

DOI: 10.31617/1.2024(155)09  
УДК: 339.13:336.763.3=111

**ЖУРАХОВСЬКА Людмила,**  
к. е. н., доцент кафедри банківської справи  
Державного торговельно-економічного  
університету  
вул. Кіото, 19, м. Київ, 02156, Україна

ORCID: 0000-0003-3745-0155  
l.zhurakhovska@knute.edu.ua

**ЛЯШЕНКО Сергій,**  
магістр, аспірант кафедри банківської справи  
Державного торговельно-економічного  
університету  
вул. Кіото, 19, м. Київ, 02156, Україна

ORCID: 0000-0002-5656-5145  
s.lyashenko@knute.edu.ua

## ЕВОЛЮЦІЯ УКРАЇНСЬКОГО РИНКУ ЄВРОБОНДІВ

*Ринок українських євробондів стане критично важливим ресурсом для залучення коштів у повоєнні роки. Це потребує вивчення кількісними аналітичними методами факторів, які впливають на цей ринок, але такі дослідження на сьогодні практично відсутні. Мета статті – провести періодизацію ринку українських євробондів, виявити закономірності його функціонування та проаналізувати взаємозв'язок ризику і доходності. Гіпотеза: між доходністю євробондів і систематичним ризиком може існувати позитивна кореляційна залежність. Виявлено п'ять основних етапів розвитку ринку євробондів українських емітентів (включно з корпоративними випусками). Проаналізовано головні фактори, які впливали на обсяги та доходність при розміщенні випусків у 2001–2021 рр. на кожному із перших чотирьох етапів розвитку ринку. Показано, що розподіл емітентів корпоративних євробондів за сумарним обсягом емісії є класичним розподілом з "довгим хвостом" і пояснено причини виникнення такого розподілу. Методами регресійного аналізу проаналізовано зв'язок суверенного ризику України і купонної доходності при розміщенні корпоративних українських євробондів. Виявлено дві ринкових "аномалії" на ринку українських євробондів: існування періодів перевищення середньої купонної доходності державних євробондів*

**ZHURAKHOVSKA Liudmyla,**  
PhD (Economics), Associate Professor  
of the Department of Banking  
State University of Trade and Economics  
19, Kyoto St., Kyiv, 02156, Ukraine

ORCID: 0000-0003-3745-0155  
l.zhurakhovska@knute.edu.ua

**LYASHENKO Sergiy,**  
Master, Postgraduate student  
of the Department of Banking  
State University of Trade and Economics  
19, Kyoto St., Kyiv, 02156, Ukraine

ORCID: 0000-0002-5656-5145  
s.lyashenko@knute.edu.ua

## EVOLUTION OF THE UKRAINIAN EUROBOND MARKET

*The Ukrainian Eurobond market will become a critically important source for raising funds in the post-war years. This requires a quantitative analytical study of the factors affecting this market, but such studies are practically non-existent today. The aim of the article is to design the periodization of the Ukrainian Eurobond market, reveal the regularities of its functioning and analyze the interrelation of the risk and return. There is an hypothesis, as: Eurobond return rate can be positively correlated with the systematic risk. Five main stages of development of the Ukrainian Eurobond market (including corporate issues) were found. The main factors were analyzed that influenced the volumes and the coupon rate at the placement of the 2001–2021 issues at each of the first four stages of market development. It is shown that the distribution of issuers of corporate Eurobonds by the total volume of issues is a classic distribution with the "fat tail" and the reason for this distribution were shown. Regression analysis methods were used to analyze the relationship between sovereign risk of Ukraine and coupon rate at the placement of the corporate Ukrainian Eurobonds. Two market "anomalous" in the Ukrainian Eurobond market were found out: periods with exceeding of average coupon rate at the placement of the government Ukrainian Eurobonds over the same rate of the*



Copyright © Автор(и). Це стаття відкритого доступу, яка розповсюджується на умовах ліцензії Creative Commons Attribution License 4.0 (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)

Україні над цим показником для корпоративних євробондів; зниження суверенного ризику в середньому супроводжувалось зростанням купонної дохідності при розміщенні корпоративних українських євробондів. Перша "аномалія" пояснена підвищеним оптимізмом інвесторів наприкінці 10-х – початку 20-х років. Друга пов'язана зі швидким розширенням ринку і залученням відносно ризикових корпоративних емісій. На прикладі євробондів "Vodafone Україна" досліджено вплив введення воєнного стану та реструктуризаційних подій на ціни і дохідність до погашення українських корпоративних єврооблігацій протягом 2021–2023 рр.

*Ключові слова:* євробонди, єврооблігації, облігації, первинне розміщення, обсяг випуску, купонна ставка дохідності, розподіл з "довгим хвостом", ринкові аномалії, дохідність до погашення, суверенний ризик, воєнний стан.

*corporate Ukrainian Eurobonds; decreasing of the sovereign risk statistically accompanied with increasing of the average coupon rate at the placement of the corporate Ukrainian Eurobonds. The first "anomaly" explained by the increased optimism of investors in the late 10s and early 20s. The second "anomaly" associated with the rapid expansion of the market and the attraction of relatively risky corporate issues. Using the example of "Vodafone Ukraine" Eurobonds, the influence was analyzed of the introduction of martial law and restructuring events on prices and yield to maturity of the Ukrainian corporate Eurobonds in 2021–2023 years.*

*Keywords:* Eurobonds, bonds, initial placement, issue volume, coupon rate, fat tail distribution, market anomalies, yield to maturity, sovereign risk, martial law.

JEL Classification: E 44, G 15, H 81.

## Вступ

Недостатня ємність внутрішнього ринку запозичень спонукає українських емітентів шукати можливості виходу на зовнішні ринки. Євробонди є одним із ефективних засобів отримання валютних ресурсів як державою Україна, так і приватними підприємствами. Поглиблення євроінтеграції країни неодмінно приведе до розширення можливостей випуску єврооблігацій.

Про взаємний інтерес свідчить, зокрема, випуск у 2019 р. першого за 15 років суверенного євробонду, який номінований у євро (Мінфін України, 2019, 13 червня), після чого було ще кілька випусків суверенних і корпоративних євробондів, але більшість номіновані в доларах США.

Можна сподіватися, що для післявоєнної відбудови зі зростанням кредитного суверенного рейтингу України єврооблігації використовуватимуться у висхідних обсягах. Але, з погляду економічної ефективності, емітент має зважати на баланс запропонованої дохідності й бажаного обсягу випуску. Визначення цього балансу на ринках, що розвиваються, до яких належить Україна, має враховувати багато специфічних локальних факторів. Проте ці питання майже не висвітлено в науковій літературі.

Головним нормативним документом з випуску єврооблігацій є Директива Ради європейських співтовариств (*Council of the European Communities*) 89/2298/ЕЕС від 17 квітня 1989 р. (*Council Directive 89/298/ЕЕС*, 1989).

Історію розвитку та особливості ринку єврооблігацій детально викладено у працях зарубіжних вчених. Так, у книгах Aquanno (2021),

*Bertocchietal* (2014), *Michie* (2021) проаналізовано розвинені європейські ринки євробондів, але не розглянуто ринки, що розвиваються. У працях *Motamen-Scobieetal* (1999) та *O'Malley* (2015) детально викладено історію розвитку ринків євробондів, що може бути цікаво з точки зору зіставлення ранніх стадій розвитку зазначених ринків із відносно молодим ринком євробондів України. *Choudhry et al.* (2014) наведено теоретичні засади розрахунків за євробондами і загальні відомості про відповідні ринки, але мало уваги приділено випускам у країнах, що розвиваються.

Окремі дослідження стосуються особливостей ринків євробондів, емітованих у країнах, що розвиваються. Україні може бути корисним досвід деяких африканських країн щодо реструктуризації євробондів (*Bradlow, 2022; Smith, 2021*). У монографії *Pilbeam* (2023, р. 309) наведено оцінки середньої дохідності євробондів у країнах із помірним рівнем ризику (Китай, Польща, ПАР) та з великим рівнем ризику (Бразилія, Мексика), які показують пряму залежність між дохідністю і ризиком. У ґрунтовному дослідженні *Fabozzi* (2021), серед іншого, наведено інформацію про євробонди, випущені на розвинених ринках (наприклад в Аргентині), а також окремі показники ринку запозичень України. Заслугове уваги книга, значна частина якої присвячена дослідженню намагань росії послабити Україну у 2013–2015 рр. шляхом тиску із використанням державних євробондів, випущених під час президентства Януковича (*Hess, 2023*).

