

УДК 336.763.3:658.14(477):338.124.4

DOI: 10.31617/visnik.knute.2022(143)06

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

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

ЛЯШЕНКО Сергій,
магістр з фінансів та економіки,
керівник проєкту Cbonds-Україна
вул. Вишгородська 4, офіс 4, м. Київ, 04074,
Україна

ORCID: 0000-0002-5656-5145
slyashenko@cbonds.com

LYASHENKO Sergiy,
Master of Finance and Economics,
Project Manager Cbonds-Master in finance,
Head of Cbonds-Ukraine project
4, Vyshgorodska St., office 4, Kyiv, 04074, Ukraine

ORCID: 0000-0002-5656-5145
slyashenko@cbonds.com

ОБІГ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ В УКРАЇНІ ЗА МАСШТАБНОЇ КРИЗИ

CIRCULATION OF CORPORATE BONDS IN UKRAINE DURING MAJOR CRISIS

Вступ. Використання корпоративних облігацій є важливим трендом економіки незалежної України. Це має особливе значення в умовах військового стану, який введено 24.02.2022.

Проблема. Кількісні дослідження цього ринку є нечисленими. Військовий стан наклав обмеження на первинний випуск корпоративних облігацій. Разом з тим, раніше сформовані портфелі корпоративних облігацій виконують важливу функцію перерозподілу інвестиційних потоків.

Мета статті – виявити кількісні тенденції та головні фактори, що визначають обсяги випусків та дохідність корпоративних облігацій України.

Методи. Матеріалом для дослідження стали бази даних CBonds та дані ПФТС випусків та обігу корпоративних облігацій, статистичні дані НБУ. Ключовий метод дослідження – статистичний аналіз, зокрема – регресивний.

Introduction. The use of corporate bonds is an important trend in the economy of independent Ukraine. This is especially important with the martial law imposed on 24.02.2022.

Problem. Quantitative researches in this market are few. The martial law has imposed restrictions on the initial issue of corporate bonds. However, existing corporate bond portfolios provide investment flows.

The aim of the article is to identify quantitative trends and the main factors determining volume and yields of the issues of corporate bonds of Ukraine.

Methods. The study was based on the database on corporate bond by CBonds, PFTS data, and NBU statistics. Statistical analysis is used, particularly – regression analysis.

© Жураховська Л., Ляшенко С., 2022

Внесок авторів є рівнозначним.

Автори не отримували прямого фінансування для цього дослідження.

Zhurakhovska L., Lyashenko S. Obig korporatyvnyh obligacij v Ukraïni za mashtabnoi' kryzy. *Scientia Fructuosa*. 2022. № 3. S. 78-92.
[https://doi.org/10.31617/visnik.knute.2022\(143\)06](https://doi.org/10.31617/visnik.knute.2022(143)06)

Результати дослідження. Виявлено головні фактори, що впливали на обсяги випусків корпоративних облігацій в 2017–2022 рр. Зокрема, в 2020–2021 рр. на збільшення обсягів випусків корпоративних облігацій вплинуло приєднання до Clearstream українського ринку ОВДП та муніципальних облігацій. Інший важливий фактор – включення у квітні 2020 р. корпоративних облігацій, які забезпечені державною гарантією, до заставного пулу банків для отримання рефінансування НБУ.

Висновки. Для виявлення тенденцій ринку корпоративних облігацій потрібно із загального їх переліку видалити випуски "схемних" облігацій. Виявлено сезонний характер динаміки обсягів розміщення корпоративних облігацій. Більшість випусків корпоративних облігацій є номінально середньо- та довгостроковими, але з урахуванням оферти дострокового погашення їх потрібно вважати короткостроковими. Знайдено кореляцію між купонною доходністю корпоративних облігацій та ставкою НБУ. В післявоєнний період можуть суттєво вирости ризики дефолту корпоративних облігацій.

Ключові слова: корпоративні облігації, первинне розміщення, обсяг випуску, строк розміщення, оферта, доходність розміщення, купонна ставка, облікова ставка, Clearstream, військовий стан.

