умовах децентралізації є актуальним.

1.3 Особливості використання боргових інструментів у світі та в Україні

Найбільш очевидною особливістю використання боргових цінних паперів в Україні є співвідношення корпоративних облігацій та державних запозичень. Якщо в

середньому у світі різниця між обсягами державних та корпоративних облігацій не є суттєвою (в структурі запозичень 60% припадає на державу, а 40% - на корпоративний сектор), то в Україні відповідна пропорція складає 80% на 20%. [6] Таку різницю можна пояснити низьким платоспроможним попитом на корпоративні облігації, а також високим кредитним ризиком, на який мають йти інвестори, купуючи облігації українських підприємств.

Державні облігації незалежної України почали розміщуватись на ринку з 1995 року. На фоні розвитку світового фінансового ринку це є досить пізно, що можна пояснити залежністю України та неринковими економічними відносинами. Нормальним як для молодшої країни з перехідною економікою було й те, що перші роки використання облігацій внутрішньої державної позики характеризувалися нестабільністю, недостатнім розвитком ринкових інститутів, відчутним зростанням внутрішнього державного боргу, високою мінливістю нормативно-правового поля. Тим не менше, на сьогодні це дійсно достатньо розвинений ринок національних боргових інструментів, насамперед завдяки надійній інфраструктурі, гарантованим розрахункам, здатності до модернізації та державному нагляді.

Одним з найкращих зразків ринку облігацій внутрішньої державної позики, що за фінансовим потенціалом, системою регулювання та стабільністю повністю відповідає потребам населення та уряду, є ринок Великої Британії. Цей ринок вважається одним із найстаріших у світі, адже він функціонує вже понад 300 років, і за цей час уряд накопичив унікальний досвід у галузі внутрішніх запозичень. Принципи побудови та функціонування внутрішнього ринку боргових цінних паперів лягли в основу багатьох ринків інших країн. У 2009 році загальний обсяг розміщених британським урядом облігацій становив 3,1% світового ринку державних облігацій. За весь час уряд Великої Британії жодного разу не затримував виплати купонів або номінальної вартості та не проводив реструктуризації внутрішнього боргу, яка суттєво б нашкодила інтересам інвесторів. Можливо саме тому державні облігації Великої Британії називаються *gilt-edged stock* (скорочено *gilts*), що в перекладі –

цінний папір з золотим обрізом, а їхній рейтинг стабільно тримається на найвищому рівні AAA. За дорученням уряду емісію і розміщення британських ОВДП здійснює спеціально створене Агентство з управління державним боргом, що функціонує у складі Міністерства фінансів. Участь у первинному розміщенні ОВДП можуть брати лише фінансові інститути, що належать до Gilt-edged Market Makers, тобто обмеженого кола первинних дилерів, куди на початок 2009 року входили 16 найбільших інвестиційних банків, серед яких Citigroup Global Markets Ltd., Deutsche Bank AG, Goldman Sachs International Ltd. та інші. Операції на вторинному ринкові опосередковуються спеціалізованими брокерами, діяльність яких ліцензується Агентством. ОВДП, що розміщуються на британському ринку поділяються на:

1. звичайні облігації – існують коротко- (до 7 років), середньо- (7-15 років) та довгострокові (понад 15 років), при цьому середньо- та довгострокові звичайні облігації складають близько 60% від усіх ОВДП Британії.
2. Індексовані облігації – індексуються відповідно до динаміки індексу споживчих цін
3. Безстрокові облігації
4. Облігації з подвійною датою погашення – встановлення мінімальна та максимальна дата погашення, розрив між ними може становити 2-5 років
5. Облігації з відокремленою торгівлею основною сумою та купонами – інструмент вперше емітований у США в 1985 році – особливістю є те, що власником права на дохід та номінальну суму є різні особи.

Британська політика у сфері внутрішніх запозичень завжди базувалася на принципах мінімізації ризиків інвесторів, стратегії збалансування фінансових потоків від розміщення облігацій з витратами на обслуговування облігаційної позики та зниження вартості позикових коштів для держави. Досвід Великої Британії показує, що запорукою ефективного функціонування ринку внутрішніх запозичень є прозорість, ефективна структура, дієва інфраструктура, стандартизовані фінансові інструменти, довіра до емітента, узгодження дохідності фінансових інструментів із

ризиком та загальною кон'юктурою національного фінансового ринку. Лише в такому разі використання цього інструменту дасть позитивний ефект на економічний розвиток, і в жодному разі не коли залучені державою кошти безконтрольно витрачаються на другорядні цілі або стають об'єктом тіньових злочинних схем.

Проте ОВДП це лише інструмент існування - фінансування загальнодержавних функцій та покриття поточних потреб, для розвитку економіки необхідні запозичення інвестиційного спрямування.

Для прикладу використання боргових цінних паперів для проектного фінансування можна навести досвід США [7]. США – ще одна країна з розвиненим фінансовим ринком, який можна назвати центром світового фінансового ринку. Американські державні облігації єдині у світі вважаються безризиковими, часто їхню ставку використовують як risk-free rate у розрахунках. Доказом довіри інвесторів у всьому світі до державних облігацій США (їх називають казначейськими, адже емітентом є Казначейство США – Міністерство фінансів) є те, що власниками 52% цих облігацій є іноземні інвестори. [8] Разом з цим іноземні інвестори є власниками 14% американських акцій та 27% корпоративних облігацій, таким чином розвиток фінансового ринку США стимулюється величезним обсягом іноземних інвестицій. І хоча кожна країна має унікальний досвід, а єдиних стандартів регулювання національної економіки або фондового ринку немає [9], цікаво подивитися в якій формі існує найбільш надійний ринок. Казначейські цінні папери можна розділити на 4 види:

1. Короткострокові казначейські векселі (Treasury Bills)
2. Середньострокові казначейські облігації (Treasury Notes)
3. Довгострокові казначейські облігації (Treasury Bonds)
4. Казначейські облігації, захищені від інфляції (Treasury Inflation-Protected Securities).

Ці цінні папери дійсно характеризуються високою надійністю, ліквідністю та наявністю податкових пільг, проте використовуються здебільшого для фінансування

державних боргів, а про інвестиційне спрямування мова не йде. Однією з причин є те, що США є федеративною державою, і штати мають значну кількість повноважень, в тому числі свободу на власний розсуд розпоряджатися своїми запозиченнями.

Отже і інвестиційну функцію переважно виконують муніципальні облігації. Їх можна поділити на два основні види:

1. Облігації із загальною гарантією (General obligation bonds) – сплата відсотків та основної суми забезпечена загальним доходним потенціалом емітента, зазвичай податковими надходженнями;
2. Облігації під доходи (Revenue bonds) – сплата відсотків та основної суми відбувається з доходів від інвестиційного проекту, на фінансування якого були випущені ці облігації (це можуть бути будівництво стадіонів, мостів, лікарень тощо).

Як наслідок того, що облігації під доходи мають відносно слабше забезпечення, вони мають більшу дохідність. Їхніми емітентами можуть бути будь-які державні чи муніципальні суб'єкти, які генерують дохід та мають ознаки бізнесу (аеропорти, платні автошляхи, підприємства з водопостачання та інші), а суб'єкти, що надають безкоштовні послуги (наприклад школи) відповідно не можуть випускати облігації під доходи. Також муніципальні облігації класифікуються за ознакою цілі: облігації з суспільною ціллю фінансують проекти, від яких користь отримуватиме все місцеве населення (наприклад, будівництво доріг), а облігації з приватною ціллю – це такі облігації, за якими понад 10% всієї суми спрямовані на фінансування приватної діяльності, а не суспільної (наприклад, будівництво спорткомплексу, послугами якого буде користуватися обмежене коло осіб). Зазвичай муніципальні облігації крім тих, що мають приватне спрямування, звільняються від податку на доходи. Якщо переносити американський досвід на українські реалії, то варто відмітити саме облігації під доходи. Через те, що вони забезпечені лише доходами від конкретного інвестиційного проекту, а не загальними податковими надходженнями муніципалітету і тим паче держави, їхня емісія не потребує схвалення на державному

рівні. Це значно спрощує процес їх випуску, а для України такі облігації могли б стати потужним інструментом розвитку міст та областей. В США вибір проектів для фінансування такими облігаціями проводиться за показником IRR (внутрішня норма доходності), що розраховується як дисконтна ставка, за якої чистий приведений дохід за проектом дорівнює нулю. Отже, в США випуск мунібондів є досить поширеною практикою, як і у світі загалом. За даними інформаційного агентства CBonds у 2018 році в обігу перебували муніципальні облігації 43 країн загальною сумою два трильйони доларів [10]. Лідерами випусків є Китай, країни ЄС, Південна Корея та Канада.

Щодо України, то цей інструмент не користується такою популярністю. За роки незалежності відбулося понад 70 випусків на загальну суму понад 11 млрд грн. Проте останніми роками лише деякі міста користуються таким фінансуванням. На це є декілька причин. По-перше, процедура випуску є досить складною – місто має узгодити обсяги та умови запозичення з Міністерством фінансів. Тож взяти звичайний кредит видається простішим варіантом залучення коштів. Також відсоток по мунібондам прив'язаний до облікової ставки НБУ, тож після її підвищення у 2014 році такий спосіб фінансування втратив свою привабливість ще більше, що можна побачити на рисунку 1.1. Проте нещодавно мунібонди почали випускати під плаваючу ставку НБУ з фіксованою маржою. Тобто міста виплачують під ту ставку, яка є на момент виплати, а не під ту, яка була на момент емісії бондів, вона може бути вищою чи нижчою. З іншого боку, чим вища доходність – тим привабливішим є вкладення для інвесторів. Дійсно, висока доходність є перевагою мунібондів порівняно з банківським депозитом або навіть ОВДП. Але якщо дивитися на реальну ситуацію на ринку, то попри високі відсотки ОВДП все одно витісняють муніципальні облігації. Інвестори вважають, що державний борг є надійнішим від регіонального. Також ОВДП на противагу мунібондам звільнені від податку на доходи та військового збору. Більш того, на думку кандидата економічних наук Олександра Хмелевського, держава не зацікавлена в масовому випуску муніципальних облігацій, адже це збільшує ризик

збільшення держборгу внаслідок місцевих дефолтів, а також такий спосіб вкладення міг би відтягнути увагу інвесторів від вкладень у власне державні боргові цінні папери.

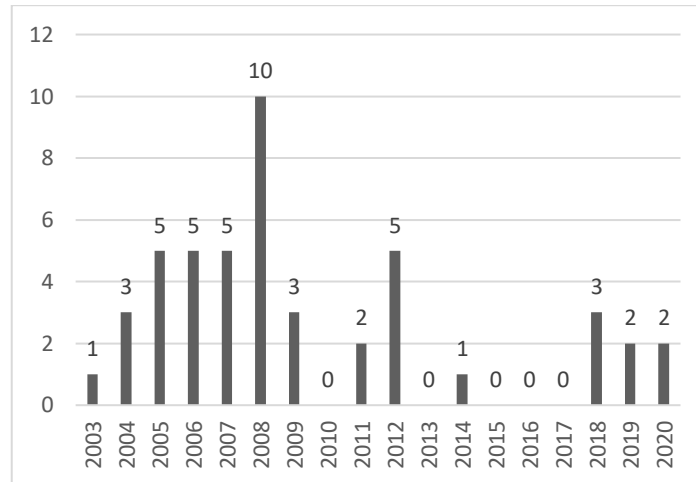


Рисунок 1.1 – Кількість випусків муніципальних облігацій в Україні

Джерело: Чи є сенс у муніципальних облігаціях. Український тиждень [16]

І хоча в такій ситуації важко спрогнозувати активізацію використання цього виду фінансового інструмента в найближчі роки, проте в процесі подальшого розвитку українського фондового ринку та децентралізації мунібонди можуть посісти місце важливого БЦП та потужного інструменту регіонального розвитку так само, як в розвинених країнах світу.

А що вже наблизило Україну до світових трендів, так це затвердження «зелених» облігацій на законодавчому рівні 16 серпня 2020 року [11]. За Законом «Зелені облігації – це облігації, проспект (рішення про емісію, а для державних облігацій України – умови розміщення) яких передбачає використання залучених коштів виключно на фінансування екологічного проекту або окремого його етапу». Такими проектами можуть бути, зокрема, проекти у сфері альтернативної енергетики, утилізації та переробки відходів, проекти, спрямовані на захист навколишнього середовища тощо. Згідно з Держенергоефективності [12] зелені облігації вперше побачили світ у 2007 році, коли їх було випущено на суму 900 млн доларів, а у 2019

цей обсяг склав понад 250 млрд доларів. Першими емітентами були крупні фінансові організації, такі як Світовий банк, Європейський банк реконструкції та розвитку, Європейський інвестиційний банк [13]. Проте на сьогодні у світі й в Україні емітентами можуть бути як держава, так і муніципалітети, компанії, міжнародні фінансові інститути. У Держенергоефективності наголошують [14], що в Україні зелені облігації – перспективний інструмент енергомодернізації міст, тобто актуальні саме для місцевих бюджетів. Дійсно, вони могли б фінансувати модернізацію бюджетних установ, промислових об’єктів, покращення екології, перехід на електротранспорт [15]. З огляду на низьку активність використання облігацій муніципалітетами в цілому, важко повірити, що зелені облігації одразу змінять ситуацію, проте дуже хотілося б. В цілому можна сказати, що рівень використання БЦП є низьким, проте Україна на вірному шляху.

Динаміка ринку корпоративних облігацій є негативною, обсяги нових розміщень останніми роками скорочуються. Така динаміка вказує на недостатній обсяг заощаджень в країні, що мали б перетворюватися на інвестиції, небажання інвестувати накопичення через високі ризики та закритість українського ринку капіталів. З точки зору інвестора – відсутність ефективного фондового ринку унеможливорює отримання актуальної інформації про нові розміщення, стан підприємств, їхній кредитний рейтинг тощо. У випадку з державними цінними паперами проінформувати потенційний інвесторів є в інтересах держави, і її представники стверджують, що цим займаються. На ринку корпоративних облігацій ефективний обмін інформацією відсутній, і навіть якщо підприємство надійне, інвестор все одно вимагає вищу доходність, бо про рівень надійності йому нема звідки дізнатися. З боку підприємств просто відсутня культура позичання у когось, крім банків. Успішних українських кейсів не багато, випустити облігації той ще челендж, адже необхідно забезпечити виконання всієї нормативної бази, самостійно знайти та проінформувати інвесторів, адже знову ж таки немає механізму ефективного обміну інформацією, та ще й заплатити достатньо високу ціну за таку позику, адже всі ризики,

які бачить інвестор та вимагає в якості премії в складі ставки доходності, для підприємства грають роль додаткових витрат, які, як бачимо з рівня розвитку ринку, є неоптимальними, не дешевшими за банківську позику, як в розвинених країнах. Проте розміщення відбуваються, і за останні роки найбільшими емітентами – з розміщеннями обсягом понад мільярд гривень - можна назвати ТОВ Будспецсервіс, ПАТ Альфа-Банк (2017), ТОВ «Солар-Фарм-1», ТОВ «Приморська вітроелектростанція», ПРАТ «Мандарин-Плаза» (2018), ТОВ Сільпо-Фуд, Державна іпотечна установа (2019) [16]. На жаль, в основному це не підприємства реального сектору економіки. З іншого боку, серед емітентів присутні компанії, що займаються альтернативною енергетикою, що свідчить про привабливість такої галузі для інвесторів та її перспективність. Розвиток ринку зелених облігацій міг би посприяти зростанню таких підприємств серед емітентів боргових цінних паперів.