Отже, в закордонних монографіях практично не відображено історії ринку українських єврооблігацій.

Використання зарубіжного досвіду потребує урахування того, що Україна є країною, що розвивається, – так званою *emerging market* – і, відтак, зоною підвищеного ризику для інвесторів. Починаючи з 2022 р., головним фактором ризику для нових емісій єврооблігацій є активні бойові дії, і українські ризики стали для інвесторів у євробонди занадто великими навіть у порівнянні з іншими країнами, що розвиваються (*OECD, 2023*).

Історію українського ринку єврооблігацій викладено у статтях вітчизняних авторів (Галещук, 2017; Криворучко, 2009; Ливдар & Панюш, 2017; Хаєцька, 2011; Шуба, 2013). Але більшість цих публікацій має описовий характер. Хоча фінансовим ринкам властива циклічність, треба зазначити суттєву обмеженість можливості використання історичних прецедентів для прийняття фінансових рішень майбутніми емітентами й інвесторами.

Праці, у яких для аналізу українського ринку єврооблігацій використовувалися кількісні аналітичні методи, поки що поодинокі, наприклад (Ткачук, 2017). У цій роботі розглядається динаміка п'яти українських корпоративних євробондів і робиться висновок щодо позитивного зв'язку ціни із суверенним рейтингом. Проте цей висновок

має якісний характер і робиться тільки на основі даних за 2016–17 рр. Динаміка дохідності українських євробондів у 2022 р. напередодні повномасштабного вторгнення розглядається у праці Халапсус (2022). Федевич та Жукова (2023) проаналізували роль єврооблігацій у структурі державного боргу України. У цій публікації робиться важливий висновок щодо впливу міжнародних відсоткових ставок та суверенного кредитного рейтингу України на ринок державних українських євробондів. У всіх цих працях відсутній кількісний аналіз зв'язку цін і дохідності українських єврооблігацій з економічними та фінансовими показниками.

Окремим напрямом вивчення ринку українських євробондів є вимірювання боргової безпеки України. Хоча цей напрям досліджень лежить за межами предмету цієї роботи, у відповідних статтях (Дахнова, 2019; Чеберяко & Закрушевський, 2023) розглядається важливий індикатор українського ринку облігацій (який включає ринок єврооблігацій) – це Індекс *EMBI (Emerging Markets Bond Index)* + Україна. Проте детальну динаміку індексу не наведено і, відповідно, статті не містять кількісного аналізу зв'язку цього індикатора з іншими фінансовими й економічними показниками.

До цих робіт примикає стаття Бліщук (2022) – одна з нечисленних праць, яка розглядає перспективи ринку українських євробондів в умовах повномасштабної війни. Науковець вважає можливим випуск євробондів під гарантії уряду США. Проте автори цієї статті вбачають такий сценарій малоімовірним.

Отже, авторам невідомі статті, де кількісними аналітичними методами досліджується зв'язок показників ринку українських євробондів та економічних індикаторів. Якісні судження щодо впливу суверенного рейтингу на ціни українських єврооблігацій поки що не були підтверджені кількісним аналізом. Більш широке застосування кількісних методів для детального вивчення українських євробондів та виявлення об'єктивних показників для аналізу цього ринку має створити підґрунтя для повернення довіри закордонних інвесторів у повоєнний період, коли Україні треба буде запозичити великі кошти для відбудови.

Ринок українських євробондів, попри його важливість для залучення коштів як державою, так і корпораціями, недостатньо вивчався кількісними аналітичними методами. Якісні спостереження, наприклад позитивний зв'язок дохідності й суверенного ризику, не перевірені кількісними методами на великих проміжках часу.

Мета статті – провести поділ історії ринку українських євробондів на періоди та виявити закономірності функціонування цього ринку; аналітичними методами виявити вплив економічних факторів, у тому числі суверенного ризику, на дохідність українських євробондів. Це має надати додаткові засоби: інвесторам – для прогнозування на

цьому ринку, емітентам – для визначення оптимальних об'ємів та запропонованої дохідності розміщення.

Висунуто гіпотезу, що для ринку євробондів України повинна існувати позитивна кореляція між ризиком і дохідністю (правило "*highrisk – highreturn*"). Гіпотеза підтверджена частково, оскільки виявлено ринкові "аномалії", за рахунок яких це правило порушувалось у певні досить тривалі періоди.

Ключовий метод дослідження – статистичний аналіз, який використаний авторами для обробки первинних даних з випуску та розміщення облігацій і виявлення статистичних закономірностей.

Інформаційною базою дослідження стали дані з випусків українських єврооблігацій (як державних, так і корпоративних), надані проектом *CBonds* (б. д.). Для крос-валютних розрахунків використано дані щодо курсів валют Національного банку України (б. д.). Також застосовано дані про динаміку S&P рейтингу України (*Trading Economics, n. d.*).

Треба зазначити, що недостатність відкритих джерел фінансової інформації є суттєвою перешкодою для кількісного аналізу українських євробондів. Так, котирування суверенних, банківських та корпоративних єврооблігацій наявні у відкритому доступі на сайті *Dragon Capital* (2023) лише на поточну дату. Проте історичні дані про котирування українських євробондів у відкритому доступі відсутні.

У трьох розділах основної частини статті проведено кількісне аналітичне дослідження випусків та обігу українських єврооблігацій, на базі якого розроблено періодизацію розвитку ринку українських євробондів; аналіз динаміки обсягів і дохідності випусків українських єврооблігацій та впливу політико-економічних факторів і суверенного ризику на дохідність українських єврооблігацій; на основі цього аналізу виявлено два типи довгострокових аномалій зв'язку суверенного ризику та дохідності при розміщенні на ринку українських єврооблігацій. Досліджено вплив воєнного стану та інвестиційних подій на динаміку цін і дохідності до погашення на прикладі єврооблігацій "*Vodafone Україна*".

## 1. Періодизація ринку українських євробондів

Ринок єврооблігацій України – це, з одного боку, джерело залучення фондів емітентами, а з іншого – високодохідний, хоча й ризиковий актив для інвесторів (*Fabozzi, 2021, с. 378*).

Законодавство України не дає спеціалізованого визначення для єврооблігацій, і тому до державних єврооблігацій слід застосовувати загальне визначення, надане у Законі України "Про ринки капіталу та організовані товарні ринки" № 3480-IV (2006): "Облігації зовнішньої державної позики України – це цінні папери, що розміщуються на міжнародних ринках капіталу і підтверджують зобов'язання України

щодо відшкодування пред’явникам цих облігацій їхньої номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій". Відтак, з погляду цього закону, саме державні облігації є класичними "єврооблігаціями", на відміну від випусків корпоративних емітентів. Бажано, щоб на законодавчому рівні була явним чином зафіксована наявна практика випуску єврооблігацій підприємствами і банками.

Закон також дає змогу проводити розміщення облігацій зовнішніх місцевих позик. Але ми поки що маємо лише поодинокі приклади розміщення євробондів місцевими органами влади, представлені єдиним емітентом – Київською міською радою (*Smida, 2022, 20 грудня*). Хоча децентралізація створює передумови для місцевих громад із залучення коштів на розвиток із використанням євробондів (*Synyak, 2018*), досі ця можливість застосовується обмежено.

Починаючи зі введення воєнного стану (з 24 лютого 2022 р.), не здійснено жодного випуску українських єврооблігацій, що суттєво зменшило можливості залучення коштів підприємствами. Тому кількісний аналіз ринку українських єврооблігацій у цьому дослідженні проведено для випусків 2000–2021 рр. Зведені дані про випуски українських єврооблігацій за цей період наведено у *табл. 1*.

*Таблиця 1*

Кількість випусків єврооблігацій, 2000–2021 рр., одиниць

Випуски	Види за емітентом					
	Державні		Корпоративні		Разом	
	Валюта					
	USD	EUR	USD	EUR	USD	EUR
Усього, у тому числі:	42	5	124	4	166	9
з фіксованою ставкою	40	5	107	4	147	9
з плаваючою ставкою	2	0	17	0	19	0

*Джерело:* складено авторами за *CBonds* (б. д.).