JEL Classification G12

Вступ. Використання облігацій емітентами з метою залучення капіталу, а іншими учасниками ринку – для інвестування в надійні та доходні інструменти є важливим трендом економіки незалежної України.

Проблема. Глибоке розуміння сутності ринку боргових цінних паперів та методів його аналізу і контролю є критичним для адекватного й продуктивного використання цих фінансових інструментів. Це має особливе значення в умовах військового стану, який введено в Україні 24.02.2022. Проте кількісні дослідження ринку корпоративних облігацій є нечисленними і недостатньо поширеними, на відміну від ринку державних та, певною мірою, муніципальних облігацій.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Головними нормативними документами стосовно функціонування ринку корпоративних облігацій є Закон України "Про ринки капіталів та організовані товарні ринки" [1], Закон України "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів" [2] та Рішення НКЦПФР "Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу" [3].

Фундаментальні основи теорії фінансових інструментів з фіксованою доходністю та зокрема корпоративних облігацій викладені

Results. The main impact factors are found for the corporate bond issues volumes in 2017–2022. In 2020–2021 the corporate bond issues increased with the accession of Clearstream of the Ukrainian Domestic government bonds and municipal bonds. In April 2020, corporate bonds secured by the state guarantee were included in the collateral pool of banks.

Conclusions. Statistics of the corporate bond should be cleaned of the "scheme" bonds. The seasonal nature of the dynamics of corporate bond issues is revealed. Corporate bond issues are nominally medium- and long-term, but early redemption offer makes them short-term. The correlation between the coupon yield of corporate bonds and the NBU rate was found. In the post-war period, the risks of corporate bond default can increase significantly.

Keywords: corporate bonds, initial public offering, issue volume, term of placement, offer, yield on placement, coupon rate, discount rate, Clearstream, martial law.

в працях зарубіжних учених Ф. Фабозці (*F. Fabozzi*), С. Манн (*S. Mann*), А. Фабозці (*A. Fabozzi*), Дж. Гровер (*J. Grover*), Р. Мілайчер (*R. Melicher*), Е. Нортон (*E. Norton*), С. Парамесваран (*S. Parameswaran*) [4–8].

Сучасний стан теорії та ринкової практики операцій з корпоративними облігаціями досліджено у працях: В. Козака, С. Москвіна, В. Посполітака, М. Кужелева, С. Стабіаса [9; 10]; корпоративні облігації як спосіб залучення капіталу – В. Руденко, С. Шарової, А. Нагребельної [11–13]. Окремим напрямком аналізу корпоративних облігацій є методи визначення фінансової надійності та ризику дефолту корпоративного емітента [14; 15].

Високорівневі тенденції коливань обсягів випусків корпоративних облігацій України можна прослідкувати, спираючись на узагальнені дані НКЦПФР [16], що і досліджено в працях [17–21].

Є невелика кількість праць, які аналізують ринок корпоративних облігацій більш детально, спираючись на ринкові дані. Зокрема, в Ю. Єрешко, Р. Фрідман, І. Мілько [22] проаналізували залежність дохідності від строку до погашення корпоративних облігацій України. Розрахунки спираються на дані інвестиційної групи "КІНТО" [23] та сайту *CBonds* [24]. У праці С. Ачкасової та А. Урум побудовано регресійну модель дохідності корпоративних облігацій залежно від кількості підприємств та облікової ставки НБУ [25]. Великий науковий інтерес становить кількісне порівняння ринку корпоративних облігацій України та країн – нових членів Євросоюзу, оскільки український ринок буде відтворювати східноєвропейські тенденції із певним запізненням. Однак авторам відома лише єдина праця – М. Іоргачової та Г. Коцюрубенко – щодо означеної тематики [26].

Мета статті – виявити кількісні тенденції та головні фактори, що визначають обсяги випусків та дохідність корпоративних облігацій України.

Для досягнення цієї мети поставлено *завдання*: провести дослідження стану вітчизняного ринку корпоративних облігацій; проаналізувати умови випуску емітентами України корпоративних облігацій; дослідити вплив введення військового стану на ринок корпоративних облігацій України.