У першому розділі було розкрито поняття боргових цінних паперів, та наведена класифікація цього інструменту за різними категоріями, зокрема за змістом, за способом визначення уповноваженої особи, за формою існування. В наступних розділах приділяється увага таким видам боргових цінних паперів за змістом, як державні облігації та облігації підприємств, адже це найбільш поширені види облігацій на українському ринку. Також було проаналізовано значення державних, муніципальних та корпоративних облігацій для економіки. Загалом, державні облігації підтримують функціонування держави та виконання покладених на неї обов'язків; за допомогою корпоративних облігацій підприємства можуть оновлювати технології та виходити на нові ринки; а муніципальні облігації дають можливість містам запускати довгострокові проекти та набувати більшої незалежності від держави, що є особливо актуальним в процесі децентралізації. Найбільш поширеним з наведених інструментів є державні облігації, інші ж потребують розвитку ринкової інфраструктури.

РОЗДІЛ 2

РИНОК БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД

2.1 Тренди розвитку ринку боргових цінних паперів

Ринок боргових цінних паперів займає вагоме місце у світовій економіці та перевищує за обсягами світовий ВВП. За даними Світового банку [17] рівень світового ВВП становив 87,34 трлн доларів, а загальний обсяг ринку облігацій на кінець серпня 2020 становив 128,3 трлн доларів [18]. При цьому на рисунку 2.1 можна побачити співвідношення основних видів БЦП, а саме корпоративних та державних (окремих держав (73% від усього обсягу), об'єднань держав або інституцій, що підтримуються державою). Державні облігації переважають корпоративні зі співвідношенням 68% до 32%, що в абсолютному вимірі 87,5 до 40,9 трлн доларів.

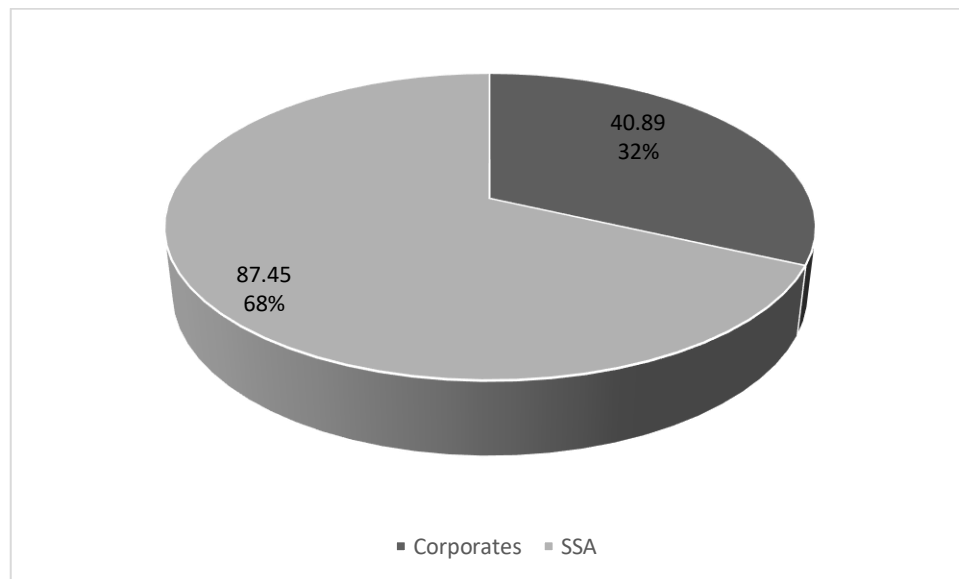


Рисунок 2.1 – Співвідношення корпоративних та державних облігацій у світі на серпень 2020

Джерело: Побудовано автором за даними ІСМА [18]

Вища доля державних облігацій є логічним з огляду на те, що держави мають вищі потреби, більш ліквідний ринок, та позичають всі держави – розвинені та ні, а ринок корпоративних БЦП в країнах, що розвиваються, практично відсутній. Нижче можна побачити країни-лідери за обсягом державних та корпоративних облігацій (зліва та справа відповідно). На ринку державних облігацій США, Китай та Японія сукупно складають 62%, в корпоративному секторі Японія не така активна, а США та Китай сукупно займають 45% ринку, тобто ці дві країни в певній мірі визначають стан всього світового ринку. Також певну долю ринку займають Канада та великі європейські країни – Німеччина, Франція, Велика Британія. 53% усіх корпоративних боргових цінних паперів випущені фінансовими установами.

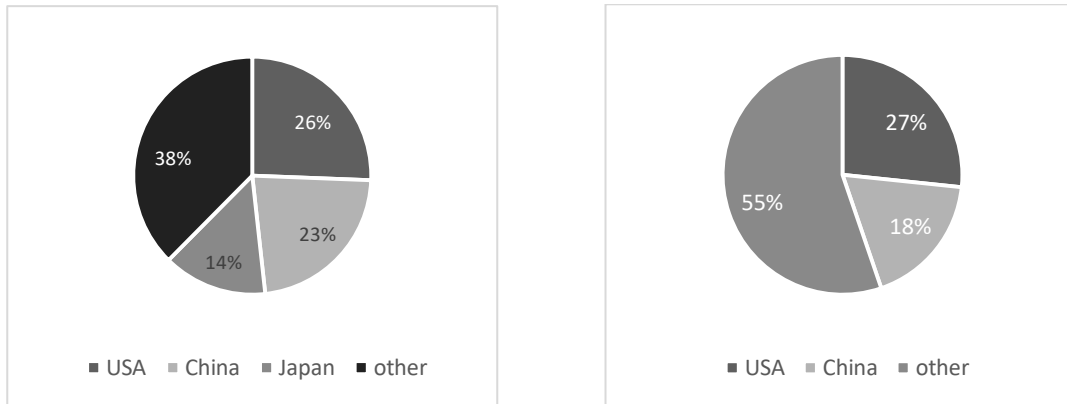


Рисунок 2.2 – Структура ринку державних (зліва) та корпоративних (справа) облігацій у світі за країною-емітентом на серпень 2020

Джерело: Побудовано автором за даними ІСМА [18]

Світовий ринок БЦП активно розвивається, про що свідчить наступний рисунок. Особливо бурхлива емісія відбувалася протягом останніх двох років. Державні позики можуть бути пов'язані з кризовим станом економіки внаслідок пандемії та обмежень спричинених нею. Щодо корпоративних облігацій, то згідно зі звітом OECD [19] 2019 рік став рекордним по зростанню обсягу облігацій підприємств як наслідок більш

експансійної монетарної політики крупних центральних банків. Більш детально тренди ринку корпоративних цінних паперів будуть розглянуті в наступних пунктах.

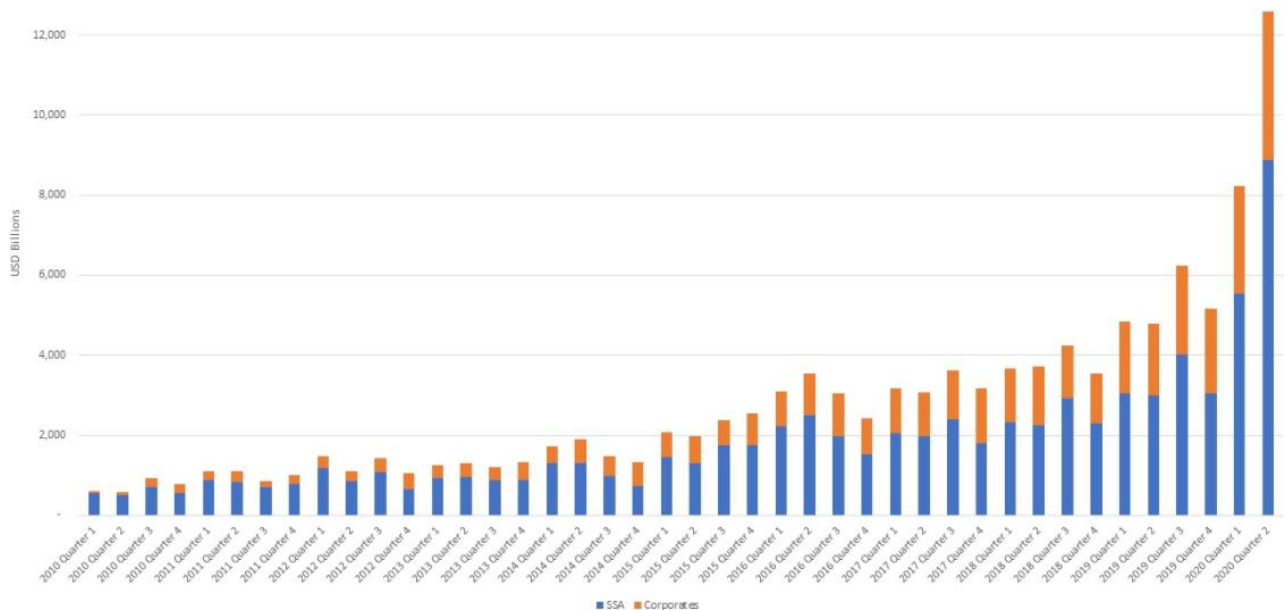


Рисунок 2.3 – Динаміка випуску корпоративних та державних облігацій у світі
Джерело: *International Capital Market Association [18]*

Згідно з прогнозом інвестиційного банку Морган Стенлі [20] 2021 рік буде роком відновлення, тож інвестори можуть очікувати можливість вкладати у якісні облігації з вищою доходністю. В контексті полегшення пандемії, економічного пожвавлення та інфляції долара (вже на момент травня 2021 зафіксоване рекордне зростання інфляції з 2008 року – 4,2% проти прогнозних 3,6%) було запропоновано декілька варіантів вкладання капіталу:

- фіксований дохід з високою надійністю, такий як держоблігації США, Австралії та Нової Зеландії. При цьому фахівці досить обережно ставляться до вкладень у корпоративні цінні папери з високим рейтингом через ймовірний вплив на вартість очікуваних угод M&A – тому рекомендується поєднувати надійні держоблігації з більш доходними ВВВ облігаціями;

- високодохідні бонди нижчої якості: зазвичай більш надійні компанії відновлюються швидше і 2020 рік підтвердив цей тренд гарної дохідністю більш якісних БЦП, тому у 2021 можна очікувати прибутковість від компаній з нижчим кредитним рейтингом;

- забезпечені активи: облігації забезпечені фінансовими активами, як-от іпотекою або автокредитом також обіцяють порівняно високу дохідність після певного занепаду у 2020 році, пов'язаного з песимістичними очікуваннями про платоспроможність клієнтів;

- борг емітентів з країн, що розвиваються: по аналогії з корпоративними облігаціями нижчого рейтингу, емітенти яких відновлюються після кризи з певною затримкою, нерозвинені країни відстали від розвинених у відновленні після пандемії, тому у 2021 для інвесторів є сенс фінансувати саме таких позичальників – тим паче вони можуть отримувати вигоду від валютного арбітражу позичаючи під низьку ставку та інвестуючи під високу;

- конвертовані облігації: у змінному середовищі вони виступають гарним інструментом, адже дозволяють позбавитись від ризику дефолту емітента, на який йде інвестор, перетворивши їх на акції у певний відомий момент часу.

2.2 Моделювання чинників впливу на дохідність державних боргових цінних паперів

У цій частині розглянуто ставки по одним з найбезпечніших вкладень, а саме державних облігацій Казначейства США. Вони вважаються бенчмарком, тобто при прийнятті рішень суб'єкти економіки звертаються саме до цього показника як до індикатора стану не лише американської, а й світової економіки. Якщо цей актив вважається безризиковим та при цьому відображає загальноекономічну ситуацію, то

й чинники, що на нього впливають мають бути макроекономічними. В теорії на доходність американських облігацій (у моделі T_Bond) впливають рівень відсоткових ставок (FedFunds), інфляція (CPI) та економічне зростання ($\log(\text{GDP})$) [21]. Окрім цих трьох факторів до моделі був включений фактор кредитного ризику, виражений через логарифм держборгу (значення ВВП та боргу прологарифмовані, адже ці величини вимірюються в доларах, а доходність у відсотках, що призводить до значного дисбалансу в моделі). При тому, що казначейські облігації вважаються безризиковими, цікаво перевірити, чи дійсно кредитний ризик жодним чином не впливає на зміну доходності.

Коли Федеральна резервна система знижує облікову ставку, інвестори створюють додатковий попит на державні облігації, адже в них можна вкласти капітал під фіксовану вищу ставку. Цей попит позитивно впливає на ціну облігацій та негативно на доходність, адже ціна та доходність рухаються обернено. Тому при побудові моделі очікується що ставка ФРС чинитиме позитивний вплив на ставку за облігаціями.

Інфляція також чинить позитивний вплив. Державні облігації є типовим прикладом інвестицій під фіксований дохід, а зі зростанням інфляції попит на такий вид вкладень знижується, і як наслідок емітент змушений коректувати доходність на новий рівень інфляції. Більш того, за інфляції центральні банки зазвичай вдаються до підвищення облікової ставки аби контролювати грошову масу, тож знову ж таки інвестори вимушені вимагати вищих ставок доходності.

Економічне зростання зазвичай призводить до зростання сукупного попиту, що в свою чергу може провокувати інфляцію. Також під час періодів бурхливого зростання зазвичай є конкуренція за капітал, тому для врівноваження попиту пропозицією Казначейство підіймає ставки доходності за державними облігаціями. Тому очікується, що всі три фактори в моделі матимуть позитивний вплив. На рисунку 2.4 можна підтвердити цю гіпотезу.

Побудована регресія є адекватною за коефіцієнтом Дарбіна-Уотсона (для усунення автокореляції до факторів було додане лагове значення доходності, яке є суттєвим, та компоненти авторегресії, але цікавіше подивитися на інші незалежні змінні) та позбавлена гетероскедастичності при побудові. F-статистика та коефіцієнт детермінації підтверджують пояснювальну здатність моделі, хоча тест Жака-Бера вказує на ненормальний розподіл залишків. Його результат, а також результат LM-теста на автокореляцію можна знайти у додатку А.