За даними *табл. 1*, корпоративні випуски єврооблігацій переважають за кількістю (але, як буде показано далі, не за об’ємами). Отже, бізнес в Україні активно використовував міжнародні фінансові ресурси. Наявне також значне перевищення кількості випусків, номінованих у доларах США. Це вказує на орієнтацію передусім на глобальних інституційних інвесторів, але може також свідчити про певну недооцінку ресурсу потенційних покупців облігацій з Євросоюзу. Зазначений додатковий ресурс треба буде враховувати при плануванні майбутніх випусків українських євробондів.

Аналіз кількості емітентів за обсягами корпоративних випусків єврооблігацій у 2000–2021 рр. наведено на *рис. 1*, де діаграма Парето

показує кумулятивну кількість корпоративних емітентів, чії сумарні обсяги емісій перевищують певні порогові значення. Мінімальне порогове значення обсягів емісій є  $V_{min} = 50$  млн дол. США.

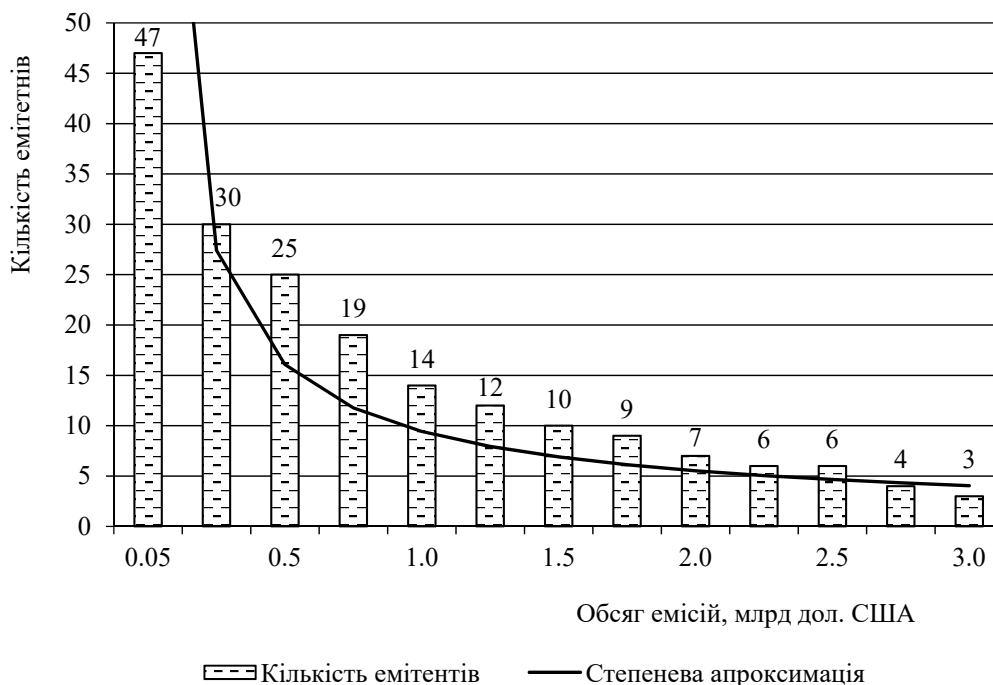


Рис. 1. Діаграма Парето кумулятивної кількості емітентів корпоративних українських єврооблігацій із датами емісій у 2000–2021 рр. і степенева кореляційна апроксимація\*

\* Випуски, які номіновані в євро, перераховані в дол. США за курсами НБУ (б. д.).

Джерело: складено авторами за *CBonds* (б. д.).

Разом з фактичними даними на діаграмі наведена також апроксимація степеневим законом кумулятивної кількості емітентів ( $E$ ) залежно від порогового сумарного обсягу випусків ( $V$ ) (Arnold, 2015):

$$E = C \cdot (V / V_0)^{-A}, \tag{1}$$

де  $V \geq V_{min}$ ,  $V_{min} = 50$  млн дол. США,  $V_0 = 1000$  млн дол. США.

Оптимальний підбір безрозмірних параметрів степеневі апроксимації дає:  $C = 9.4$ ,  $A = 0.77$ .

Значення степеневого показника в апроксимуючій залежності виявилось близьким до  $-1$ , як у класичному законі Ципфа (Saichev et al., 2010). Тобто розподіл емітентів є класичним розподілом з "довгим хвостом", що часто зустрічається в економіці й фінансах (Mandelbrot, 2008). Подібно до розподілу фірм за розміром, розподіл емітентів за

сумарним обсягом емісій можна пояснити таким механізмом: емітенти, які мають успішну історію обслуговування платежів за євробондами, отримують кращі шанси розмістити кожен наступну емісію навіть зі збільшеним обсягом.

Успіх окремих емітентів відкриває шлях до успішних запозичень іншими численними емітентами на ринку єврооблігацій. Простежити за еволюцією цього ринка дає змогу *рис. 2*, де наведено динаміку обсягів випусків єврооблігацій по роках.

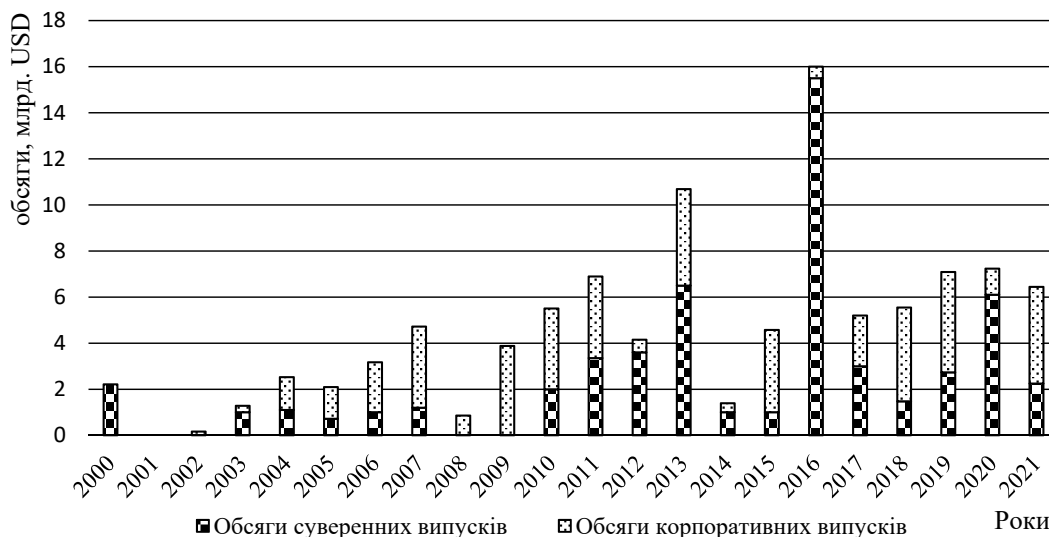


Рис. 2. Динаміка обсягів випусків суверенних і корпоративних українських єврооблігацій у 2000–2021 рр., млрд дол. США\*

\*Випуски, які номіновані в євро, перераховані в дол. США за курсами НБУ (б. д.).

Джерело: складено авторами за *CBonds* (б. д.).

Аналіз даних *рис. 2* уможливив нам розробити періодизацію розвитку ринку українських єврооблігацій та виокремити п'ять характерних періодів:

1. *Стартовий*: 2000–2001 рр. У цей період відбулися випуски перших державних євробондів з відносно невеликими обсягами.

2. *Початковий ріст*: 2002–2007 рр. При стабільних обсягах державних випусків поступово нарощувались обсяги корпоративних випусків. Наприклад, у 2003 р. обсяг корпоративних випусків становив 22% від загального, а у 2007 р. – виріс до 75%. Ця тенденція збіглася зі світовим трендом, де на ринках, що розвиваються, обсяги корпоративних запозичень через євробонди зростали швидше, ніж суверенних випусків (*Fabozzi, 2021, с. 357*).

3. *Фінансова криза та подальше зростання*: 2008–2013 рр. У цей період, навпаки, корпоративні розміщення були на майже постійному рівні. А держава невпинно нарощувала обсяги випусків євробондів. Якщо у 2010 р. обсяг державних випусків становив 36% від загального, то у 2013 він виріс до 61%.



4. *Відновлення після початку російської збройної агресії: 2014–2021 рр.* Головна подія цього періоду – це погодження у 2016 р. реструктуризації українських держаних євробондів у варанти, які прив'язані до ВВП (Мінфін України, 2015, 27 жовтня). Після цього обсяги як державних, так і корпоративних випусків єврооблігацій мали певні коливання, але загальний обсяг запозичень повільно збільшувався. Треба зазначити, що у 2017–2019 рр. обсяги зростали в основному за рахунок корпоративних випусків, що можна пояснити фокусом Міністерства фінансів України на залученні офіційного (більш довгострокового і "дешевого") фінансування від МВФ, ЄІБ та інших міжнародних фінансових інститутів.