Методи. Матеріалом для дослідження стали база даних з випусків корпоративних облігацій, надана проектом *CBonds* [24], біржовий список та дані з випуску та обігу корпоративних облігацій Першої Фондової Торговельної Системи (ПФТС) [27], а також статистичні дані Національного банку України (НБУ) [28]. Ключовий метод дослідження – статистичний аналіз, який використано авторами для обробки первинних даних з випуску та розміщення облігацій, зокрема – регресивний аналіз.

Результати дослідження. Ринок корпоративних облігацій України – це, з одного боку, джерело залучення фондів емітентом, а з іншого – високодохідний, хоча і ризиковий актив для інвесторів. Особлива увага до аналізу ринку корпоративних облігацій пов'язана з тим, що нині

недержавні пенсійні фонди (НПФ) та інститути спільного інвестування (ІСІ) починають купувати ці облигації. Тепер з'являються портфелі ІСІ та НПФ, що є цілком сформованими з корпоративних облигацій [23; 29; 30]. Попит фізичних осіб на державні облигації також збільшився. Одним з головних драйверів ринку корпоративних облигацій експерти називають очікування у 2023 р. запуску так званого другого рівня пенсійної системи, що передбачає обов'язкове відрахування до накопичувальних фондів [31].

Законодавство України визначає *корпоративні облигації* як "іменні облигації, емітентом яких є юридична особа (крім міжнародної фінансової організації), що здійснює підприємницьку діяльність з метою одержання прибутку, а також інші юридичні особи у встановлених законом випадках" [1]. Проте це визначення вперше з'являється у версії Закону від 01.07.2021. У попередніх версіях Закону юридично визначений термін "корпоративна облигація" відсутній, а натомість використовується термін "облигація підприємства". Як зазначалось у публікаціях до виходу версії Закону 2021 р. [11], в Україні термін "корпоративна облигація" використовувався як "виключно економічне поняття".

Військовий стан наклав обмеження на первинний випуск корпоративних облигацій, що суттєво зменшує можливості залучення коштів підприємствами. Проте раніше сформовані портфелі корпоративних облигацій виконують важливу функцію перерозподілу інвестиційних потоків. З точки зору інвестора, критичним є фінансовий стан емітента та його готовність виконувати свої обов'язки.

На відміну від криз 2008–2009 і 2014–2016 рр., нині корпоративні емітенти облигацій набагато більш відповідально ставляться до виконання своїх зобов'язань по виплатах купонного доходу і погашенню номінальної вартості паперів. Так, маючи можливість посилатись на встановлений в Україні військовий стан як форс-мажорний фактор, затримати сплату або провести реструктуризацію облигацій, компанії як реального, так і фінансового секторів докладають усіх зусиль для своєчасного і повного виконання своїх зобов'язань. Таким чином, у інвесторів (банків, НПФ, ІСІ, страхових компаній тощо) накопичуються фінансові ресурси, які вони мають змогу направляти у Військові ОВДП як єдиний доступний в Україні фінансовий інструмент. За розрахунками авторів, з 24.02.2022 по 17.05.2022 реінвестовані фінансові ресурси склали за ринковими облигаціями приблизно 1.5 млрд грн, з них сума виплат купонів – 0.8 млрд грн, погашення номінальної вартості – 0.7 млн грн. Але, прогножуючи стан ринку корпоративних облигацій в Україні у післявоєнний час, можна зазначити, що ризики дефолту нових випусків корпоративних облигацій можуть суттєво вирости. Подібні явища спостерігалися під час минулих криз меншого масштабу [32].

Кількісний аналіз ринку корпоративних облигацій України спирається на найбільш поширені та загальноновизнані бази даних – сайти проєкту CBonds [24] та біржі ПФТС [27].

Як вказано у [31], "за останні 10 років в Україні 378 компаній розмістили 1 368 випусків гривневих корпоративних облігацій на суму понад 176 млрд грн, усього за роки незалежності – 4 167 випусків". Це компанії АПК, банки, фінансові установи, забудовники, ритейлери, підприємства енергетики, металургії та представники інших галузей.