Dependent Variable: T_BOND
Method: Least Squares
Date: 05/18/21 Time: 18:21
Sample (adjusted): 1960M04 2020M12
Included observations: 729 after adjustments
Convergence achieved after 7 iterations
White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.337921	0.130560	-2.588249	0.0098
T_BOND(-1)	0.945119	0.014155	66.77050	0.0000
CPI	0.079356	0.034170	2.322401	0.0205
LOG(GDP)	0.279743	0.085779	3.261192	0.0012
LOG(DEBT)	-0.235830	0.071966	-3.276973	0.0011
FEDFUNDS	0.024568	0.010724	2.290954	0.0223
AR(1)	0.349128	0.063402	5.506585	0.0000
AR(2)	-0.202716	0.060665	-3.341558	0.0009
R-squared	0.992805	Mean dependent var	5.970713	
Adjusted R-squared	0.992735	S.D. dependent var	2.931070	
S.E. of regression	0.249828	Akaike info criterion	0.074828	
Sum squared resid	45.00065	Schwarz criterion	0.125217	
Log likelihood	-19.27487	Hannan-Quinn criter.	0.094270	
F-statistic	14212.35	Durbin-Watson stat	1.971621	
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic	7599.991	
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

Рисунок 2.4 – Результат лінійної регресії для ставки доходності 10-річних облігацій Казначейства США

Джерело: Побудовано автором за даними FRED [22]

Дійсно, інфляція виражена через індекс споживчих цін (CPI), економічне зростання виражене через логарифм значення ВВП ($\log(\text{GDP})$) та облікова ставка (FedFunds) мають позитивний вплив на ставку доходності держоблігацій, тобто гіпотеза в більшості підтверджується. З моделі отримуємо таке рівняння:

$$T_Bond = 0.94 * T_Bond(-1) + 0.07 * CPI + 0.27 * \log(GDP) - 0.23 * \log(Debt) + 0.02 * FedFunds + 0.34 * ar(1) - 0.2 * ar(2) \quad (2.1)$$

Найвпливовішим фактором виявилося лагове значення залежної змінної: при зростанні ставки доходності у попередньому місяці на 1%, ставка поточного місяця зростає на 0,945%. При зростанні індексу споживчих цін на 1%, ставка доходності за держоблігаціями зростає на 0,079%. Зростання логарифму ВВП на одиницю спричиняє зростання ставки доходності на 0,28%, а зростання логарифму держборгу на одиницю спричиняє зниження ставки на 0,24%. Дані є щомісячними і починаються з 1960 року. За цей час досить важливим фактором для зміни доходності держоблігацій було економічне зростання, інфляція також мала вплив. Цікавим виявився вплив держборгу (Debt). Зазвичай зростання державного боргу є сигналом про те, що країна втрачає свою платоспроможність, а у ставці доходності це відображається як премія за кредитний ризик з відповідним позитивним впливом. Проте дана регресія показує, що для США так не працює – навпаки, нарощення боргу знижує ставку доходності. Можливо, це хибний результат, проте якщо намагатися його пояснити, можна дійти до висновку, що інвестори сприймають нарощення держборгу США як те, що вони це роблять, бо можуть собі дозволити. Це не можна назвати раціональним, проте для такої впливової країни цілком можливо. Іншим можливим поясненням є те, що зі зростанням держборгу Казначейство намагається оптимізувати витрати на його обслуговування знижуючи ставку доходності.

Загалом дана регресія дає уявлення про те, що визначає ставку доходності безризикового вкладення, і це дійсно макроекономічні показники, тобто загальний стан економіки, який можна побачити у темпі інфляції, рівні ключової ставки та економічного зростання. Проте коли йде мова про державні облігації інших країн,

варто зважати на специфічні ризики закладені у вартість позики для держави, адже якщо США вважається країною з мінімальним ризиком дефолту, ліквідності, інфляції тощо, то в інших країнах ці ризики присутні. У наступному розділі на прикладі України буде розглянутий вплив таких факторів на доходність за державними облігаціями.

2.3 Аналіз чинників впливу на доходність корпоративних боргових цінних паперів

Вартість корпоративних цінних паперів для інвестора та емітента в певній мірі залежить від тих самих макроекономічних чинників, що і державні цінні папери. Такими чинниками є рівень процентних ставок, інфляція, крива доходності та економічне зростання [23]. Поверх цих складових доходність БЦП містить і метрики, притаманні конкретній компанії, такі як індустрія та кредитний рейтинг.

Вплив економічного зростання вираженого ростом ВВП на доходність корпоративних БЦП відрізняється від впливу на державні облігації. Економічне зростання позитивно впливає на діяльність компанії, примножує доходи та прибутки, а отже полегшує обслуговування боргу та знижує ризик неплатоспроможності, як наслідок – відсоткові ставки за боргом знижуються. Щоправда, коли зростання затягується відбувається інфляція, що провокує зростання заробітних плат та знижує продуктивність капіталу.

Інфляція навпаки чинить позитивний вплив на вартість запозичень для бізнесу. Вищі зарплати знижують маржу, що робить компанію більш вразливою до сповільнення економічного зростання. Та і в цілому при інфляції все стає дорожчим, отже можливість платити за все знижується, а ризик дефолту підвищується та закладається у доходність у вигляді премії за кредитний ризик.

Інфляційний ризик також змушує центральні банки піднімати ключові відсоткові ставки. А коли норма прибутку зростає, компанії вимушені компенсувати через підвищення доходності своїх облігацій. Більш того, вищі відсоткові ставки призводять до вищих витрат, що додатково послаблює надійність компанії. А якщо витрати встановилися на високому рівні, та почалася рецесія, ставки доходності можуть особливо зрости, адже інвестори вимагатимуть вищу плату за ризик дефолту. Коли ж песимістичні очікування про зростання переважають страх або шкоду інфляції, центральні банки знижують ставки, повертаючи привабливість борговим інструментам.

Всі ці ризики так чи інакше впливають на можливість компанії розраховуватися за своїми боргами, тобто на кредитний ризик. Кредитний ризик для кожної компанії різний, адже всі компанії унікальні: за діяльністю, фінансовим левериджем, оподаткуванням, внутрішніми ризиками, кредиторами тощо. Проте щоб прийняти рішення про фінансування певної компанії, не обов'язково самотійно проводити аналіз її фінансового стану (хоча, звісно, зайвим не буде), адже існують рейтингові агентства, що роблять це за нас та користуються довірою більшості інвесторів на ринку. Хоча інституційні інвестори зазвичай проводять оцінюють активи за власними методиками, адже мають на це ресурси. Загальноприйнятними метриками для оцінки кредитного ризику є коефіцієнти покриття відсотків, коефіцієнти капіталізації та інші. Трьома найбільшими та найвпливовішими рейтинговими агентствами на міжнародній арені є Moody's, Standard and Poor's та Fitch. Отже, сценарієм для найнижчих ставок за боргом є економічне зростання спричинене зростанням продуктивності, що не провокує інфляцію, а найбільш негативним – слабка економіка з інфляційними ризиками, що спричиняє високі відсоткові ставки.

Ознайомившись із чинниками зміни доходності за корпоративними борговими цінними паперами, можна розглянути тенденції розвитку ринку облігацій підприємств, який бурхливо розвивався протягом останнього десятиліття. З 2008 року

в середньому щорічно відбувався випуск корпоративних облігацій обсягом 1,8 трлн доларів, що є вдвічі більшим за середньорічний випуск у 2000-2007 роках. У другій половині 2018 року емісія скоротилася внаслідок зростання облікових ставок та очікування сповільнення економічного зростання. Проте після оголошень ЦБ про готовність знизити ставки випуск облігацій підприємств почався в ще більших обсягах, досягнувши рекорду 2016 року – 2,1 трлн доларів. Ще одним трендом є зменшення якості на ринку корпоративних БЦП. Тут варто вказати, що корпоративні облігації поділяють на два типи: облігації інвестиційного рівня – з низьким ризиком неплатоспроможності (такими зазвичай вважаються облігації з рейтингом AAA, AA, A та BBB), та високодохідні або «сміттєві» облігації (з рейтингом BB та нижче). Тож згідно з OECD з 2010 року частка високодохідних облігацій на ринку складала 20%, а у 2019 досягнула 25%. Починаючи з 1980, цей період є найдовшим, коли частка «сміттєвих» облігацій на ринку залишалася такою високою, тож у майбутньому варто очікувати вищу ймовірність дефолтів. Цікавим також є те, що у 2019 році частка облігацій з рейтингом BBB – тобто з найнижчим, облігації якого вважаються інвестиційного рівня, досягла 51% від загального випуску, хоча у 2000-2007 роках їхня частка складала 39%. Загалом у грудні 2019 року обсяг облігацій нефінансових підприємств становив 13,5 трлн доларів і лише 30% з них мали рейтинг A або вище та були емітовані підприємствами з розвинених країн. А витрати по обслуговуванню боргу для емітентів з країн, що розвиваються, та емітентів високодохідних облігацій або облігацій без рейтингу з розвинених країн у період 2020-2022 досягають 41% самого боргу, або 2,5 трлн доларів.

Змінилася також і строковість БЦП. Якщо на початку століття середня строковість випущених облігацій становила 9,4 роки, у 2014-2018 – 12,4 роки, то в 2019 вона досягла понад 13 років. Вища строковість зумовлює вищу чутливість до зміни відсоткових ставок, адже за формулою вартості облігації [24]:

$$BV = (FV / (1 + i)^n) + (C * (1 - 1 / (1 + i)^n) / i) \quad (2.2)$$

де BV – bond value – вартість облігації,

FV – face value – сума, яку отримає інвестор при закінченні строку обігу,

i – відсоткова ставка, доходність

n – кількість років в обігу

C – купон, тобто сума, що виплачується протягом користуванням позикою.

Отже, тренд до підвищення строковості та зниження якості облігацій на ринку підвищують чутливість до змін монетарної політики. Ще однією відмінністю порівняно з початком століття є те, що середня компанія в кожному рейтингу має вищий рівень фінансового левериджу, тобто частка боргу в фінансуванні збільшилася. На фоні низьких ставок протягом останнього десятиліття це є природнім, адже обслуговування боргу полегшилося, проте це несе ризики погіршення рейтингів у разі підвищення ставок або кризового стану економіки, що призведе до нижчих доходів.

Згідно з дослідженням детермінантів вартості корпоративних єврооблігацій в кінці минулого століття [25] кредитний рейтинг, наданий компанії популярним рейтинговим агентством в великій мірі визначає доходність її БЦП. Більш того, з часом довіра до рейтингових агентств зростає. При цьому, невизначеність щодо платоспроможності компанії зростає, якщо різні агентства надали різний рейтинг. Звісно, агентства оцінюють компанію за певними метриками, зважаючи на майбутні доходи, тобто не сам рейтинг визначає доходність, а те, на чому базується рейтинг. Проте така оцінка платоспроможності полегшує життя інвесторів та в певній мірі здешевлює вартість позики для компанії, адже ні компанія, ні інвестор не мусять витрачати ресурси на пошук інформації один про одного. Ринок БЦП в Україні буде розглянутий в наступному розділі, проте звертаючись до нього тут можна сказати, що українським компаніям досить важко вийти на міжнародний ринок капіталів, адже

існує «суверенна стеля» - досить низький національний кредитний рейтинг, який за замовченням стає мінімумом для всіх українських компаній, тому підвищення довіри до державної позики є важливим і в контексті корпоративного ринку.

У другому розділі наведений огляд світового ринку боргових цінних паперів, більшу частину якого займають державні боргові цінні папери (68%). На їхньому ринку бенчмарком вважаються... Казначейські облігації США, тому їхня доходність була змодельована аби перевірити це припущення. Дійсно, боргове навантаження виражене як відношення держборгу до ВВП показує негативну кореляцію з доходністю, а абсолютне значення боргу занесене в модель показує негативний вплив, що свідчить про відсутність складової кредитного ризику у доходності. До чинників, що впливають на зміну ставки доходності, належать індекс споживчих цін, обсяг валового внутрішнього продукту та облікова ставка. Також були проаналізовані тренди ринку корпоративних боргових цінних паперів, якість якого погіршилася за останнє десятиліття: збільшилась частка високодохідних облігацій, облігацій з найнижчим рейтингом інвестиційного рівня, а також підвищився фінансовий леверидж компаній. Сприятливим для українських компаній є тренд до збільшення частки облігацій, що походять з країн, що розвиваються. Загалом ринок продовжує активно рости на фоні низьких відсоткових ставок центральних банків, а на фоні відновлення після кризи досвідчені інвестори радять звернути увагу зокрема на високодохідні облігації з країн, що розвиваються, тож Україна має шанс отримати фінансування з-за кордону цього року.

РОЗДІЛ 3

РИНОК БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: УКРАЇНСЬКА ПРАКТИКА

3.1 Тренди розвитку ринку боргових цінних паперів

На українському ринку боргових цінних паперів найбільш поширеним інструментом є облігації внутрішньої державної позики. Хоча і цей вид БЦП був досить нерозвиненим ще до 2014 року – саме тоді почалася розбудова ринку ОВДП. Це можна побачити на графіку 3.1 – до 2014 року обсяг розміщень був досить стабільним, а в 2015 році розміщення взагалі припинилися.