5. *Стабілізація вторинного ринку після повномасштабного вторгнення: 2022–2023 рр.* Протягом цього періоду випусків євробондів не відбувалося. Але на вторинному ринку після початкового шоку операції з українськими євробондами відновилися (*CBonds*, б. д.).

Далі зазначена періодизація буде використана для більш детального аналізу.

## 2. Співвідношення дохідності й ризику українських євробондів та ринкові "аномалії"

На розвинених ринках дохідність державних короткострокових інструментів з фіксованою дохідністю вважається безризиковою (*risk-free*), тобто всі облігації мають ризик і, відповідно, повинні мати більш високу дохідність (*Fabozzi*, 2021, с. 1199). Проте на ринках, що розвиваються, це правило не завжди виконується. На цих ринках протягом досить тривалого часу можуть існувати "аномалії" дохідностей фінансових інструментів, які не характерні для розвинених ринків (*Kangetal*, 2019).

Український ринок євробондів демонстрував як слідування зазначеному правилу, так і "аномалії" дохідностей протягом певних інтервалів часу. Ці інтервали можна виявити на *рис. 3*. Так, упродовж 2003–2017 рр. середня по роках купонна дохідність при розміщенні корпоративних українських єврооблігацій перевищувала таку ж дохідність державних євробондів, що відповідає загальним тенденціям.

Отже, підтверджувалось очікування щодо дохідності державних фінансових інструментів, ризик яких має тільки систематичну суверенну складову, і тому вони мають бути менш дохідними, ніж корпоративні облігації, яким притаманний додатковий індивідуальний ризик.

Розроблена нами періодизація ринку українських євробондів на основі аналізу обсягів випусків виявилася корисною і для аналізу дохідностей на цьому ринку.



Рис. 3. Динаміка середньої купонної дохідності при розміщенні суверенних і корпоративних українських єврооблігацій у 2000–2021 рр., %  
*Джерело:* складено авторами за CBonds (б. д.).

Отже, підтверджувалось очікування щодо дохідності державних фінансових інструментів, ризик яких має тільки систематичну суверенну складову, і тому вони мають бути менш дохідними, ніж корпоративні облігації, яким притаманний додатковий індивідуальний ризик.

Розроблена нами періодизація ринку українських євробондів на основі аналізу обсягів випусків виявилася корисною і для аналізу дохідностей на цьому ринку.

Видно, що весь період *Початкового росту* (2002–2007 рр.) дохідність корпоративних євробондів "відстежувала" дохідність державних єврооблігацій. Розрахований коефіцієнт кореляції цих двох показників дорівнює 0.92. Можна вважати, що інвестори, спостерігаючи стабільний ріст фінансового ринку в цей період, погоджувалися на запропоновані емітентами дохідності корпоративних євробондів, базуючись на відповідних дохідностях державних євробондів.

Проте на початку наступного періоду *Фінансової кризи та подальшого зростання* (2008–2009 р.) впевненість інвесторів у можливості прогнозувати дохідність українських корпоративних євробондів на основі дохідності державних похитнулася. Інвестори почали більш прискіпливо та індивідуально підходити до оцінки запропонованої дохідності корпоративних єврооблігацій. Проте протягом усього періоду 2008–2013 рр. дохідність корпоративних єврооблігацій залишалася більшою за дохідність державних єврооблігацій.

У період *Відновлення після російського вторгнення* із завершенням реструктуризації державних євробондів їхня середня дохідність декілька років перевищувала середню дохідність корпоративних емісій: у 2018 р. – на 0.36%, у 2019 р. – на 0.50% і у 2021 р. – на 0.02%.

Ця "аномалія" дохідностей має своє пояснення. Приблизна сталість річних обсягів державних випусків при їх відносно високій дохідності дає змогу припустити, що у інвесторів були певні ліміти на інвестування в українські державні євробонди, і навіть підвищення їхньої дохідності не змогло змусити інвесторів ці ліміти порушити. Проте водночас інвестори мали можливість заповнювати більш ризикові портфельні квоти за рахунок висхідних обсягів корпоративних випусків, навіть попри поступове зниження їхньої дохідності. Отже, на даному сегменті ринку запозичень наприкінці 10-х – початку 20-х років відбувся певний "бум".

Наряду з відміченим тимчасовим "аномальним" співвідношенням дохідностей державних і корпоративних євробондів, аналіз виявив іншу – більш довготривалу – "аномалію" щодо співвідношення систематичного ризику та дохідності корпоративних євробондів.

Для виявлення й аналізу цієї аномалії необхідно ввести міру систематичної складової ризику. Загальноприйнятими показниками систематичного (суверенного) ризику є суверенні рейтинги України, які визначають рейтингові агенції *Moody's* (з 1998 р.), *S&P* та *Fitch* (з 2001 р.) (*Trading Economics, n. d.*).

Для використання кількісних методів аналізу необхідно було перейти від порядкової шкали (якою є кожний суверенний рейтинг з літеральними значеннями) до кількісної шкали (міри). Для цього автори присвоїли суверенним рейтингам числові ранги за шкалою від 1 до 9 (табл. 2). Для кожної порядкової рейтингової шкали (*Moody's*, *S&P* та *Fitch*) найкращому рейтингу, який отримала Україна протягом 2000–2023 рр., призначений ранг 9, а найгіршому – 1. Проміжні рейтинги одержали послідовні числові ранги з постійним кроком (відмінним для різних агенцій). При цьому деякі рейтинги отримали нецілі ранги, оскільки кількість різних рейтингових значень у зазначений період залежала від рейтингової агенції.

Таблиця 2

Ранги, призначені рейтингам рейтингових агенцій

Рейтинг <i>S&amp;P</i>	<i>BB-</i>	<i>B+</i>	<i>B</i>	<i>B-</i>	<i>CCC+</i>	<i>CCC</i>	<i>CCC-</i>	<i>CC</i>	<i>SD</i>
Ранг <i>S&amp;P</i>	9	8	7	6	5	4	3	2	1
Рейтинг <i>Moody's</i>	<i>B1</i>	<i>B2</i>	<i>B3</i>	<i>Caa1</i>	<i>Caa2</i>	<i>Caa3</i>	<i>Ca</i>		
Ранг <i>Moody's</i>	9	7.7	6.3	5	3.7	2.3	1		
Рейтинг <i>Fitch</i>	<i>BB-</i>	<i>B+</i>	<i>B</i>	<i>B-</i>	<i>CCC</i>	<i>CC</i>	<i>C</i>	<i>RD</i>	
Ранг <i>Fitch</i>	9	7.9	6.7	5.6	4.4	3.3	2.1	1	

Як можна бачити на *рис. 4*, ранги рейтингів різних агенцій достатньо добре корелюють між собою.

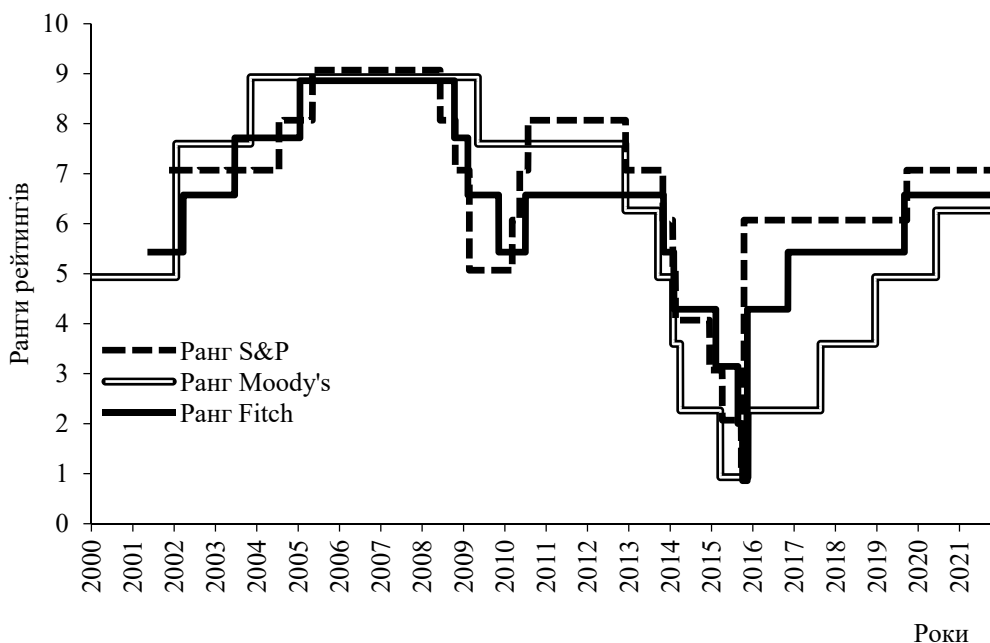


Рис. 4. Динаміка рангів суверенних рейтингів України у 2000–2023 рр.