Розглянемо дані про випуск і обіг корпоративних облігацій в Україні у 2017–2022 рр.

Аналіз динаміки обсягів випусків корпоративних облігацій у 2017–2022 рр. наведено на *рис. 1*. Додатково у *таблиці* розраховані ланцюгові індекси цих обсягів. Для більшої релевантності аналізу окремо виділено ринкові та неринкові випуски. Такий підхід розділяється експертами ринку. Зокрема, більшість випусків з невеликим обсягом – 100 млн грн – важко назвати ринковими, оскільки часто випуск повертався на рахунок емітента, не знаходячи кінцевого покупця [13].

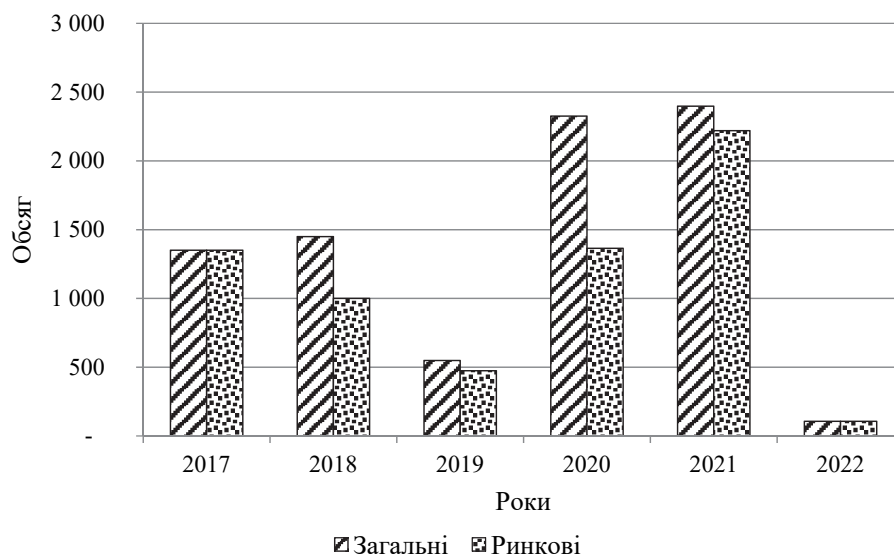


Рис. 1. Загальні та ринкові обсяги випусків корпоративних облігацій в Україні у 2017–2022 рр., млн грн (використано дані за 2 місяці 2022 р.)

Джерело: складено авторами за [24].

Таблиця

Ланцюгові індекси випусків українських корпоративних облігацій, в тому числі ринкових, у 2017–2022рр.*, %

Рік	Ланцюгові індекси	
	усього	у т.ч. ринкові
2017	–	–
2018	107	74
2019	38	47
2020	424	288
2021	103	163
2022	4	5

*Використано дані за 2 місяці 2022 р.

Джерело: складено авторами за [24].

З *рис. 1* та *таблиці* наочно видно падіння обсягів випусків корпоративних облігацій у 2019 р. (індекс загального обсягу знизився на 38 %, ринкових випусків – на 47 %) та наступне різке зростання їх у 2020 р. (індекс загального обсягу виріс на 424 %, ринкових випусків – на 288 %). У 2020 р. загальний обсяг випуску корпоративних облігацій перевищив сумарний рівень 2017 та 2018 рр. Доречно зазначити, що висновок щодо збільшення темпів зростання обсягів випуску корпоративних облігацій більш виправданий щодо їх ринкової складової.

За результатами аналізу динаміки випусків корпоративних облігацій, наданими в *рис. 1* та *табл. 1*, дійдемо таких висновків.

По-перше, у III кв. 2019 р. відбувся провал в обсягах випуску корпоративних облігацій, що можна пов'язати з початком епідемії *COVID*.