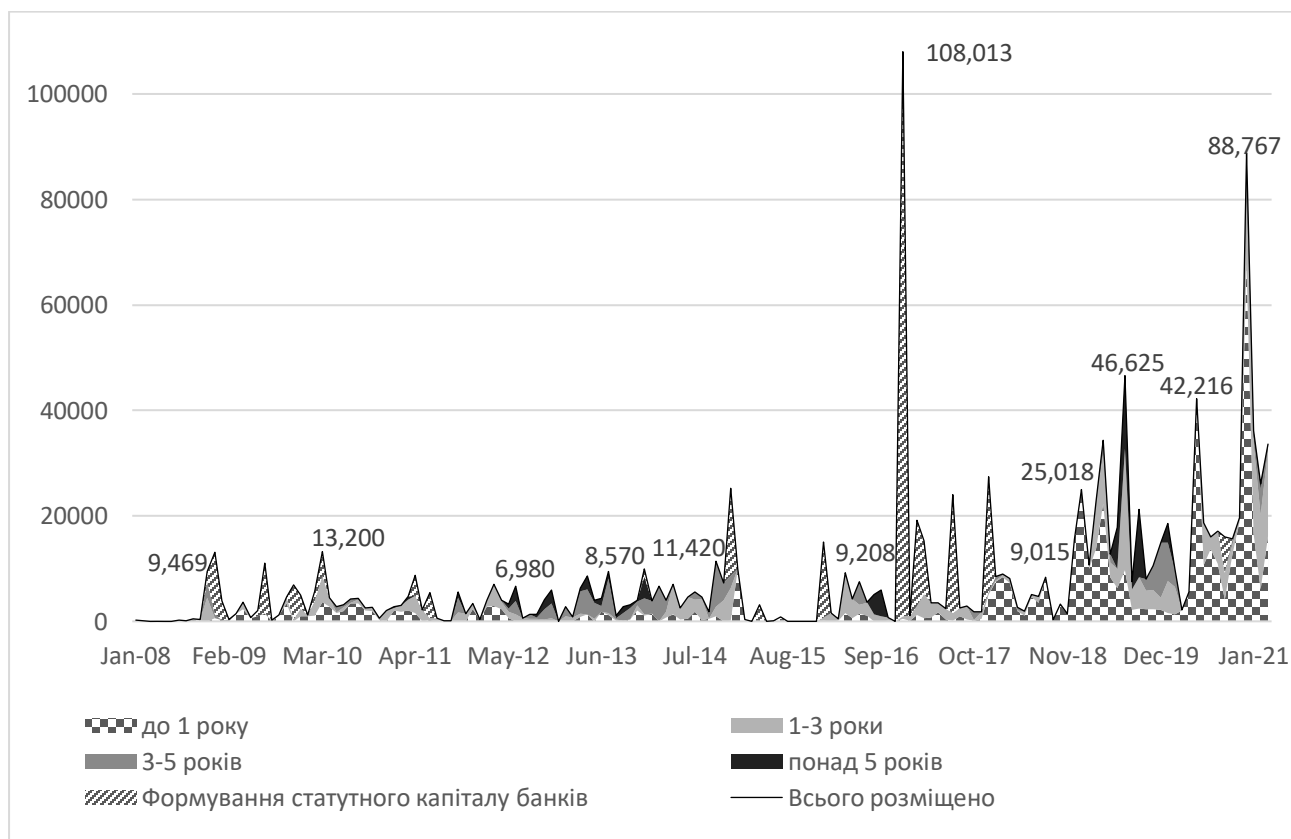


Рисунок 3.1 – Динаміка розміщень ОВДП та їхня строковість, млн грн

Джерело: Національний банк України [26]

У 2015-2016 роках була потреба підтримати державні банки шляхом доформування їхнього статутного капіталу за допомогою ОВДП, а потім ринок починає розвиватися – проте переважає випуск короткострокових цінних паперів терміном до 1 року. «Коли ми починали працювати у 2014 та 2015 році, в Україні панував ідеальний шторм», — так описував економічний та політичний стан Юрій Буца, урядовий уповноважений з питань управління державним боргом України [27]. Політична нестабільність, початок воєнних дій та пов’язані з цим спади в економіці спричинили зростання темпів інфляції з 0,5% (у 2013) до 43,3% (у 2015), за два роки ВВП загально скоротився на 16%, а гривня втратила 70% своєї вартості. Така девальвація посилила доларизацію економіки, адже довіра до гривні була втрачена. Відношення боргу до ВВП зросло майже вдвічі через необхідність фінансувати оборону держави, а також через те, що борг переважно (на 70%) був деномінований в іноземній валюті. Тоді для стабілізації економіки необхідно було звернутися по допомогу до міжнародних фінансових організацій та іноземних партнерів, що і було зроблено – зовнішній борг реструктуризували під обов’язок проведення реформ, зокрема в державних фінансах. Проте на цьому труднощі не закінчилися. Попри непрості економічні умови та водночас через них офіс управління державним боргом мав забезпечувати економіку фінансовими ресурсами через запозичення, але стикнувся з проблемою невдалих аукціонів – 60% аукціонів з 240, що відбулися з початку 2016 року, через брак заявок або низькі запропоновані ціни закінчувалися не успішно. Фахівці Світового банку допомогли виявити основні чинники цієї проблеми: визначення результатів аукціонів за бюджетним дефіцитом, а не ринковою ціною (гранична дохідність облігацій була нижчою від ринкової); комунікація з інвесторами (розбіжність між попитом та пропозицією); фрагментація боргових інструментів (орієнтир скоріше на надходження та вплив грошових коштів, а не на розбудову підвалин ринку) і однорідність контингенту інвесторів (лише державні та комерційні банки). Офіс управління державним боргом почав вирішувати проблеми насамперед через налагодження комунікації з банками шляхом регулярного телефонного

спілкування, що передувало розміщенням, та паралельним підвищенням дохідності ОВДП до ринкового рівня. Після встановлення двостороннього зв'язку відкрилася можливість розміщувати цінні папери більшими обсягами. Так, співпраця Світового банку та Офісу управління державним боргом дала плоди у вигляді зменшення кількості невдалих аукціонів та власне становлення ринку ОВДП.

На наступному графіку можемо побачити обсяг ОВДП в обігу на початок кожного року та структуру власників. До 2016 року ринок ОВДП нарощувався переважно завдяки Національному банку України, а другим найбільшим власником були банки. Проте у 2016 році ситуація змінилася: НБУ перестав скуповувати ОВДП, його частка в загальному обігу навіть дещо скоротилася, а основним гравцем на ринку стали комерційні банки.

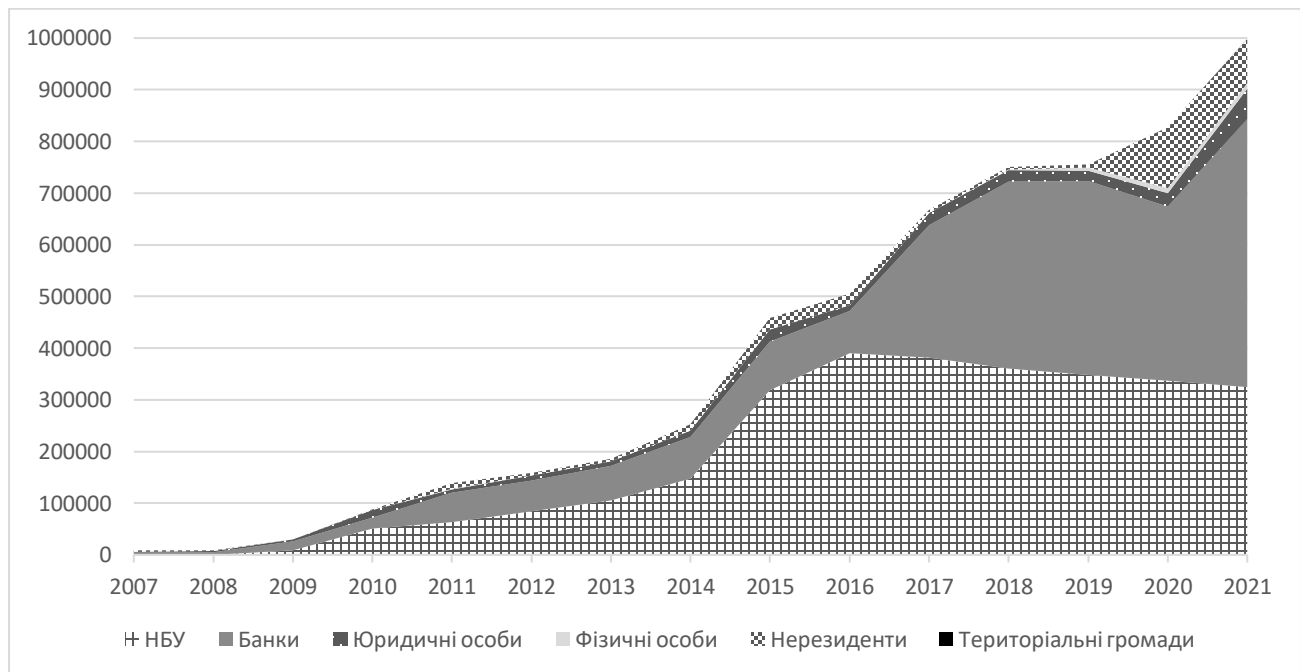


Рисунок 3.2 – ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю, млн грн

Джерело: Національний банк України [26]

Також бачимо, що з 2019 року значно зросла частка нерезидентів - власників ОВДП, що є результатом валютної лібералізації та налагодження взаємодії з Clearstream – організацією, що здійснює післяпродажне обслуговування цінних паперів. У 2020 році в класифікації НБУ з'явився новий власник – територіальні громади. І хоча поки що їхня частка в загальному обігу незначна (186 млн на початок 2021, 276 – станом на 6 квітня), ця частка зростає та в процесі децентралізації має перспективи та право на існування.

Повертаючись до строковості, найбільш популярним інструментом залучення позик для українського уряду залишаються короткострокові облігації державної позики. Їхню дохідність можемо бачити на графіку 3.3.

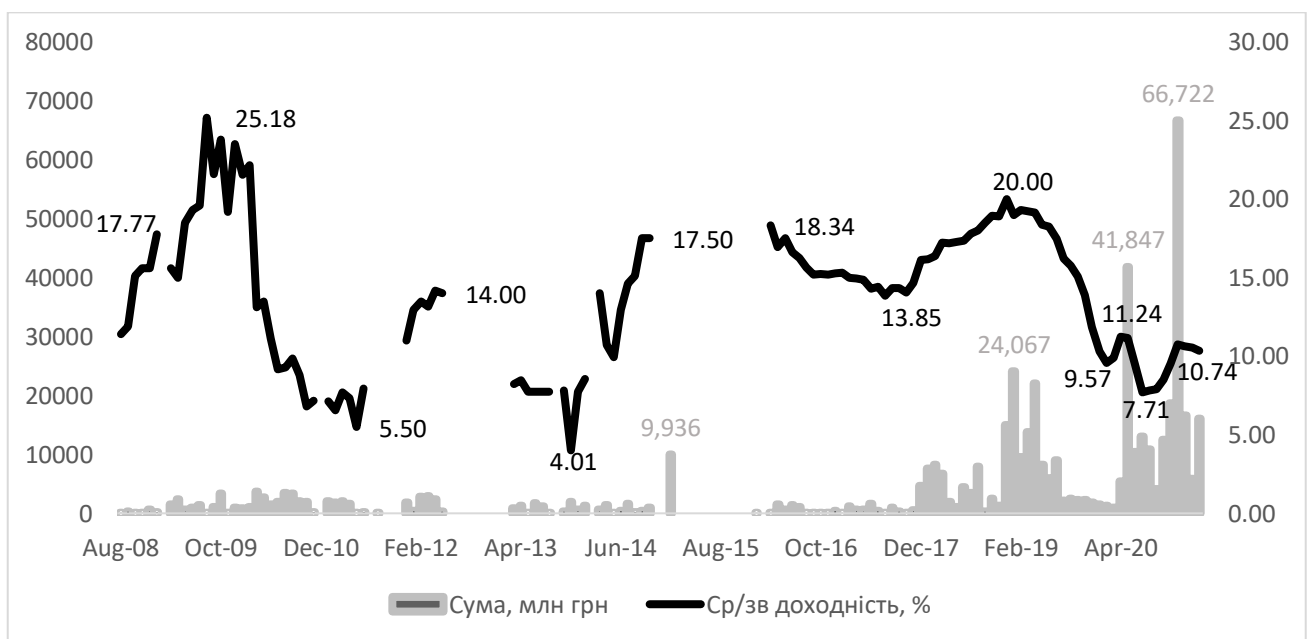


Рисунок 3.3 – Інформація щодо розміщення ОВДП у гривні за терміном обігу до 1 року

Джерело: Національний банк України [26]

Дійсно, обсяг розміщення значно зріс за останні три роки та досяг свого історичного максимуму у грудні 2020 року [28, 29]. Причиною цього стала «дірка» в

бюджеті розміром в 100 млрд грн. Так трапилося, бо в бюджет кризового 2020 року була закладена фінансова підтримка міжнародних організацій, зокрема МВФ. Проте співпраця з ними призупинилася через дії української сторони, що призвело до нездатності покрити всі заплановані видатки. Невиконання плану по залученню позик у жовтні-листопаді ще більш посилює тиск на Міністерство фінансів, яке змушено було будь-якою ціною отримати кошти на фінансування бюджету. Більш того, щоб залучити таку суму уряд розраховував на повернення нерезидентів, портфель яких знизився на 50 млрд грн з березня 2020 через невизначеність у співпраці з МВФ та проблеми з судовою та антикорупційною реформами. Отже, для виконання держбюджету довелося підняти вартість цінних паперів, що можна побачити на графіку – в липні 2020 середньозважена ставка по короткострокових цінних паперах становила 7,71%, а вже в грудні піднялася до 10,74%. Враховуючи той факт, що продані облігації є строком до 3 та 6 місяців, виходить, що діру в бюджеті не закрили, а перенесли. Залишається надія на поживавлення співпраці з міжнародними організаціями.

Окрім внутрішнього боргу держава має змогу залучити на міжнародній арені. Цей інструмент використовується не так часто, проте, згідно з даними Міністерства фінансів, в структурі державного та гарантованого державою боргу станом на кінець лютого заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку становить 25,53% від всього боргу, в той час як заборгованість за цінними паперами випущеними на внутрішньому ринку становить 40,1% [30]. Загалом внутрішній державний борг (не враховуючи гарантований державою) становить 40,18% - тобто ОВДП є по суті єдиним інструментом залучення коштів на внутрішньому ринку. Частка зовнішнього державного боргу становить 48,49% - тобто крім ОЗДП на міжнародній арені використовують й інші інструменти. Зокрема джерелами позик є міжнародні фінансові організації (17,04% в структурі боргу), органи управління іноземних держав (1,68%), іноземні комерційні банки та інші іноземні фінансові

установи (2,31%). В структурі заборгованості за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку найбільшу частку становлять ОЗДП 2015 року (9,45%) та ОЗДП 2020 року (4,52%). Динаміку випуску єврооблігацій та дохідність кожного випуску можна побачити на рисунку 3.4.