Джерело: складено авторами за *Trading Economics (n. d.)*. Вказано ранги суверенних рейтингів *Moody's*, *S&P* та *Fitch*, які призначені згідно з *табл. 2*.

Для подальшого аналізу вибраний рейтинг *S&P*, який мав найбільше різних значень за період, тобто найкращу "роздільну здатність".

Для кожного значення суверенного рейтингу *S&P* визначені періоди сталості (горизонтальні ланки на *рис. 4*). Усього за 2000–2021 рр. таких періодів було 18. Для всіх випусків корпоративних євробондів, які відбулися протягом будь-якого періоду сталості для кожного фіксованого рейтингу, розраховані кількість емісій та середні купонні ставки при розміщенні по всіх таких випусках. Ці дані наведено на *рис. 5*.

Також розраховано відповідні лінійні регресії, що представлені далі.

Регресія кількості випусків корпоративних євробондів ( $N_{corp}$ ) від рангу суверенного рейтингу *S&P* ( $Rang_{S&P}$ ):

$$N_{corp} = -8.8 + 4.6 \cdot Rang_{S&P}.$$

Регресія середньої купонної ставки при розміщенні ( $r_q$ ) від рангу суверенного рейтингу *S&P* ( $Rang_{S&P}$ ):

$$r_q = 8.2\% + 0.18\% \cdot Rang_{S&P}.$$

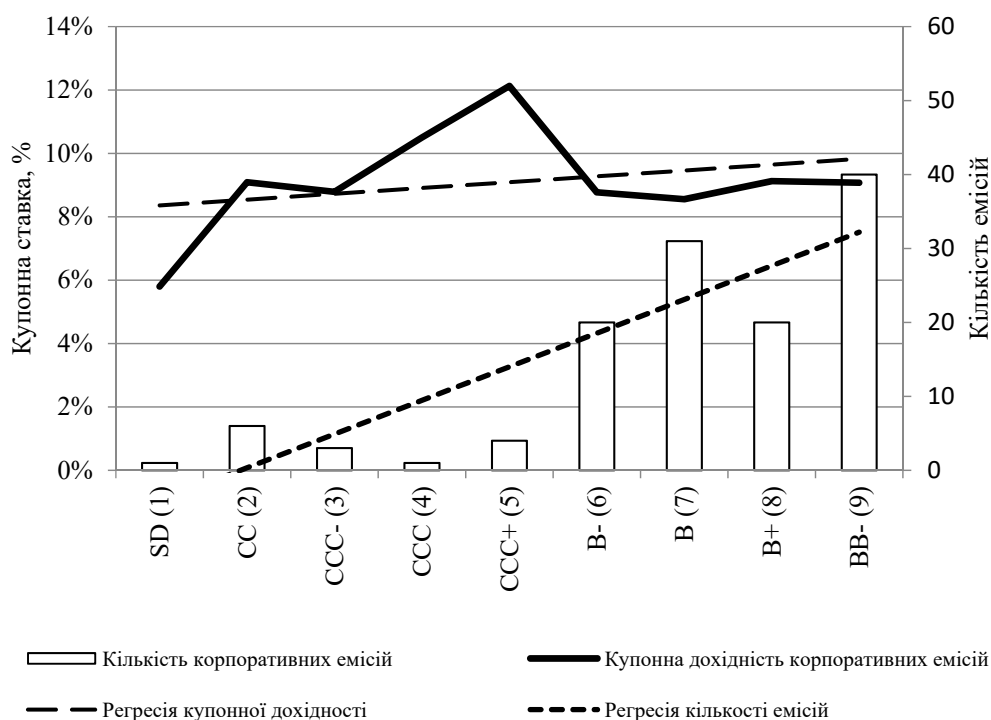


Рис. 5. Залежність кількості випусків та середньої купонної дохідності при розміщенні корпоративних євробондів від рангу рейтингу S&P України за період 2000–2021 рр.

Джерело: складено авторами за CBonds (б. д.).

Як показали результати дослідження (рис. 5), залежність кількості випусків корпоративних євробондів від суверенного рейтингу України виявилася позитивною, що відповідає загальним ринковим тенденціям: при зниженні ризиків емітента росте попит інвесторів і, відповідно, більша кількість корпоративних емітентів ініціює випуски для задоволення цього попиту.

Але залежність середньої купонної ставки при розміщенні від суверенного рейтингу виявилася також позитивною (тобто в середньому зниження суверенних ризиків супроводжувалося зростанням купонної ставки). Таке явище може виглядати парадоксальним і майже не спостерігається на розвинених ринках, але має пояснення. При появі на ринку нових емітентів євробондів інвестори мають враховувати не тільки суверенний рейтинг України, але також індивідуальні ризики, які притаманні цим емітентам. Коли емітенти з відносно низькими ризиками не можуть задовольнити попит, інвестори погоджуються на купівлю менш надійних євробондів, але вимагають за це й більшу дохідність при розміщенні. Отже, розширення ринку приводить одночасно і до зростання кількості випусків, і до підвищення середньої ставки при розміщенні. Треба зазначити, що така динаміка характерна передусім для періодів оптимізму як інвесторів, так і емітентів. Ці періоди є типовими для післякризових етапів розвитку ринку євробондів з відносно високими суверенними рейтингами. Але такі періоди



Після початку повномасштабного вторгнення ціна євробондів *Vodafone* впала тільки 7 березня 2022 р. Причиною став певний шок інвесторів і їхні сподівання, що можливе повернення до "*business as usual*".

Наступний період характеризувався частковим відновленням довіри інвесторів до кінця квітня 2022 р., а далі настав період волатильності цін, який тривав до 31 березня 2023 р.

На тлі цієї волатильності наприкінці червня були суттєві "ексцеси" підвищення ціни і зниження дохідності до погашення, через оптимізм інвесторів у зв'язку з анонсом виступу *CEO "Vodafone Україна"* на Міжнародній конференції з питань відновлення України 2022 р. (Устинова, 2022, 26 липня). Слід зазначити, що це була короткострокова подія, до того ж пов'язана з євробондами одного емітента, яка не мала впливу на ринок загалом.

Ще однією важливою подією на початку серпня 2022 р. стало підписання угоди з більшістю держателів суверенних українських єврооблігацій про зміни до умов випуску всіх облігацій зовнішніх державних позик, державних деривативів України та єврооблігацій, гарантованих державою (Мінфін України, 2022, 10 серпня). Інвестори погодилися з тим, що строк обігу євробондів подовжено на 2 роки ("період відстрочки"), а купонні платежі ще мають відстрочуватися на цей період. Ця угода, хоч і передбачала погіршення фінансового результату для інвесторів, все ж підвищила їхню впевненість у спроможності України обслуговувати свої боргові зобов'язання. Це опосередковано знизило оцінки ризиків також і корпоративних українських євробондів, у тому числі й випущених *Vodafone*, та дещо підвищило їхню вартість, що можна бачити на *рис. 6*.

Одним із факторів ризику українських євробондів є "тонкий ринок" ("*thin market*") – ситуація, коли в умовах низької ліквідності навіть невелика зміна активності, як покупців, так і продавців, може в короткостроковій перспективі відчутно вплинути на ціни. Саме така ситуація мала місце наприкінці березня – початку квітня 2023 р., коли ціна євробондів за день знизилася з 60% до 52% від номіналу, за наступні три дні піднялася до 59% від номіналу з подальшим повторним денним падінням до 52% від номіналу і потім ростом до 61% від номіналу через три дні. Така ситуація може слугувати типовим прикладом комбінованої взаємодії низького суверенного рейтингу та низької ліквідності емісії.

Отримані результати можуть бути використані емітентами єврооблігацій, а також потенційними інвесторами у ці фінансові інструменти.

У майбутньому автори планують провести більш детальний аналіз коливань цін українських євробондів на масиві усіх емітентів, щоб вичленити роль систематичних (ринкових) факторів.