По-друге, обсяги випусків корпоративних облігацій збільшилися приблизно через 3 квартали після 27 травня 2019 р., коли *Clearstream* (міжнародний центральний депозитарій цінних паперів, що входить до групи *Deutsche Börse Group*) приєднав український ринок ОВДП до своєї мережі через рахунок, відкритий у Депозитарії Національного банку [33]. Завдяки цьому українські державні цінні папери стали доступними для широкого кола міжнародних інвесторів. Спрощення транзакцій та зменшення ризиків призвело до зростання купівлі облігацій нерезидентами. Це, в свою чергу, зумовило падіння доходності розміщення українських державних облігацій. Такий рівень доходності вже не задовольняв українських інвесторів, і тому українські інвестори частково перемістили свій інтерес з державних облігацій на корпоративні облігації.

По-третє, крім інфраструктурних удосконалень, для розвитку вітчизняного ринку корпоративних облігацій потрібна також регуляторна підтримка. Для цього 19 червня 2020 р. Верховна Рада ухвалила Закон України "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів" № 738-ІХ (далі – Закон № 738)[2]. Цей документ запроваджує поняття адміністративних керуючих випусків облігацій та збори власників облігацій. Тим самим Закон № 738 збалансовує права власників облігацій та спрощує процедуру їх захисту[34].

По-четверте, максимальне зростання обсягу випусків корпоративних облігацій відбулося у II кв. 2020 р. у зв'язку з тим, що в квітні 2020 р. корпоративні облігації, забезпечені державною гарантією, включено до заставного пулу банків для отримання рефінансування НБУ [35]. Як зазначив НБУ, "...ми спростили для банків доступ до фінансування... Ми розширили перелік застави, яку банки можуть надавати для отримання кредитів у НБУ. Тепер ми будемо приймати не лише державні, а й муніципальні та гарантовані державою корпоративні облігації" [36].

Крім "точкових" регуляторних та макроекономічних впливів, первинний ринок корпоративних облігацій зазнає і періодичних "сезонних" коливань. За підсумками детального аналізу виявлено, що динаміка обсягів розміщення зростає на початку року і поступово спадає при наближенні до кінця року.

На *рис. 2* наведено тренди поквартальної динаміки випусків корпоративних облігацій.

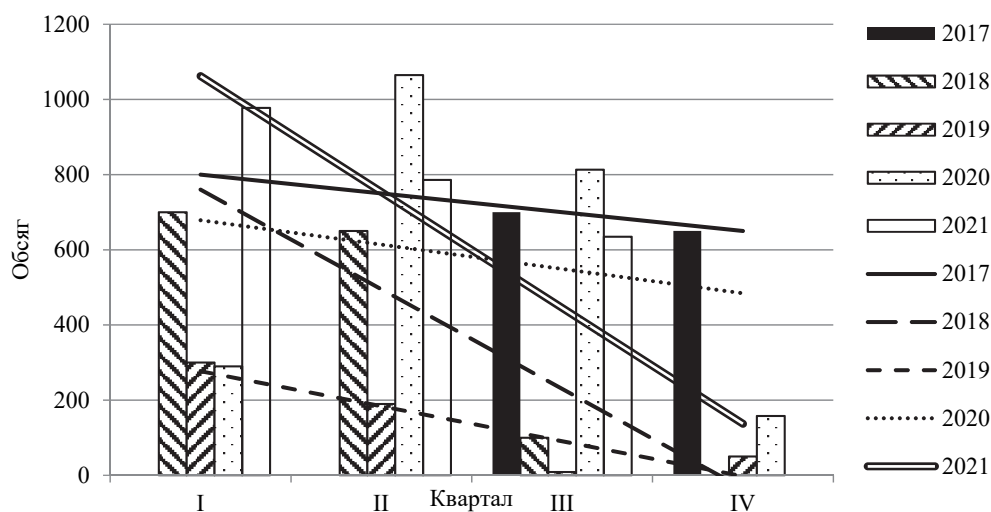


Рис. 2. Тренди поквартальних обсягів випусків корпоративних облігацій в Україні у 2017–2021 рр.*, млн грн

*Дані за I кв. 2022 р. не використано, оскільки не дають змоги встановити сезонний тренд.