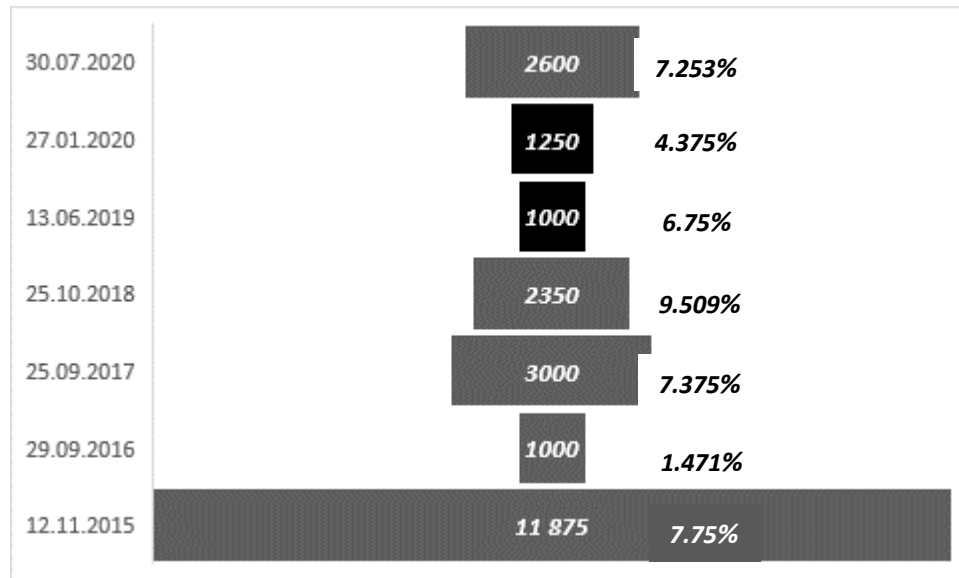


Рисунок 3.4 – Інформація щодо розміщення ОЗДП у мільйонах доларів (темно-сірий колір) та євро (чорний колір): абсолютне значення – обсяг розміщення, процентне значення – середньозважена ставка дохідності розміщень відповідного року

Джерело: Складено автором за даними Міністерства фінансів [30]

Насправді розміщення 2015 року було не чим іншим як реструктуризацією зовнішнього боргу за 13 випусками облігацій на суму близько 15 млрд доларів, що дозволила зменшити борг України на 20% (близько 3 млрд дол. США) та уникнути сплати попередньо запланованих 8,5 млрд доларів основної суми боргових зобов'язань, що підлягали виплаті до кінця 2018 року. Ця операція тривала сім місяців, полягала у переконанні інвесторів в необхідності реструктуризації боргу, при цьому інвестори втратили 20% вкладень, та загалом була ключовою складовою реалізації Механізму розширеного фінансування, ухваленого МВФ у березні 2015. Росія, яка

володіла облігаціями на 3 млрд, відмовилася брати участь у реструктуризації та судилася з Україною щодо їх сплати. Незважаючи на це, реструктуризація допомогла уникнути дефолту. Після 2015 року досить крупним було розміщення 2017 року – а саме 3 млрд доларів. Ці кошти були частково спрямовані на викуп або обмін облігацій, термін яких спливав у 2019-2020 роках, та фінансування загального фонду державного бюджету. Також досить великий обсяг коштів, а саме 2,6 млрд доларів та 1,25 млрд євро були запозичені у 2020 році. У цей «ковідний» рік багато країн забули про безпечну межу боргового навантаження, і Україна не виняток – згідно з «Урядовим кур'єром» [31] показник боргового навантаження на кінець року становив 56,8% проти 44,3% на кінець 2019. На наступному графіку можна побачити термін погашення єврооблігацій, які є в обігу на сьогодні (без врахування купонних платежів). Відносно високе навантаження припадає на 2021, 2024 роки та з 2032 й надалі. Проте загалом виплати сплановані досить рівномірно.

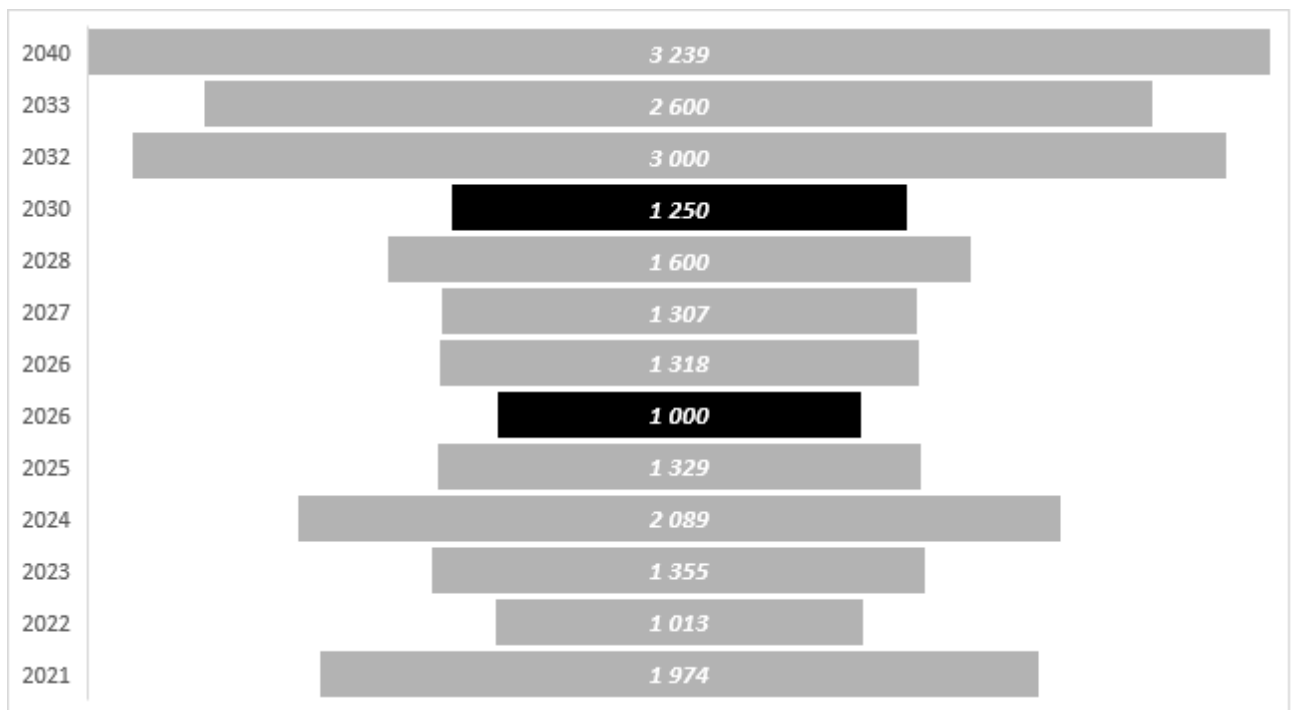


Рисунок 3.5 – Інформація щодо погашення ОЗДП у мільйонах доларів (темно-сірий колір) та євро (чорний колір)

Джерело: Розраховано автором за даними Міністерства фінансів [30]

Інформацію про емісію та обіг облігацій підприємств фіксує та публікує Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Останні дані можна знайти річному звіті за 2019 рік, а опублікованої інформації за 2020 ще немає. На графіку 3.6 можна побачити динаміку випусків корпоративних облігацій за останні 7 років. На графіку чітко видно, що політична криза вплинула на обсяг випусків, який з 2013 по 2016 рік знизився майже в 8 разів. В 2017 році відбулося певне пожвавлення, проте порівняно з ринком державних облігацій з обсягом емісії в 232 млрд грн у 2019 ринок корпоративних облігацій з обсягом випуску 11,21 млрд грн за аналогічний період не можна назвати активним.

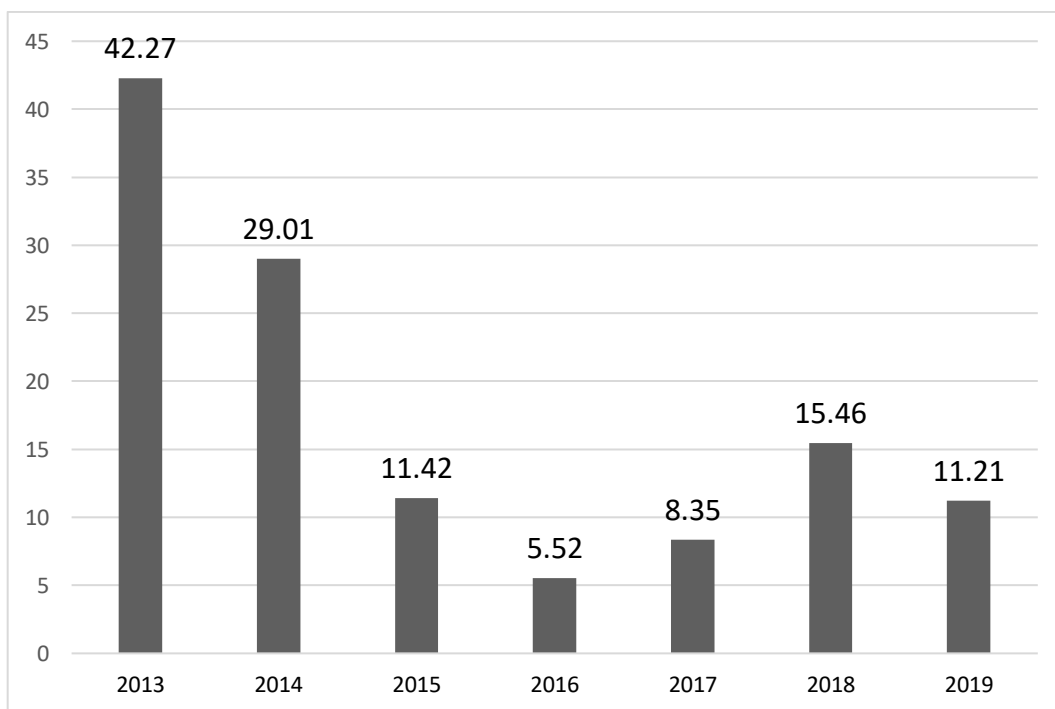


Рисунок 3.6 – Обсяг зареєстрованих Комісією випусків облігацій підприємств у 2013-2019 роках, млрд грн

Джерело: Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [16]

Найбільшими емітентами у 2019 році були ТОВ «Сільпо-ФУД» - 3500 млн грн з доходністю 25%, повністю викуплені пов'язаною стороною, Державна іпотечна установа – 1200 млн грн (ставка прив'язана до облікової ставки НБУ та коливається в

межах 11-13%) та АТ ДТЕК Дніпровські Електромережі – 615 млн грн (20% річних, повністю викуплені пов’язаною стороною). Комісія не надає інформації про доходність корпоративних облігацій. По окремих даних крупних емітентів можна побачити, що ставки доходності лежать в районі 20%, Державна іпотечна установа є винятком, адже її борг є гарантованим державою так само як облігації Укравтодору. Також з того факту, що найбільші емітенти розміщували свої облігації в руках пов’язаних компаній, можна зробити висновок, що ринок корпоративних облігацій далеко не такий ліквідний як ринок державних цінних паперів. Хоча ставки доходності можуть бути привабливими, за словами інвестиційного аналітика Дениса Білого корпоративні облігації варто обирати на короткостроковому проміжку часу [32].

Національний банк України оприлюднює деяку інформацію по зовнішньому боргові, звідки ми можемо дізнатися, що зовнішні зобов’язання приватного сектору у 2020 році зросли 1,1 млрд дол. США і становлять 71 мільярд на кінець року, що складає 45,9% ВВП [33]. До приватного сектору належать інші депозитарні корпорації, окрім НБУ, тобто комерційні банки, та підприємства реального сектору. Зовнішній борг банків цього року зменшився, зокрема за рахунок чистого погашення за єврооблігаціями на суму 0,9 млрд дол. США (тобто банки емітують корпоративні облігації на міжнародному ринку). Щодо інших секторів економіки, то зовнішній борг також зменшився внаслідок зниження заборгованості за кредитами та позиками в основному за рахунок переоформлення боргу в міжфірмовий. На противагу цьому підприємства підвищили обсяг зовнішнього боргу на 0,4 млрд дол. США внаслідок чистого залучення коштів від розміщення єврооблігацій – тенденція протилежна до банківського сектору. Негативним явищем є збільшення обсягу простроченої заборгованості реального сектору за негарантованими кредитами на мільярд доларів, а також факт, що основною країною-кредитором реального сектору залишається Кіпр

(з часткою 47,1%) – зона офшору, що свідчить про те, що реальний обсяг іноземного кредитування значно нижчий.

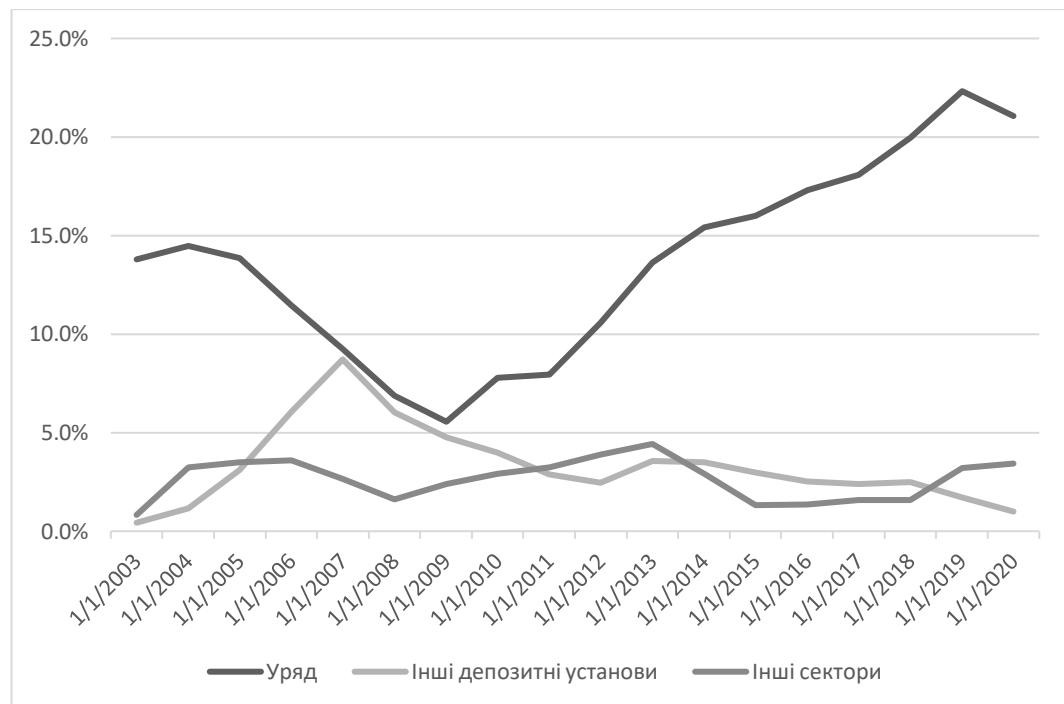


Рисунок 3.7 – Частка боргових цінних паперів держави, комерційних банків та підприємств в структурі зовнішнього боргу в динаміці

Джерело: складено автором на основі даних НБУ [26]

На рисунку 3.7 можна побачити частку зовнішніх запозичень у вигляді боргових цінних паперів у структурі зовнішнього боргу України. Найвищою є частка державних облігацій - вона складає близько 20%, та з 2010-го року простежується тенденція до зростання. Частки єврооблігацій комерційних банків та інших підприємств коливаються в межах 5% без постійного переважання певного сектору економіки. Звідси видно, що держава активніше сприяє своєму виходу на міжнародний ринок, а отже має посприяти виходу підприємств. Також варто зауважити, що всі боргові цінні папери є довгостроковими, адже процес розміщення закордоном є більш складним та дорогим, тож має сенс для значних обсягів розміщення на довгий строк.