## Висновки

За підсумками аналізу динаміки обсягів емісій та дохідності при розміщенні виділено п'ять основних етапів розвитку ринку

українських єврооблігацій за період 2000–2023 рр.: стартовий (2000–2001); початковий ріст (2002–2007); фінансова криза та подальше зростання (2008–2013); відновлення після початку російської збройної агресії (2014–2021); стабілізація вторинного ринку після повномасштабного вторгнення (2022–2023).

Різні політико-економічні події в Україні на різних етапах розвитку ринку помітно впливають на потенціал розміщення і купонну ставку дохідності українських єврооблігацій. Зокрема, фінансові кризи призводили до різкого падіння попиту зарубіжних інвесторів на українські євробонди, а в умовах відносної сталості річних обсягів державних випусків, коли інвестори отримують можливість заповнювати більш ризикові портфельні квоти за рахунок зростаючих обсягів корпоративних випусків, навіть попри поступове зниження їхньої дохідності, відбувалося помітне поживлення.

Аналіз факторів, які створювали "аномальне" перевищення показника середньої купонної дохідності при розміщенні для державних євробондів над цим показником корпоративних євробондів України, виявив, що таке перевищення, яке мало місце у 2018-му, 2019-му та 2021-му рр., може бути пояснено збільшенням портфельних квот інвестиційних фондів щодо корпоративних випусків євробондів на ринках, що розвиваються.

З іншого боку, фактор суверенного ризику України також впливає на купонну дохідність при розміщенні корпоративних українських єврооблігацій. Причиною співіснування "аномально" високої середньої купонної дохідності при розміщенні корпоративних українських євробондів та відносно низького суверенного ризику є швидке зростання попиту на корпоративні випуски євробондів на "тонкому ринку", що викликає зростання кількості випусків разом із підвищенням середньої купонної ставки.

Введення воєнного стану та реструктуризаційних подій також вплинуло на ціни українських єврооблігацій, що добре помітно на прикладі євробондів "Vodafone Україна": комбінована взаємодія низького суверенного рейтингу та низької ліквідності емісії може приводити до денних коливань ціни до 10% від номіналу.

Перспективи наступних досліджень полягають у кількісному виділенні ролі систематичних (ринкових) факторів стосовно зміни цін українських євробондів з використанням первинних даних щодо динаміки цін усього масиву емісій.

**СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ**

**REFERENCE**

Aquanno, S. M. (2021). <i>The Crisis of Risk. Subprime Debt and US Financial Power from 1944 to Present</i> . Edward Elgar Publishing.	Aquanno, S. M. (2021). <i>The Crisis of Risk. Subprime Debt and US Financial Power from 1944 to Present</i> . Edward Elgar Publishing.
Arnold, B. C. (2015). <i>Pareto Distributions</i> . 2nd ed. CRC Press.	Arnold, B. C. (2015). <i>Pareto Distributions</i> . 2nd ed. CRC Press.



Bertocchi, M., Consigli, G., D'Ecclesia, R., Giacometti, R., Moriggia, V., & Ortobelli, S. (2014). Euro Bonds: Markets, Infrastructure and Trends. <i>Worlds Scientific</i> .	Bertocchi, M., Consigli, G., D'Ecclesia, R., Giacometti, R., Moriggia, V., & Ortobelli, S. (2014). Euro Bonds: Markets, Infrastructure and Trends. <i>Worlds Scientific</i> .
Bradlow, D. (2022). A Proposal for a New Approach to Restructuring African Eurobonds. The DOVE Fund and Principles. <i>ResearchGate</i> .	Bradlow, D. (2022). A Proposal for a New Approach to Restructuring African Eurobonds. The DOVE Fund and Principles. <i>ResearchGate</i> .
CBonds. (н. д.) <i>Інформаційне середовище для професіоналів фінансового ринку та інвесторів</i> . <a href="https://cbonds.ua/">https://cbonds.ua/</a>	CBonds. (n. d.). <i>Data platform for financial market professionals and investors</i> . <a href="https://cbonds.ua/">https://cbonds.ua/</a>
Choudhry, M., Moskovic, D., & Wong, M. (2014). Fixed Income Markets. Management, Trading and Hedging. 2nd ed. <i>Wiley</i> .	Choudhry, M., Moskovic, D., & Wong, M. (2014). Fixed Income Markets. Management, Trading and Hedging. 2nd ed. <i>Wiley</i> .
Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public. (1989). <a href="https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/1989/298/oj/eng">https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/1989/298/oj/eng</a>	Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public. (1989). <a href="https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/1989/298/oj/eng">https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/1989/298/oj/eng</a>
Dragon Capital. (2023). <i>Українські єврооблігації</i> . <a href="https://dragon-capital.com/ua/what-we-do/research/fixed_income/">https://dragon-capital.com/ua/what-we-do/research/fixed_income/</a>	Dragon Capital. (2023). <i>Ukrainian Eurobonds</i> . <a href="https://dragon-capital.com/ua/what-we-do/research/fixed_income/">https://dragon-capital.com/ua/what-we-do/research/fixed_income/</a>
Fabozzi, F. J. (Ed.) (2021). <i>The Handbook of Fixed Income Securities</i> . 9th ed. McGraw Hill.	Fabozzi, F. J. (Ed.) (2021). <i>The Handbook of Fixed Income Securities</i> . 9th ed. McGraw Hill.
Hess, M. (2023). <i>Economic War. Ukraine and the Global Conflict Between Russia and the West</i> . Lightning Source Inc.	Hess, M. (2023). <i>Economic War. Ukraine and the Global Conflict Between Russia and the West</i> . Lightning Source Inc.
Kang, J., So, K., Kang, & Tziortziotis, T. (2019). Embedded Betas and Better Bets. Factor Investing in Emerging Market. <i>Journal of Investment Management</i> , 3(17), 1–37. <a href="https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3196018">https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3196018</a>	Kang, J., So, K., Kang, & Tziortziotis, T. (2019). Embedded Betas and Better Bets. Factor Investing in Emerging Market. <i>Journal of Investment Management</i> , 3(17), 1–37. <a href="https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3196018">https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3196018</a>
Mandelbrot, B. B. (2008). <i>The (Mis)Behavior of Markets. A Fractal View of Financial</i> . Profile Books.	Mandelbrot, B. B. (2008). <i>The (Mis)Behavior of Markets. A Fractal View of Financial</i> . Profile Books.
Michie, R. C. (2021). <i>Banks, Exchanges, and Regulators: Global Financial Markets from the 1970s</i> . Oxford University Press.	Michie, R. C. (2021) <i>Banks, Exchanges, and Regulators: Global Financial Markets from the 1970s</i> . Oxford University Press.
Motamen-Scobie, H., Valeur, C., & Cagliesi, G. (1999). <i>The Euro Bond Market Risk Executive Report</i> . European Economics and Financial Centre.	Motamen-Scobie, H., Valeur, C., & Cagliesi, G. (1999). <i>The Euro Bond Market Risk Executive Report</i> . European Economics and Financial Centre.
OECD. (2023). <i>OECD Economic Outlook, November 2023. Organisation for Economic Co-operation and Development</i> . <a href="https://www.oecd.org/economic-outlook/november-2023/">https://www.oecd.org/economic-outlook/november-2023/</a>	OECD. (2023). <i>OECD Economic Outlook, November 2023. Organisation for Economic Co-operation and Development</i> . <a href="https://www.oecd.org/economic-outlook/november-2023/">https://www.oecd.org/economic-outlook/november-2023/</a>
O'Malley, C. (2015). Bonds without Borders. A History of the Eurobond Market. <i>Wiley</i> .	O'Malley, C. (2015). Bonds without Borders. A History of the Eurobond Market. <i>Wiley</i> .
Pilbeam, K. (2023). <i>International Finance</i> . 5nd ed. Bloomsbury Academic.	Pilbeam, K. (2023). <i>International Finance</i> . 5nd ed. Bloomsbury Academic.
Saichev, A., Malevergne, Y., & Sornette, D. (2010). <i>Theory of Zipf's Law and Beyond</i> . Springer-Verlag.	Saichev, A., Malevergne, Y., & Sornette, D. (2010). <i>Theory of Zipf's Law and Beyond</i> . Springer-Verlag.
Smida. (2022, 20 грудня). <i>Київ сплатив за випущеними у 2018 році євробондами</i> . <a href="https://smida.gov.ua/news/allnews/kiivspativzavipusenimiu2018rocievrobondami">https://smida.gov.ua/news/allnews/kiivspativzavipusenimiu2018rocievrobondami</a>	Smida. (2022, December 20). <i>Kyiv paid for Eurobonds issued in 2018</i> . <a href="https://smida.gov.ua/news/allnews/kiivspativzavipusenimiu2018rocievrobondami">https://smida.gov.ua/news/allnews/kiivspativzavipusenimiu2018rocievrobondami</a>