Джерело: складено авторами за [24].

Як випливає з *рис. 2*, сезонний характер динаміки обсягів розміщення корпоративних облігацій відтворювався у кожному з п'яти років, незважаючи на зменшення або збільшення абсолютних обсягів розміщення рік від року. Таку періодичність первинного ринку корпоративних облігацій можна пов'язати з річними ритмами фінансового планування емітентів облігацій. Тут доречно провести аналогію із сезонними коливаннями доходності деяких акцій, які мають назву "ринкові аномалії", що спостерігаються як на розвинених фондових ринках, так і на ринках, що розвиваються [37]. Проте є і принципова відмінність, яка полягає у неможливості скористатися сезонними коливаннями доходності первинного розміщення корпоративних облігацій з метою фінансового арбітражу у зв'язку з низькою ліквідністю.

На розвинених ринках капіталу відносно низька ліквідність корпоративних облігацій компенсується їх високою номінальною доходністю протягом досить довгого періоду до погашення. Для визначення перспектив отримання багаторічного доходу від українських корпоративних облігацій проаналізовано строки їх розміщення (*рис. 3*).

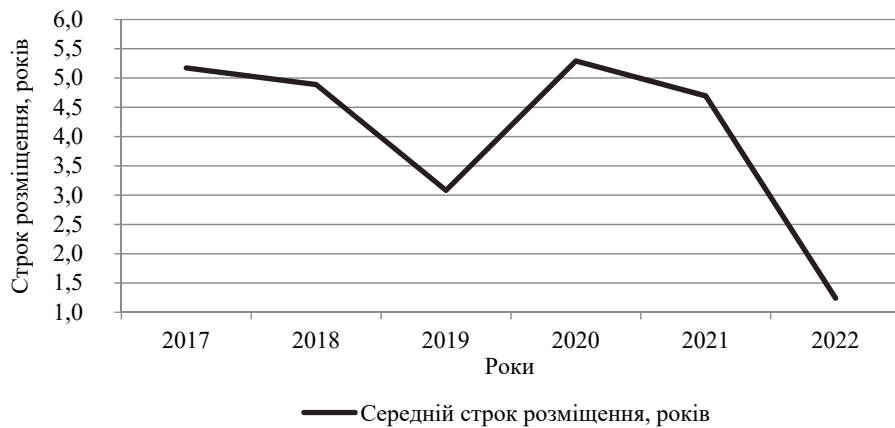


Рис. 3. Середньозважений за обсягом випусків строк розміщення українських корпоративних облігацій у 2017–2022 рр*.

*Використано дані за 2 місяці 2022 р.

Джерело: складено авторами за [24].

Дані рис. 3 свідчать, що середньозважений за номінальним обсягом випусків строк розміщення досить волатильний. Проте результати більш детального аналізу показали, що фактичний строк до погашення, на який можуть розраховувати інвестори, значно менший завдяки оферті на дострокове погашення. Тобто потрібен аналіз розподілу випусків облігацій по групах за фактичними, а не номінальними строками розміщення. Відповідні дані для аналізу представлені на рис. 4 та 5.