Аналізуючи строковість зовнішнього боргу, можна побачити, що як у депозитних корпорацій, так і в інших секторах відсутні короткострокові боргові цінні папери [34]. Щодо довгострокових облігацій, то для депозитних установ їхній обсяг скоротився порівняно з 2015 роком (1244 млн дол. США на кінець 2020 року проти 4044 млн дол. США на початок 2015). У реальному секторі ситуація відрізняється: після 2015 року обсяг довгострокових БЦП теж скорочувався досягнувши мінімуму в 1512 млн дол. у кінці 2016 року проти 3527 мільйонів на початок 2015 року, проте подальше поступове зростання та досить різкий стрибок у 2019 році призвели до числа 4323 мільйонів доларів на кінець 2020 року, що свідчить про певне пожвавлення, налагодження зв'язків та відновлення довіри на міжнародній арені після кризи. Розміщення корпоративних облігацій на зовнішньому ринкові є надзвичайно важливим для розвитку ринку загалом, адже довіра внутрішнього інвестора до компанії зростає, якщо вона має БЦП розміщені закордоном [35], а отже і знижує їхню вартість.

3.2 Моделювання чинників впливу на доходність державних боргових цінних паперів

В цій частині будуть розглянуті ймовірні чинники впливу на номінальні ставки по короткострокових державних облігаціях внутрішньої позики у гривні, адже саме цей інструмент був досить популярним останнім часом. Навіть перед дослідженням можна зауважити, що даних досить мало, та це може стати обмеженням моделі. Ставки по короткострокових ОВДП були взяті з офіційного сайту Національного банку України, де вони опубліковані починаючи з 2008 року та до сьогодні щомісячно. Якщо вважати, що розміщення ОВДП відбувалося щомісячно, маємо 152 спостереження. Насправді, як можна побачити на графіку 3.3, випуск короткострокових боргових цінних паперів державою почав носити регулярний характер починаючи з 2016 року, а до цього часу були значні паузи у 2012 та 2015

роках, а також в окремих місяцях 2010, 2011 та 2014 років. Ще одним обмеженням моделі є те, що за словами Юрія Буци, урядового уповноваженого з питань управління державним боргом України, лише у 2016 році в співпраці зі Світовим банком український ринок внутрішніх запозичень почав наближатися до ринкових умов, тобто почав залежати від загальноринкових факторів [27]. До цього ж ставка базувалася суто на потребах держави, тобто на бюджетному дефіциті. Отже, український ринок ОВДП ще є достатньо молодим, але принаймні він присутній і розвивається на відміну від інших сфер фондового ринку. Тож спробувати змодельовати ставку доходності по короткострокових ОВДП все ж таки має сенс.

Ставка доходності – це міра вартості грошей для того чи іншого суб'єкта економіки, тобто скільки коштує позичити грошей на ринку – саме на ринку, а не, наприклад, в пов'язаних осіб, адже ринок визначає цю вартість через ринкові механізми попиту та пропозиції, що залежать від багатьох ринкових факторів, якщо говорити про державні облігації, то факторів макроекономічних.

Ставка доходності складається з деяких елементів. Базою є безризикова ставка на ринку (risk-free rate). Якщо говорити про фондовий ринок загалом, зазвичай безризиковою вважається якраз ставка по державних БЦП, і до неї додаються премії (ERP – премія за ризик пов'язаний з тим, що акції більш ризикові, ніж облігації, Country, Currency risk premia, тобто пов'язані з суверенним ризиком конкретної країни, якщо за базу було взято американські бонди, які вважаються найменш ризиковими у світі, тобто умовно безризиковими). Проте Україна – не Америка, і наші бонди містять в собі ризик – ризик того, що держава не погасить борг за певними причинами. А причини можуть бут різні. Згідно з дослідженням доктора економічних наук Тетяни Богдан [36] при формуванні ставки по державним облігаціям до базової відсоткової ставки додаються премія за кредитні, інфляційні, валютні ризики, за строковість та надбавка, яка визначається впливом структурних і монетарних факторів, на яку впливає попит держави на позичкові кошти (табл. 3.1).

Розглянемо складову базової відсоткової ставки.

Таблиця 3.1 Складові номінальної відсоткової ставки за державними позиками та фактори впливу на них

Попит держави на позичкові кошти	Зростання державного боргу / зростання суми ОВДП в обігу
	Величина бюджетного дефіциту і його фінансування за рахунок внутрішніх позик
Надбавка, яка визначається впливом структурних і монетарних факторів	Темпи зростання національного виробництва
	Зростання (зменшення) обсягу національних заощаджень / обсягу позичкового капіталу
	Динаміка строкових депозитів у банківській системі
	Розширення (звуження) грошової маси / стан ліквідності фінансових установ
	Надходження до економіки (вилучення) іноземного позичкового капіталу
Премія за строковість	Стан ліквідності середньо- та довгострокових ОВДП
	Очікувані зміни відсоткових ставок у період позики
Премія за валютні ризики	Девальваційні очікування
	Довіра до валютно-курсової політики держави
Премія за інфляційні ризики	Мінливість темпів інфляції
	Довіра до стабільності фінансового середовища
	Історія інфляції в країні
Премія за кредитні ризики	Розмір державного і гарантованого боргу
	Величина бюджетного дефіциту
	Наявність піків виплат за державним боргом
	Історія дефолтів і реструктуризацій боргу
Базова відсоткова ставка	Співвідношення між сукупними заощадженнями і сукупними інвестиціями (між попитом і пропозицією позичкового капіталу)
	Співвідношення між попитом і пропозицією грошей
	Курс грошово-кредитної політики держави

Джерело: На основі дослідження [36].

Такою можна вважати облікову ставку НБУ, що за визначенням самого Нацбанку [26], є одним із монетарних інструментів, за допомогою якого Національний банк України встановлює для банків та інших суб'єктів грошово-кредитного ринку орієнтир щодо вартості залучених і розміщених грошових коштів на відповідний період.

Облікова ставка є базовою процентною ставкою щодо інших процентних ставок Національного банку України. Рівень і характер змін облікової ставки залежить від тенденцій економічного розвитку країни, макроекономічних і бюджетних процесів, стану грошово-кредитного ринку тощо. Дійсно, кореляційний зв'язок між обліковою ставкою та ставкою доходності ОВДП є значущим та позитивним. Якщо подивитися на графік, легко зауважити, що схожість динамік цих ставок починається якраз з 2016 року, коли Мінфін пообіцяв наблизити ОВДП до ринку.



Рисунок 3.8 – Динаміка облікової ставки та середньозваженої ставки доходності за короткостроковими ОВДП

Джерело: Складено автором за даними НБУ [26]

Премія за кредитні ризики в теорії позитивно впливає на ставку доходності за цінними паперами, адже показує платоспроможність держави та ймовірність дефолту, проте на практиці не була включена до моделі, адже елементи, що відображають цю

премію, або не підходять для моделі зі щомісячними даними (наприклад, боргове навантаження), або просто не показують достатньої кореляції (зміна боргу в абсолютному значенні, виконання бюджету протягом року, величина бюджетного дефіциту). Причиною відсутності значного зв'язку з обсягом державного боргу може бути те, що розглядаються саме короткострокові БЦП, тобто терміном обігу до 1 року, тому інвестори не вимагають значної премії за кредитні ризики, адже не очікують дефолту найближчим часом – платоспроможність має більше впливати на довгострокові БЦП. А те, що зв'язок між виконанням бюджету протягом року та ставкою ОВДП теж незначний, свідчить про те, що уряд не динамічно реагує на потреби бюджету. Цікавим є те, що останніми роками прослідковується тенденція до зростання ставки та обсягів розміщених ОВДП у грудні, тобто наприкінці року, коли уряд бачить, що бюджет не виконався сам собою, та починає діяти. Звісно, такий дисбаланс не дає того позитивного ефекту, який був закладений в бюджет, та можна порекомендувати уряду діяти більш зважено та рівномірно.

Отже, згідно з гіпотезою очікується, що середньозважена щомісячна ставка по короткострокових гривневих ОВДП (Ukrbond) залежить від зростання індексу споживчих цін до відповідного місяця минулого року (CPI_diff), різниці між відсотковими ставками по депозитах в національній та іноземній валютах (Depos_diff), позичкової ставки комерційних банків (Lending_rate) та облікової ставки (NBU_rate) з позитивним впливом всіх факторів.

Інфляційний ризик (CPI_diff) є одним з основних компонентів ставки доходності БЦП, та є актуальним навіть при вкладанні в короткострокові цінні папери, адже Україна мала періоди високих темпів інфляції, і навіть попри курс НБУ на інфляційне таргетування песимістичні інфляційні очікування інвесторів змушують їх вимагати премію у вигляді вищої доходності. Інфляція з'їдає частину доходу інвесторів, адже між моментом укладення угоди до моменту отримання прибутку проходить певний час (у випадку короткострокових БЦП – до року), і за цей час гроші знецінюються,

тому для забезпечення доходу очікування про знецінення закладаються у вартість цінних паперів.

Валютний ризик як і будь-який ризик також додає вартості позичкових коштів для уряду. Валютний ризик особливо є доречним для країн, що розвиваються, до яких належить і Україна, адже в таких країнах фінансовий ринок розвинений слабо, і іноземна валюта є найнадійнішим активом, тож зміна ціни цього активу – обмінного курсу – швидко трансформується у зміну відсоткових ставок, внутрішніх цін та рівня попиту.

Якщо повернутися до графіку 3.2, можна побачити, що державні облігації в основному є у власності комерційних банків, отже вони через свій попит впливають на вартість позики для уряду. З точки зору банку ОВДП це актив, адже вони приносять прибуток, такий самий актив як кредити. Для деяких банків, а особливо для державних, частка активів у вигляді цінних паперів навіть переважає частку, що складається з кредитів. Інакше кажучи, державні банки можуть залучати кошти через вклади фізичних та юридичних осіб, але взамін кредитувати не їх, а державу, якщо державі це вигідно у випадку з державними банками, а у випадку з комерційними – якщо це вигідно їм самим. Наприклад, у кризовому 2020 році через занепад економічної діяльності внаслідок карантинних заходів платоспроможний попит на кредитування знизився, тож частка кредитів в загальній банківській системі поступилася державним цінним паперам та депозитним сертифікатам НБУ, підвищуючи ліквідність всієї банківської системи. Отже, як один з чинників впливу на ставку доходності ОВДП доцільно розглянути альтернативний спосіб вкладення для основного інвестора, а саме – на середньозважену ставку за новими кредитами, яка теж була включена в модель.

В результаті була отримана модель з таким рівнянням:

$$\text{Ukrbond} = -1.1 * C + 0.67 * \text{Ukrbond}(-1) + 0.28 * \text{Lending_rate} + 0.17 * \text{Depos_diff}(-2) + 0.17 * \text{CPI_diff} + 0.31 * \text{ar}(2) \quad (3.1)$$

Зважений коефіцієнт детермінації складає 89%, отже представлені чинники в великій мірі пояснюють динаміку доходності ОВДП, а 11% залежать від інших факторів, не представлених в моделі. Для того, щоб позбутися від можливих негативних ефектів гетероскедастичності модель була побудована із врахуванням таких ефектів та їхнім усуненням. Також був доданий компонент авторегресії другого порядку для усунення автокореляції. Були проведені тест Жака-Берра на нормальність залишків та LM-тест на автокореляцію. Результати тестів можна знайти в додатку Б.

Результати лінійної регресії можна побачити на рисунку 3.9.

Згідно з тестом розподіл залишків не можна назвати нормальним, проте візуально можна побачити, що вони прагнуть до нормальності, і в цілому невелика кількість спостережень пояснює порушення цього класичного припущення. Загалом модель демонструє достатню пояснювальну здатність, тому варто проаналізувати й самі результати.

Найбільший вплив на доходність чинить її лагове значення – з підвищенням лагу на 1 процентний пункт ставка зростає на 0.67 процентних пункти. Це є цілком логічним, адже ставка встановлюється централізовано Міністерством фінансів, яке прагне до виваженої стабільної політики, тож не може різко реагувати на ринкові чинники, хоча й поступово підлаштовується під них. Високий вплив лагового значення доходності частково пояснює незначимість облікової ставки в моделі. НБУ може довгий час тримати облікову ставку на одному рівні для забезпечення стабільності, а потім досить різко її змінити. Міністерство фінансів реагує на такі зміни більш плавно. Наприклад, той факт, що зростання ставки ОВДП в жовтні 2017 року склало менше половини від підвищення облікової ставки, свідчить про те, що не лише облікова

ставка визначає рух доходності ОВДП, а ще про те, що в бюджеті прописано обслуговування боргу, і уряд не може значно перевищувати передбачений план [38].

Dependent Variable: UKRBOND
 Method: Least Squares
 Date: 05/18/21 Time: 16:59
 Sample (adjusted): 2009M06 2020M09
 Included observations: 85 after adjustments
 Convergence achieved after 10 iterations
 White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.104828	1.390892	-0.794330	0.4294
UKRBOND(-1)	0.667501	0.134341	4.968698	0.0000
LENDING_RATE	0.284733	0.139097	2.047003	0.0440
NBU_RATE(-1)	-0.104396	0.110105	-0.948150	0.3460
DEPOS_DIFF(-2)	0.166279	0.085010	1.955992	0.0540
CPI_DIFF	0.167511	0.058936	2.842259	0.0057
AR(2)	0.311530	0.128000	2.433823	0.0172
R-squared	0.895200	Mean dependent var	14.63706	
Adjusted R-squared	0.887138	S.D. dependent var	4.444599	
S.E. of regression	1.493158	Akaike info criterion	3.718428	
Sum squared resid	173.9027	Schwarz criterion	3.919587	
Log likelihood	-151.0332	Hannan-Quinn criter.	3.799340	
F-statistic	111.0456	Durbin-Watson stat	2.046464	
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic	76.25737	
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

Рисунок 3.9 – Результат лінійної регресії доходності короткострокових облігацій державної внутрішньої позики

Джерело: Складено автором в програмі EViews8 за даними НБУ [26] та Держстату [37]

При зростанні різниці між ставками по депозитах в національній та іноземній валютах, що відображає девальваційні очікування, на одиницю, доходність короткострокових облігацій зростатиме на 17 процентних пунктів з лагом в два місяці, адже ринок має прийняти та усвідомити цей ризик. Вищий на 1 відсоток темп інфляції спричиняє зростання ставки ОВДП на 17 п.п.. Достатньо вагомим виявився вплив альтернативної вартості вкладання коштів для комерційних банків, адже зростання позичкової ставки комерційних банків на 1 % спричиняє зростання ставки ОВДП на 28 п.п..