Smith, G. (2021). <i>Where Credit is Due: How Africa's Debt Can Be a Benefit, Not a Burden</i> . Oxford University Press.	Smith, G. (2021). <i>Where Credit is Due: How Africa's Debt Can Be a Benefit, Not a Burden</i> . Oxford University Press.
Synyak, D. (2018). <i>Bonds as tool for urban development</i> . <a href="https://decentralization.ua/en/news/9009">https://decentralization.ua/en/news/9009</a>	Synyak, D. (2018). <i>Bonds as tool for urban development</i> . <a href="https://decentralization.ua/en/news/9009">https://decentralization.ua/en/news/9009</a>
Trading Economics. (n. d.). <i>Ukraine – Credit Rating</i> . <a href="https://tradingeconomics.com/ukraine/rating">https://tradingeconomics.com/ukraine/rating</a>	Trading Economics. (n. d.). <i>Ukraine – Credit Rating</i> . <a href="https://tradingeconomics.com/ukraine/rating">https://tradingeconomics.com/ukraine/rating</a>
UBN. (2022, January 20). <i>Ukrainian Eurobonds are recovering from a sharp fall</i> . <a href="https://ubn.news/ukrainian-eurobonds-are-recovering-from-a-sharp-fall/">https://ubn.news/ukrainian-eurobonds-are-recovering-from-a-sharp-fall/</a>	UBN. (2022, January 20). <i>Ukrainian Eurobonds are recovering from a sharp fall</i> . <a href="https://ubn.news/ukrainian-eurobonds-are-recovering-from-a-sharp-fall/">https://ubn.news/ukrainian-eurobonds-are-recovering-from-a-sharp-fall/</a>
Бліщук, К. М. (2022). Особливості управління публічними фінансами у воєнний період. <i>Ефективність державного управління</i> , 1/2(70/71), 62–67. <a href="https://epa.nltu.edu.ua/Archive/70/507008.pdf">https://epa.nltu.edu.ua/Archive/70/507008.pdf</a>	Blishchuk, K. M. (2022). Peculiarities of public finance management in the war period. <i>Efficiency of public administration</i> , 1/2(70/71), 62–67. <a href="https://epa.nltu.edu.ua/Archive/70/507008.pdf">https://epa.nltu.edu.ua/Archive/70/507008.pdf</a>
Галещук, С. (2017). Єврооблігації: Дослідження сутності боргового інструменту, відображення у фінансовій звітності емітента та облік курсових різниць. <i>Журнал Європейської економіки</i> , 1(12), 257–267. <a href="http://dspace.wnu.edu.ua/jspui/bitstream/316497/20237/1/%D0%93%D0%B0%D0%BB%D0%B5%D1%89%D1%83%D0%BA%20%D0%A1.pdf">http://dspace.wnu.edu.ua/jspui/bitstream/316497/20237/1/%D0%93%D0%B0%D0%BB%D0%B5%D1%89%D1%83%D0%BA%20%D0%A1.pdf</a>	Galeshchuk, S. (2017). Eurobonds: Study of the essence of the debt instrument, reflection in the financial statements of the issuer and accounting of exchange rate differences. <i>Journal of European Economy</i> , 1(12), 257–267. <a href="http://dspace.wnu.edu.ua/jspui/bitstream/316497/20237/1/%D0%93%D0%B0%D0%BB%D0%B5%D1%89%D1%83%D0%BA%20%D0%A1.pdf">http://dspace.wnu.edu.ua/jspui/bitstream/316497/20237/1/%D0%93%D0%B0%D0%BB%D0%B5%D1%89%D1%83%D0%BA%20%D0%A1.pdf</a>
Дахнова, О. Є. (2019). Оцінка стану боргової безпеки України. <i>Гроші, фінанси і кредит</i> , (31), 625–630. <a href="http://market-infr.od.ua/journals/2019/31_2019_ukr/95.pdf">http://market-infr.od.ua/journals/2019/31_2019_ukr/95.pdf</a>	Dakhnova, O. Ye. (2019). Estimate of the State of Debt Security of Ukraine. <i>Money, finance and credit</i> , (31), 625–630. <a href="http://market-infr.od.ua/journals/2019/31_2019_ukr/95.pdf">http://market-infr.od.ua/journals/2019/31_2019_ukr/95.pdf</a>
Закон України "Про ринки капіталу та організовані товарні ринки" № 3480-IV. (2006). <a href="https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text">https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text</a>	Law of Ukraine "On Securities and Stock Market" No. 3480-IV. (2006). <a href="https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text">https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text</a>
Криворучко, О. В. (2009). Оцінка переваг використання єврооблігацій для залучення інвестицій. <i>Інвестиції: практика та досвід</i> , 3/2009, 14–16. <a href="http://www.investplan.com.ua/pdf/3_2009/6.pdf">http://www.investplan.com.ua/pdf/3_2009/6.pdf</a>	Krivoruchko, O. V. (2009). Evaluation of the advantages of using Eurobonds to attract investments. <i>Investments: practice and experience</i> , 3/2009, 14–16. <a href="http://www.investplan.com.ua/pdf/3_2009/6.pdf">http://www.investplan.com.ua/pdf/3_2009/6.pdf</a>
Ливдар, М. В., & Панюш, Л. Ф. (2017). Єврооблігації як інструменти ринку капіталу. <i>Економіка і суспільство</i> , 9/2017, 1005–1011. <a href="https://economyandsociety.in.ua/journals/9_ukr/173.pdf">https://economyandsociety.in.ua/journals/9_ukr/173.pdf</a>	Lyvdar, M. V., & Paniush, L. F. (2017). Eurobonds as instruments of capital market. <i>Economy and Society</i> , 9/2017, 1005–1011. <a href="https://economyandsociety.in.ua/journals/9_ukr/173.pdf">https://economyandsociety.in.ua/journals/9_ukr/173.pdf</a>
Мінфін України. (2015, 27 жовтня). <i>Ministry of Finance of Ukraine supports the exchange offer made by the City of Kyiv for its 2015 and 2016 Eurobonds</i> . <a href="https://www.kmu.gov.ua/en/news/248662475">https://www.kmu.gov.ua/en/news/248662475</a>	Ministry of Finance of Ukraine. (2015, 27 October). <i>Ministry of Finance of Ukraine supports the exchange offer made by the City of Kyiv for its 2015 and 2016 Eurobonds</i> . <a href="https://www.kmu.gov.ua/en/news/248662475">https://www.kmu.gov.ua/en/news/248662475</a>
Мінфін України. (2019, 13 червня). <i>Україна повертається на ринок євро із першим випуском євробондів вперше за 15 років</i> . <a href="https://mof.gov.ua/uk/news/ukraina-povertaietsia-povertaietsia-narynok-ievro-iz-pershym-vypuskom-ievrobondiv-nominovanykh-v-ievro-vpershe-za-rokiv">https://mof.gov.ua/uk/news/ukraina-povertaietsia-povertaietsia-narynok-ievro-iz-pershym-vypuskom-ievrobondiv-nominovanykh-v-ievro-vpershe-za-rokiv</a>	Ministry of Finance of Ukraine. (2019, June 13). <i>Ministry of Finance of Ukraine. Ukraine returns to the Euro market with the first issue of Eurobonds for the first time in 15 years</i> . <a href="https://mof.gov.ua/uk/news/ukraina-povertaietsia-povertaietsia-narynok-ievro-iz-pershym-vypuskom-ievrobondiv-nominovanykh-v-ievro-vpershe-za-rokiv">https://mof.gov.ua/uk/news/ukraina-povertaietsia-povertaietsia-narynok-ievro-iz-pershym-vypuskom-ievrobondiv-nominovanykh-v-ievro-vpershe-za-rokiv</a>
Мінфін України. (2022, 10 серпня). <i>Інвестори підтримали пропозиції України щодо зміни умов випуску і розміщення державних фінансових інструментів</i> . <a href="https://mof.gov.ua/uk/news/investors_supported_consent_solicitation_transactions_initiated_by_ukraine-3557">https://mof.gov.ua/uk/news/investors_supported_consent_solicitation_transactions_initiated_by_ukraine-3557</a>	Ministry of Finance of Ukraine. (2022, August 10). <i>Investors supported Ukraine's proposals to change the terms of issuance and placement of state financial instruments</i> . <a href="https://mof.gov.ua/uk/news/investors_supported_consent_solicitation_transactions_initiated_by_ukraine-3557">https://mof.gov.ua/uk/news/investors_supported_consent_solicitation_transactions_initiated_by_ukraine-3557</a>
НБУ. (б. д.). <i>Офіційний курс гривні щодо іноземних валют</i> . <a href="https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerates">https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerates</a>	NBU. (n. d.). <i>Official Exchange Rates</i> . <a href="https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerates">https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerates</a>