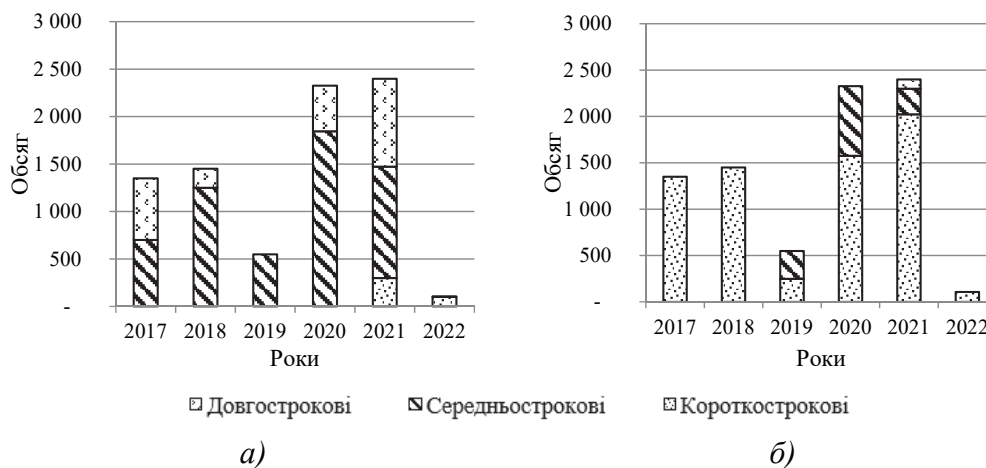


Рис. 4. Обсяги випусків українських корпоративних облігацій за строками розміщення у 2017–2022 рр.*, млн грн: а) за номінальним строком розміщення; б) з урахуванням оферти дострокового погашення

*Використано дані за 2 місяці 2022 р.

Джерело: складено авторами за [24].

Згідно зі ст. 16 Закону України "Про ринки капіталу та організовані товарні ринки" облігації залежно від строку їх обігу можуть бути: *довгостроковими* (зі строком обігу понад п'ять років), *середньостроковими* (від одного до п'яти років) і *короткостроковими* (до одного року) [1].

Як видно з *рис. 4а*, максимальні обсяги розміщення припадають на середньострокові облігації, частка довгострокових – удвічі менша, відповідно мінімальні обсяги припадають на випуски короткострокових. Такий розподіл відповідає інтересам емітента, який зацікавлений у залученні коштів для довгострокового користування.

Проте в умовах фінансової нестабільності емітент не хоче брати на себе відповідні довгострокові ризики. Результати аналізу умов розміщення корпоративних облігацій за базами даних CBonds свідчать, що більшість випусків містять ofertу дострокового погашення, яка може бути використана за бажанням інвестора.

Розподіл обсягів за строками розміщення з урахуванням офerti дострокового погашення вказано на *рис. 4б*.

Завдяки фактору офerti дострокового погашення розподіл випусків корпоративних облігацій за термінами розміщення корінним чином змінився у бік переважної частки короткострокових облігацій. Таким чином, більшість інвесторів у корпоративні облігації вимушені мати горизонт інвестування приблизно 1 рік, а не 5 років, як можна було б сподіватися, виходячи з номінального строку до погашення.

Щодо довгострокових тенденцій у еволюції строків до погашення, діаграми *рис. 4* показують, що у 2017–2021 рр. середній строк розміщення корпоративних облігацій, зважений за обсягами випусків та без урахування офerti дострокового погашення, мав загалом спадний характер динаміки, з "обвалом" у 2019 р. Відповідний аналіз динаміки того ж показника з урахуванням офerti дострокового погашення продемонстрував протилежний результат – його динаміка за відповідний період має висхідний характер. На початку 2022 р. середній строк до погашення нових випусків різко впав, що відобразило негативні ринкові очікування на тлі концентрації російських військ біля кордонів України.

При відносно коротких фактичних строках до погашення навіть двозначні купонні дохідності корпоративних облігацій виявляються не досить привабливими для інвесторів, оскільки останні повинні також зважати на ризики непогашення. Тому інвесторам слід аналізувати не тільки наявні купонні дохідності, але робити і певний прогноз, оскільки завдяки офerti може виникнути потреба у реінвестуванні у нові випуски з суттєво нижчими рівнями дохідності. Інвестори в державні облігації як основний індикатор використовують ставку НБУ. Проаналізовано аналогічний зв'язок для корпоративних облігацій та динаміку середньозваженої дохідності корпоративних облігацій й облікової ставка НБУ у 2017–2022 рр. (*рис. 5*).