Отже, в цьому пункті були проаналізовані складові частини ставки за облігаціями, а саме базова відсоткова ставка, премія за кредитні, інфляційні, валютні ризики, премія за строковість, надбавка, визначена впливом структурних і монетарних факторів, та попит уряду на гроші. Побудована модель лінійної регресії пояснює зміну ставки доходності короткострокових облігацій на 89% через лагове значення, валютні та інфляційні ризики та альтернативну доходність для основного інвестора – комерційних банків. З цієї моделі можна зробити певні висновки. Метою держави є здешевлення позичкових коштів, адже кошти витрачені на обслуговування держборгу можуть та мають бути витрачені з більшою користю – капітальні інвестиції, реформа інституцій або ж погашення зовнішнього боргу. Дана модель підтверджує теоретичні знання про інфляційну та валютну премію за ризики. Також модель виявляє досить значний вплив зваженої ставки за новими кредитами комерційних банків. Так як банки є основними кредиторами держави, логічно, що держава намагається забезпечити достатній для них рівень доходності. З одного боку, це добре, адже це показує, що держава грає за ринковими правилами, з іншого боку – така залежність від одного типу кредитора є небезпечним явищем, адже будь-які коливання та кризові явища банківської системи одразу відіб'ються у вищих витратах на обслуговування боргу для держави. Уряд вже робить кроки до диверсифікації кредиторів – частка нерезидентів зросла з'явилася така категорія як ОТГ. Також доцільним було б спростити процедуру та популяризувати такий інструмент вкладення для фізичних осіб. За даними НБУ у березні 2021 було у банківську систему було розміщено 40395 мільйонів гривень нових депозитів домашніх господарств строком до року із середньозваженою процентною ставкою 4,9%. В певній мірі ці ж кошти інвестуються в ОВДП банками, які при цьому намагаються отримати додатковий дохід. Інвестування в держоблігації безпосередньо населенням зменшило б їхню вартість для держави, адже альтернативний метод інвестування для фізичних осіб – депозити, які мають нижчу доходність. Отже, для здешевлення позичкових ресурсів для держави необхідно контролювати та тримати на низькому рівні девальвацію та інфляцію через

стабільну монетарну політику та диверсифікувати портфель інвесторів, збільшивши частку іноземних вкладників, юридичних та фізичних осіб та об'єднаних територіальних громад. На даному етапі розвитку ринку ОВДП, коли він досяг певного рівня ліквідності та надійності, держава може зробити акцент саме на фізичних особах, частка яких у структурі власників ОВДП є однією з найменших, але які при цьому мають вільні кошти та вкладають їх чи не в єдиний засіб інвестування – депозити, зі значно нижчою доходністю, ніж державні облігації.

3.3 Огляд ситуації на українському ринку корпоративних боргових цінних паперів

На відміну від ринку державних цінних паперів, який на сьогодні дійсно відіграє важливу роль в фінансуванні нашої держави, ринок корпоративних облігацій навпаки втратив в обсягах. Це можна побачити на рисунку 3.10.

З огляду на занепад ринку корпоративних боргових цінних паперів в цій частині будуть розглянуті причини цього, шляхи розвитку, а чинники впливу на дохідність будуть описані теоретично, а не методом моделювання, адже даних для побудови якісної моделі недостатньо – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку не оприлюднює або і не збирає інформацію по ставках цих БЦП, а окремі дані по найбільших емітентах 2019 року проаналізовані в попередній частині свідчать про відсутність ринкових умов (розміщення ТОВ «Сільпо-ФУД» та АТ ДТЕК Дніпровські електромережі були повністю викуплені пов'язаними сторонами, а борг Державної іпотечної установи є гарантованим державою).

Однією з причин згортання випусків облігацій підприємств є ефект витіснення ресурсів на користь державних облігацій. Цей ефект є можливим завдяки досить високій доходності по державних облігаціях при достатньому рівні надійності порівняно з підприємствами.

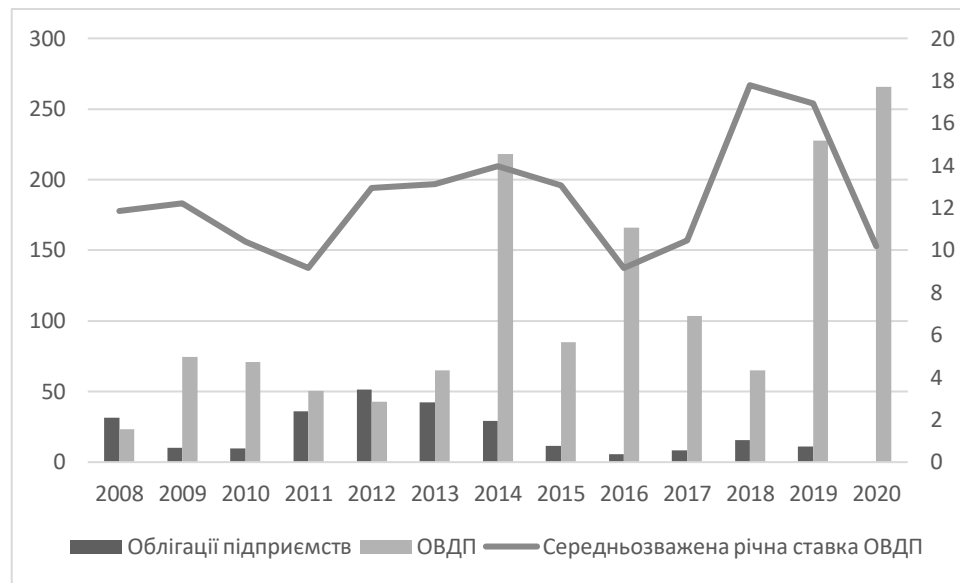


Рисунок 3.10 – Обсяг випусків облігацій внутрішньої державної позики та облігацій підприємств у 2008-2019 роках, млрд грн

Джерело: Складено автором за даними НБУ [26] та НКЦПФР [16]

Аналіз глобальних ринків капіталів свідчить про протилежну тенденцію до української – державні облігації витісняються з ринку корпоративними, які мають вищі відсоткові ставки. Дійсно, вже у 2016 році відсоткові ставки по десятирічним облігаціям США, Японії, Німеччини, Великої Британії досягли історичного мінімуму та становили від -0,1 до 1,8%, та з тих пір ситуація не змінилася [39]. З огляду на ці обставини можна припустити, що зниження ставок ОВДП може дати поштовх для розвитку ринку корпоративних облігацій – а це трапиться зі зниженням суверенного ризику українського уряду та загальним розвитком економіки. Ефект витіснення не є єдиною причиною застою на ринку облігацій підприємств. До інших належать:

- Загальна нерозвиненість ринку капіталів та його неякісна інфраструктура;
- Відсутність належного правового-нормативного забезпечення емісії, обігу та погашення корпоративних облігацій;

- Слабкість вітчизняних та надто високі ризики для міжнародних інституційних інвесторів;
- Високий рівень накладних витрат, пов'язаний з емісією облігацій;
- Відсутність або низький рівень кредитних рейтингів потенційних емітентів облігацій та тренд до випуску незабезпечених цінних паперів;
- Неготовність більшості українських підприємств до виходу на ринок капіталів через відсутність зрозумілих правил гри на ньому, неякісний менеджмент та невиконання критеріїв корпоративного управління.

Перед регулятором стоїть задача укласти хороше підґрунтя подальшого становлення та розвитку цього напрямку фондового ринку. Для його ефективного функціонування має бути розроблене чітке нормативне поле, а базові речі прояснені для всіх учасників, аби вони раціонально приймали рішення. До таких базових речей належить премія за ризик вкладень в облігації. Чітка ідентифікація факторів впливу на ринковий курс та доходність є запорукою розробки заходів щодо зниження відсоткових ставок за облігаціями, а отже здешевлення ресурсів для корпоративного сектору економіки.

Премія за ризик вкладень у корпоративні облігації залежить від ймовірності невиконання зобов'язань за ними – таку гіпотезу вперше висунув у 1959 році Л. Фішер [40]. З іншого боку, премія за ризик це той розмір компенсації, який вимагають інвестори за взяття на себе додаткових ризиків, переважно кредитного, порівняно з бенчмарком. Тобто премія є перевищенням доходності відповідного боргового інструменту над доходністю безризикового боргового інструменту відповідного періоду погашення, або спредом доходності. Бенчмарком може бути дохідність державних облігацій або середня дохідність на ринку. Отже, основним компонентом спреда доходності вважається кредитний ризик – ймовірність дефолту емітента, що описується кредитним рейтингом. Проте емпіричні дослідження іноземних вчених, таких як Ю. Фама, К. Френча [41], Е. Елтона, М. Грубера [42] та інших показують, що

крім кредитного ризику на спред впливають і інші фактори. Основні чинники, що впливають на доходність облігацій підприємств, можна описати так:

- Ризики дефолту емітента та потенціал розвитку підприємства (кредитна компонента);
- Базова ставка та довгострокові відсоткові ставки на фінансовому ринку (компонента відсоткових ставок);
- Ліквідність ринку капіталів (компонента ліквідності);
- Рівень інфляції та розвитку економічної кон'юнктури (макроекономічна компонента);
- Інформаційні ризики (біхевіористична компонента).

Ставка доходності по облігаціях підприємств є чутливою до зміни ставки по державних облігаціях, адже вона є базовою частиною, на яку накладаються додаткові ризики емітента. Проте згідно досліджень компонента відсоткових ставок в меншій мірі визначає ставку доходності, аніж інші складові. Так, Ян Лу у своїй праці визначив, що на розвинених ринках волатильність ставок корпоративних облігацій на 57% визначається впливом кредитних ризиків, другим за впливовістю є ризик ліквідності і далі – ризик відсоткових ставок [43], що логічно, адже базова ставка на розвинених ринках є досить стабільною на відміну від ринків країн, що розвиваються. Але найбільшою проблемою на ринках, що розвиваються, є низька ліквідність, якій поступається проблема нестабільності відсоткових ставок. Адже навіть платоспроможне підприємство може стикнутися з проблемою реалізації боргових цінних паперів на практично відсутньому ринку, що змушує його доплачувати інвесторам у вигляді вищої доходності за такі позики. Ризик ліквідності є дійсно найбільш значимим для України в тому числі, адже це проблема середовища, конкретне підприємство не може на нього вплинути, а змушене позичати під вищу ставку, що робить використання такого інструменту загалом менш привабливим, ніж та сама позика у банку. Відсутність активного фондового ринку та банкоцентрична

система, що є на сьогодні в Україні, це одночасно причина й наслідок одне одного, та аби дати можливість економіці розвиватися це коло треба порушити.

Потенційними компаніями-емітентами, що мають потребу в фінансуванні через випуск облігацій підприємств є [44]: середні і крупні компанії, які мають змогу реалізовувати крупні інвестиційні проекти; компанії в хорошому фінансовому стані, з надійними показниками ліквідності та платоспроможності та з можливістю отримати високий кредитний рейтинг; компанії на ринках, що динамічно розвиваються, адже це зумовлює потребу не тільки в поточному фінансуванні, а й довгостроковому.

До способів розвитку ринку можна віднести [45]:

- створення національних рейтингових агентств користуючись міжнародним досвідом, при цьому забезпечивши довіру інвесторів, емітентів та інших учасників ринку до кредитних оцінок таких агентств
- випуск конвертованих облігацій (тобто тих, які можна за бажанням перетворити на акції, але які при цьому менш волатильні)
- випуск облігацій під заставу обладнання, товарних облігацій
- створення цінових центрів, які займалися б збором та аналізом інформації про емітентів та надавали б доступ до неї зацікавленим інвесторам
- удосконалення законодавства – спрощення умов для випуску облігацій підприємства
- створення на базі центрального депозитарію єдиного центру корпоративної інформації
- розвиток ринку облігацій з плаваючою ставкою або інших інструментів доцільних для нестабільної української економіки
- оптимізація регулювання процедури емісії облігацій.

Виконавши такі базові кроки можна вивести із застою ринок корпоративних облігацій, який дав би поштовх для розвитку української економіки [46]. Дійсно, в ринковій економіці самого поштовху має бути достатньо, адже будь-який ринок здатний розвиватися та удосконалюватися самостійно, проте для цього необхідно забезпечити фундаментальні речі, такі як нормативна база, інституцій, ефективна судова система, вільний ринок – в цьому роль держави.

У третьому розділі була розглянута ситуація на українському ринку державних та корпоративних облігацій. Ринок ОВДП є більш розвиненим, а найактивніше використовуються короткострокові інструменти, тому саме їхня доходність була змодельована. В результаті було отримано, що чинниками впливу є темп зростання інфляції, валютний ризик та середньозважена ставка за новими кредитами комерційних банків. Українські державні облігації носять вищий ризик, ніж американські, що й було підтверджено в моделі. Для здешевлення вартості позик держави рекомендується надалі таргетувати інфляцію, сприяти стабільності обмінного курсу, а також диверсифікувати портфель інвесторів, звернувши окрему увагу на фізичних осіб. На відміну від державних облігацій, для корпоративних не було проведено моделювання, адже з такими низькими обсягами емісії в цьому сегменті важливіше звернути увагу спершу на становлення ринку, а вже потім на його ефективне функціонування та зниження вартості інструментів. Для розширення ринку рекомендується спершу налагодити інфраструктуру, прописати зрозумілі й прості правила гри для учасників, створити рейтингове агентство, здатне досягти довіри інвесторів, переглянути оподаткування на доходи від таких облігацій, а також розвивати ринок держоблігацій, поступово знижуючи їхню дохідність, адже зараз цей сегмент завдяки низьким ризикам та звільненням від оподаткування переманює інвесторів з інших сегментів фондового ринку..

ВИСНОВКИ

У даній роботі було проаналізовано таке достатньо широке поняття як ринок боргових цінних паперів, його тренди у світовій та українській практиці та чинники впливу на доходність боргових цінних паперів в залежності від їхнього типу – державні чи корпоративні. Було визначено, що український ринок боргових цінних паперів загалом розвинений недостатньо аби повністю виконувати свої функції, а сильнішою частиною є ринок державних облігацій внутрішньої позики, який навіть частково пригнічує розвиток корпоративного сегменту перетягуючи на себе інвесторів. Хоча й ринок державних облігацій дійсно почав розвиватися лише 5 років тому, проте вже досяг певного рівня ліквідності та ефективності. Це дає надію на швидкий розвиток ринку облігацій підприємств, який потребує поштовху у вигляді запровадження ефективних інституцій та правового регулювання.

Щодо державних цінних паперів, то їхня доходність досить сильно визначається макроекономічними факторами, такими як інфляція, рівень облікової ставки та економічного зростання. Безризиковими вважаються американські облігації, а побудована модель це підтвердила, адже для цих облігацій нарощення державного боргу негативно впливає на доходність бондів, тобто кредитний ризик не закладається в їхню вартість, якщо не казати що віднімається. Для України ситуація дещо інша, адже на ставку доходності позитивно впливають певні ризики: інфляційні, валютні, кредитні – що закладаються у вартість позики для держави у вигляді додаткових премій для інвестора, що є додатковими витратами для уряду. З огляду на це, для здешевлення цієї вартості необхідно покращувати інфляційні очікування інвесторів стабільно утримуючи інфляцію на низькому рівні та мінімізувати валютні ризики шляхом стабільного курсу та зменшення рівня доларизації економіки.