Ткачук, М. (2017). Державна залежність. Ключовим драйвером українських євробондів ще довго буде залишатися макроекономічна ситуація в країні. <i>Апостроф</i> . <a href="https://apostrophe.ua/ua/article/economy/macroeconomy/2017-11-21/gosudarstvennaya-zavisimost/15610">https://apostrophe.ua/ua/article/economy/macroeconomy/2017-11-21/gosudarstvennaya-zavisimost/15610</a>	Tkachuk, M. (2017). State dependence. The macroeconomic situation in the country will remain the key driver of Ukrainian Eurobonds for a long time. <i>Apostrophe</i> . <a href="https://apostrophe.ua/ua/article/economy/macroeconomy/2017-11-21/gosudarstvennaya-zavisimost/15610">https://apostrophe.ua/ua/article/economy/macroeconomy/2017-11-21/gosudarstvennaya-zavisimost/15610</a>
Устинова, О. (2022, 26 липня). <i>Тези із виступу CEO Vodafone Україна Ольги Устинової на Міжнародній конференції з питань відновлення України 2022</i> . <a href="https://career.vodafone.ua/news/tezi-iz-vistupu-ceo-vodafone-ukrayina-olgi-ustinovoyi-na-miznarodnii-konferenciyi-z-pitan-vidnovlennya-ukrayini-2022-98">https://career.vodafone.ua/news/tezi-iz-vistupu-ceo-vodafone-ukrayina-olgi-ustinovoyi-na-miznarodnii-konferenciyi-z-pitan-vidnovlennya-ukrayini-2022-98</a>	Ustinova, O. (2022, 26 July). <i>Abstracts from the speech of Vodafone Ukraine CEO Olga Ustinova at the International Conference on the Restoration of Ukraine 2022</i> . <a href="https://career.vodafone.ua/news/tezi-iz-vistupu-ceo-vodafone-ukrayina-olgi-ustinovoyi-na-miznarodnii-konferenciyi-z-pitan-vidnovlennya-ukrayini-2022-98">https://career.vodafone.ua/news/tezi-iz-vistupu-ceo-vodafone-ukrayina-olgi-ustinovoyi-na-miznarodnii-konferenciyi-z-pitan-vidnovlennya-ukrayini-2022-98</a>
Федевич, Л. С., & Жукова, К. О. (2023). Аналіз євробондів в структурі державного боргу України. <i>Наука і техніка сьогодні</i> , 14(28), 309–317. <a href="http://perspectives.pp.ua/index.php/nts/article/view/8234/8278">http://perspectives.pp.ua/index.php/nts/article/view/8234/8278</a>	Fedevich, L. S., & Zhukova, K. O. (2023). Analysis of Eurobonds in the Structure of the Sovereign Borg of Ukraine. <i>Science and technology today</i> , 14(28), 309–317. <a href="http://perspectives.pp.ua/index.php/nts/article/view/8234/8278">http://perspectives.pp.ua/index.php/nts/article/view/8234/8278</a>
Хасцька, І. (2011). Єврооблігації як ефективний механізм залучення капіталу українськими компаніями. <i>Актуальні проблеми міжнародних відносин</i> , 95, ч. II, 107–108. <a href="http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&amp;I21DBN=UJRN&amp;P21DBN=UJRN&amp;IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&amp;Image_file_name=PDF/apmv_2011_95(2)_43.pdf">http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&amp;I21DBN=UJRN&amp;P21DBN=UJRN&amp;IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&amp;Image_file_name=PDF/apmv_2011_95(2)_43.pdf</a>	Khaets'ka, I. (2011). Eurobonds as an effective mechanism for attracting capital by Ukrainian companies. <i>Actual problems of International Relations</i> , 95, p. II, 107–108. <a href="http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&amp;I21DBN=UJRN&amp;P21DBN=UJRN&amp;IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&amp;Image_file_name=PDF/apmv_2011_95(2)_43.pdf">http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&amp;I21DBN=UJRN&amp;P21DBN=UJRN&amp;IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&amp;Image_file_name=PDF/apmv_2011_95(2)_43.pdf</a>
Халапсус, Г. Д. (2022). Вплив політичної ситуації на економіку України та її інвестиційний стан. Сучасна стратегія управління публічними та приватними фінансами в Україні. <i>Інтерсервіс</i> , 142–145. <a href="https://ekmair.ukma.edu.ua/server/api/core/bitstreams/d9d78dd9-b43c-4844-aa37-cc2959896b9c/content">https://ekmair.ukma.edu.ua/server/api/core/bitstreams/d9d78dd9-b43c-4844-aa37-cc2959896b9c/content</a>	Halapsus, G. D. (2022). The influence of the political situation on the economy of Ukraine and its investment situation. Modern strategy for managing public and private finances in Ukraine. <i>Interservice</i> , 142–145. <a href="https://ekmair.ukma.edu.ua/server/api/core/bitstreams/d9d78dd9-b43c-4844-aa37-cc2959896b9c/content">https://ekmair.ukma.edu.ua/server/api/core/bitstreams/d9d78dd9-b43c-4844-aa37-cc2959896b9c/content</a>
Чеберяко, О., & Закрушевський, Р. (2023). Державні цінні папери в забезпеченні боргової безпеки України в умовах повномасштабної війни. <i>Економічний вісник університету</i> , 10(57), 142–151. Університет Григорія Сковороди в Переяславі. <a href="https://economic-bulletin.com/index.php/journal/issue/view/44/57%2C%202023">https://economic-bulletin.com/index.php/journal/issue/view/44/57%2C%202023</a>	Cheberyako, O., & Zakrushevskiy, R. (2023). Government securities in ensuring the debt security of Ukraine in conditions of full-scale war. <i>University Economic Bulletin</i> , 10(57), 142–151. Hryhorii Skovoroda University in Pereiaslav. <a href="https://economic-bulletin.com/index.php/journal/issue/view/44/57%2C%202023">https://economic-bulletin.com/index.php/journal/issue/view/44/57%2C%202023</a>
Шуба, О. А. (2013). Особливості єврооблігаційних запозичень країн з ринками, що розвиваються. <i>Інвестиції: практика та досвід</i> , 22/2013, 35–38. <a href="http://www.investplan.com.ua/pdf/22_2013/9.pdf">http://www.investplan.com.ua/pdf/22_2013/9.pdf</a>	Shuba, O. A. (2013). Features of eurobond borrowing of the countries with emerging markets. <i>Investments: practice and experience</i> , 22/2013, 35–38. <a href="http://www.investplan.com.ua/pdf/22_2013/9.pdf">http://www.investplan.com.ua/pdf/22_2013/9.pdf</a>

**Конфлікт інтересів.** Автори заявляють, що вони не мають фінансових чи нефінансових конфліктів інтересів щодо цієї публікації; не мають відносин із державними органами, комерційними або некомерційними організаціями, які могли б бути зацікавлені у поданні цієї точки зору. З огляду на те, що автори працюють в установі, яка є видавцем журналу, що може зумовити потенційний конфлікт або підозру в упередженості, остаточне рішення про публікацію цієї статті (включно з вибором рецензентів та редакторів) приймалося тими членами редколегії, які не пов'язані з цією установою.

Автори не отримували прямого фінансування для цього дослідження.

Внесок авторів є рівнозначним.

Жураховська Л., Ляшенко С. Ринок євробондів українських емітентів: історія і перспективи. *Scientia fructuosa*. 2024. № 3. С. 143-161. [https://doi.org/10.31617/1.2024\(155\)09](https://doi.org/10.31617/1.2024(155)09).

Надійшла до редакції 13.03.2024.

Отримано після доопрацювання 09.04.2024.

Прийнято до друку 17.04.2024.

Публікація онлайн 11.06.2024.