На ринку корпоративних облігацій ситуація дещо інша, адже самі угоди, що на ньому відбуваються, не можна назвати ринковими – ліквідність низька, частина позик гарантується державою, а інша – розміщується в руках пов'язаних осіб. Для запровадження ефективного функціонування цієї частини ринку боргових цінних паперів держава має зробити певні кроки, а також знизити суверенний ризик, адже відносно високі ставки доходності ОВДП переманюють інвесторів, а для виходу на міжнародну арену компанії змушені пробивати суверенну стелю у вигляді досить низького кредитного рейтингу країни. Проте можна простежити, що світові тенденції цьому сприяють – після кризи інвестори очікують відновлення країн, що розвиваються, цього року, а зниження якості цінних паперів на світовому ринку сигналізують про готовність інвесторів вкладатися в ризикові українські облігації. Отже, цього року критично важливо використовувати цей шанс – з боку держави забезпечити стабільні умови та удосконалити механізми ринку боргових цінних паперів, з боку компаній – шукати нові шляхи фінансування крім банківського кредиту. Діяти потрібно вже зараз, адже Україна і так знаходиться в сумнівній позиції у світовій економіці, сусідні країни розвиваються швидше, тож ми ризикуємо стати сировинним придатком для них. Щоб цього уникнути важливо розвивати такий необхідний, але такий занедбаний в нашій країні сегмент як фондовий ринок.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України. Поточна редакція — Редакція від 24.09.2020
2. Цінні папери: підручник / В.Д. Базилевич, В.М. Шелудько, Н.В. Ковтун та ін.; за ред. В.Д. Базилевича. – К.: Знання, 2011. – 1094 с. – (Серія «Класичний університетський підручник»).
3. Пальчевич Г.Т., Подплетній В.В. Ринок цінних паперів: Навчальний посібник. – Кіровоград: ТОВ ПВЦ «Мавік», 2002. – 238 с.
4. Петренко І. П. Видова систематизація боргових цінних паперів. ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». URL: <https://sworld.education/simpoz7/13.pdf>
5. Фондовий ринок: підруч. : у 2 кн. / [В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.] ; за ред. В. Д. Базилевича ; Київ. нац. ун-т ім. Тараса Шевченка. - Київ : Знання. - Кн. 2. - 2016. - 687 с.
6. Германенко Л.М., Барабан Л.М. Перспективи розвитку ринку боргових фінансових інструментів в Україні. Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. Випуск 2 (21), 2016. С. 63-70.
7. Петренко І.П. Досвід США у використанні боргових цінних паперів для проектного фінансування: державний та муніципальний сектор. Ефективна економіка №9, 2011. URL: <https://core.ac.uk/download/pdf/197275648.pdf>
8. Лаврик О.Л., Коваленко Т.А. Інструменти фінансового ринку в умовах глобалізації. Економічний аналіз. 2017. Том 27. №4. С. 133-138.
9. Грабчук О.М. Світовий досвід використання фінансових інструментів для регулювання стану національної економіки. Ефективна економіка №2, 2012. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=936>

10. Дікун А. Чи є сенс у муніципальних облігаціях. Український тиждень. 2020.
URL: <https://tyzhden.ua/Economics/249310>
11. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів: Закон України. Поточна редакція – Прийняття від 19.06.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-IX#Text>
12. Зелені облігації – перспективний інструмент для енергомодернізації українських міст. Новини Урядового порталу 26.08.2020. URL: <https://www.kmu.gov.ua/news/zeleni-obligaciyi-perspektivnij-instrument-dlya-energomodernizaciyi-ukrayinskih-mist>
13. Зелені облігації в Україні. Новини юридичної фірми Everlegal 18.09.2020. URL: <https://everlegal.ua/zeleni-obligatsiyi-v-ukrayini>
14. Зелені облігації в Україні як механізм залучення інвестицій в проекти відновлюваної енергетики та енергоефективності. Презентація Держенергоефективності України. URL: <https://saee.gov.ua/sites/default/files/8.%20A.%20Frolov.pdf>
15. Перспективи розвитку ринку «зелених» облігацій в Україні. 21.05.2019. Стаття з онлайн платформи ЛІГА:Закон. URL: https://jurliga.ligazakon.net/analytics/186379_perspektivy-razvitiya-rynka-zelenykh-obligatsiy-v-ukraine
16. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/>
17. Офіційний сайт статистики Світового банку. URL: <https://data.worldbank.org/>
18. International capital market association <https://www.icmagroup.org/>
19. Çelik, S., G. Demirtaş and M. Isaksson (2020), “Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy”, OECD Capital Market Series, Paris. URL: www.oecd.org/corporate/Corporate-Bond-Market-Trends-Emerging-Risks-and-Monetary-Policy.htm

20. Caron J. 2021 Bond market outlook: Finding yield in a recovery. Feb 1, 2021. Morgan Stanley.
21. Beers B. Which economic factors impact Treasury yields? Sep 10, 2019. URL: <https://www.investopedia.com/ask/answers/062315/which-economic-factors-impact-treasury-yields.asp#:~:text=There%20are%20a%20number%20of,influence%20each%20othe%20as%20well.>
22. Federal Reserve Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/>
23. Hayes A. What economic factors influence corporate bond yields? Apr 14, 2021. URL: <https://www.investopedia.com/ask/answers/051215/what-economic-factors-influence-corporate-bond-yields.asp#:~:text=The%20economic%20factors%20that%20influence,credit%20rating%20and%20industry%20sector>
24. Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D. Fundamentals of corporate finance. Ninth edition.
25. Gabbi G., Sironi A. Which factors affect corporate bonds pricing? Empirical evidence from Eurobonds primary market spreads. May 2002.
26. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/>
27. Україна: розбудова ринку облігацій. 04.11.2019. URL: [Україна: розбудова ринку облігацій внутрішньої державної позики \(worldbank.org\)](https://worldbank.org/ukraine/bond-market-development)
28. Вінокуров Я. 09.12.2020. «Піраміда» Шмигала: уряд знайшов спосіб перекрити «дірку» в бюджеті. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2020/12/9/668973/>
29. Марчак Д., Корнилюк А., Корж Б., KSE, VoxUkraine. 08.12.2020. Мінус 100 мільярдів в бюджеті. Чи зможе Кабмін закрити всі видатки. URL: <https://www.epravda.com.ua/rus/publications/2020/12/8/668924/>
30. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk>

31. Газета Кабінету Міністрів України «Урядовий кур'єр». URL: <https://ukurier.gov.ua/uk/>
32. Писарев О. 07.12.2020. Корпоративні облігації: чи реально заробити 25% річних. URL: <http://uul.com.ua/2020/korporatyvni-obligatsiyi-chy-realno-zarobyty-25-richnyh/>
33. Зовнішній борг України на кінець 2020 року. НБУ. URL: https://bank.gov.ua/files/ES/ExDebt_y.pdf
34. Зовнішній борг України (за методологією МВФ, КПБ 6). НБУ. URL: https://bank.gov.ua/files/ES/ZB_q.pdf
35. Зінченко Ф. Міжнародний ринок боргових цінних паперів. Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право. 2016. №2. С. 99-116.
36. Богдан Т. Визначальні фактори впливу на рівень відсоткових ставок за ОВДП та економетричні моделі відсоткових ставок. Вісник НБУ. Листопад 2012. С. 17-25.
37. Офіційний сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
38. Котович Т. Як облікова ставка впливає на доходність ОВДП. 17.11.2017. URL: [ICU - Як облікова ставка впливає на доходність ОВДП](#)
39. Стецько М.В. Інструментарій корпоративних облігацій у фінансуванні підприємств. Економічний аналіз. 2017 рік. Том 27. № 2. С. 57-67.
40. Fisher, L. Determinants of Risk Premiums on Corporate Bonds / L. Fisher // Journal of Political Economy. – 1959. – Vol. 67, No. 3. – Pp. 217-237.
41. Фама, Е. F. Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds / Фама Е. F., Фенч К. R. // Journal of Financial Economics. – 1989. – Vol. 25. – No. 1. – Pp. 23-49.
42. Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds / Е. J. Elton, М. J. Gruber, D. Agrawal, C. Mann // Journal of Finance. – 2001. – Vol. 56. – No. 1. – Pp. 247-277.

43. Yun, Lu. Risikoprämien von Unternehmensanleihen: eine theoretische und empirische Untersuchung / Lu. Yun. – Dresden: Techn. Univ., 2013 – 224 p
44. Лютий І. Формування механізму управління емісійною діяльністю підприємства на ринку облігацій / І. Лютий, Т. Нічосова // Фінанси України. – 2008. – № 6. – С. 45–53.
45. Руденко В.В. Перспективи використання корпоративних облігацій як джерела залучення фінансових ресурсів в Україні. Східна Європа: економіка, бізнес та управління. Випуск 2 (07) 2017. С. 262-268.
46. Тисяк О.Б. Особливості функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні. Ефективна економіка №6, 2013. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2101>
47. Лубкей Н.П. Державні цінні папери як інструмент боргової політики держави. Глобальні та національні проблеми економіки. Випуск 14. 2016. С. 824-828.
48. Park J. Brazil's Capital Market: Current Status and Issues for Further Development. IMF Working Paper. 2012. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12224.pdf>
49. Мошенський С.З. Ринок єврооблігацій: стан та особливості функціонування. Міжнародний збірник наукових праць. Випуск 1 (16). С. 150-157.
50. Chen J. Investment grade. Mar 5, 2020. URL: <https://www.investopedia.com/terms/i/investmentgrade.asp>
51. Дегтярєва Н.В., Афоніна Є.В. Інноваційні інструменти світового ринку боргових цінних паперів. Фінанси, облік і аудит. 2012. № 19. С. 46-54.
52. Інформаційний сервіс World government bonds. URL: [World Government Bonds - Daily updated yields](#)
53. Bai J., Bali T.G., Wen Q. Common risk factors in the cross-section of corporate bond returns. November 2016.
54. Elton E., Mann C., Gruber M. Factors affecting the valuation of corporate bonds. February 2002.

Додаток А

Результати тестів для оцінки адекватності моделі лінійної регресії доходності облігацій Казначейства США (вище LM-тест, посередині матриця кореляцій, нижче тест Жака-Берра)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.105624	Prob. F(2,719)	0.1225
Obs*R-squared	4.244956	Prob. Chi-Square(2)	0.1197

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/18/21 Time: 18:45

Sample: 1960M04 2020M12

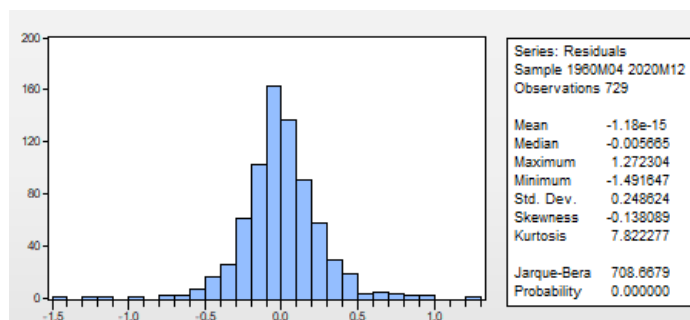
Included observations: 729

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.020385	0.190430	-0.107048	0.9148
T_BOND(-1)	-0.002110	0.010148	-0.207945	0.8353
CPI	-0.003838	0.033384	-0.114964	0.9085
LOG(GDP)	0.016474	0.101075	0.162990	0.8706
LOG(DEBT)	-0.013782	0.082617	-0.166820	0.8676
FEDFUNDS	0.000604	0.007566	0.079887	0.9363
AR(1)	-0.144674	0.309542	-0.467382	0.6404
AR(2)	0.166013	0.106305	1.561667	0.1188
RESID(-1)	0.163046	0.312265	0.522139	0.6017
RESID(-2)	-0.139203	0.181220	-0.768146	0.4427

R-squared	0.005823	Mean dependent var	-1.18E-15
Adjusted R-squared	-0.006622	S.D. dependent var	0.248624
S.E. of regression	0.249446	Akaike info criterion	0.074475
Sum squared resid	44.73861	Schwarz criterion	0.137461
Log likelihood	-17.14619	Hannan-Quinn criter.	0.098777
F-statistic	0.467917	Durbin-Watson stat	1.992684
Prob(F-statistic)	0.896390		

Correlation					
	T_BOND	CPI	FEDFUNDS	DEBT	GDP
T_BOND	1.000000	0.406709	0.905354	-0.669449	-0.610181
CPI	0.406709	1.000000	0.486908	-0.283895	-0.283675
FEDFUNDS	0.905354	0.486908	1.000000	-0.629463	-0.596013
DEBT	-0.669449	-0.283895	-0.629463	1.000000	0.957654
GDP	-0.610181	-0.283675	-0.596013	0.957654	1.000000



Додаток Б

Результати тестів для оцінки адекватності моделі лінійної регресії доходності український ОВДП (вище LM-тест, посередині матриця кореляцій нижче тест Жака-Берра)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.500507	Prob. F(2,76)	0.0888
Obs*R-squared	5.247913	Prob. Chi-Square(2)	0.0725

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/18/21 Time: 17:55

Sample: 2009M06 2020M09

Included observations: 85

Presample and interior missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.251411	1.589962	0.158124	0.8748
UKRBOND(-1)	0.011704	0.104276	0.112237	0.9109
LENDING_RATE	-0.043229	0.144740	-0.298667	0.7660
NBU_RATE(-1)	0.028635	0.091528	0.312857	0.7552
DEPOS_DIFF(-2)	0.001804	0.081480	0.022135	0.9824
CPI_DIFF	-0.020820	0.057657	-0.361094	0.7190
AR(2)	-0.243322	0.151319	-1.608006	0.1120
RESID(-1)	-0.015280	0.148459	-0.102922	0.9183
RESID(-2)	0.426023	0.190504	2.236293	0.0283

R-squared	0.061740	Mean dependent var	4.99E-10
Adjusted R-squared	-0.037024	S.D. dependent var	1.438843
S.E. of regression	1.465237	Akaike info criterion	3.701758
Sum squared resid	163.1659	Schwarz criterion	3.960392
Log likelihood	-148.3247	Hannan-Quinn criter.	3.805788
F-statistic	0.625127	Durbin-Watson stat	1.987372
Prob(F-statistic)	0.754203		

Correlation					
	UKRBOND	CPI_DIFF	NBU_RATE	LENDING_R...	DEPOS_DIFF
UKRBOND	1.000000	0.535291	0.652242	0.645044	0.606630
CPI_DIFF	0.535291	1.000000	0.445676	0.362854	0.108621
NBU_RATE	0.652242	0.445676	1.000000	0.540500	0.690723
LENDING_R...	0.645044	0.362854	0.540500	1.000000	0.487422
DEPOS_DIFF	0.606630	0.108621	0.690723	0.487422	1.000000