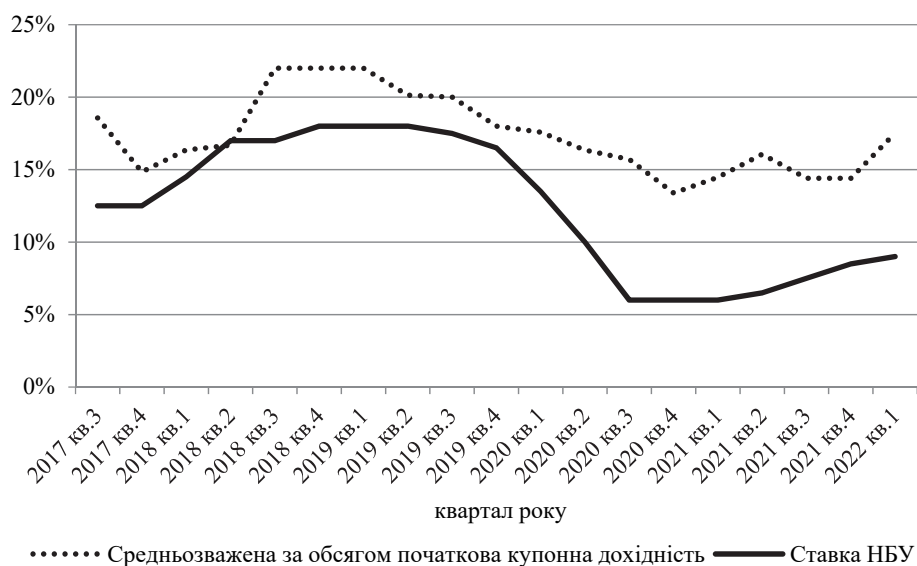


Рис. 5. Середньозважена дохідність корпоративних облігацій та облікова ставка НБУ у 2017–2022 рр.*, %

*Використано дані за 2 місяці 2022 р.

Джерело: складено авторами за [24].

Як видно з рис. 5, середньозважена за обсягом купонна дохідність корпоративних облігацій "віддзеркалює" ставку НБУ, і коефіцієнт кореляції між ними дорівнює 0.82. При цьому середньоквадратичне відхилення становить для ставки НБУ 4.7%, що навіть перевищує купонну дохідність корпоративних облігацій, яка дорівнює 2.7%.

Таким чином, інвестор може застосовувати ставку НБУ для планування інвестицій не тільки в державні і муніципальні, а й у корпоративні облігації.

Можна спрогнозувати певні події, що вплинуть на ринок корпоративних облігацій України: очікування запуску другого рівня пенсійної системи, що передбачає обов'язкове відрахування до накопичувальних фондів [13]; запуск у *Clearstream* торгівлі українськими корпоративними облігаціями з розрахунками для нерезидентів на умовах *DVP* – одночасної поставки та сплати [38]; зниження ставки НБУ, що призведе до зростання попиту на корпоративні облігації [39].

Висновки. Виявлено головні фактори, що впливали на обсяги випусків корпоративних облігацій в 2017–2022 рр. Зокрема, в 2020–2022 рр. на збільшення обсягів випусків корпоративних облігацій вплинуло приєднання *Clearstream* українського ринку ОВДП та муніципальних облігацій до своєї мережі. Також у квітні 2020 р. корпоративні облігації, забезпечені державною гарантією, включено до заставного пулу банків для отримання рефінансування НБУ.

Показано, що для виявлення тенденцій ринку корпоративних облігацій потрібно із загального їх переліку видалити випуски "схемних" облігацій. Виявлено сезонний характер динаміки обсягів розміщення

корпоративних облігацій. Більшість випусків корпоративних облігацій є номінально середньо- та довгостроковими, але з урахуванням оферти дострокового погашення їх потрібно вважати короткостроковими. Знайдено кореляцію між купонною дохідністю корпоративних облігацій та ставкою НБУ. В післявоєнний період можуть суттєво зрости ризики дефолту корпоративних облігацій. Подібні явища спостерігалися під час минулих криз меншого масштабу.

Отримані результати можуть бути використані емітентами корпоративних облігацій, потенційними приватними та інституційними інвесторами, а також регуляторами та саморегулювальними організаціями.

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 один з авторів працює 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.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Про ринки капіталів та організовані товарні ринки: Закон України від 23.02.2006 року № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15?find=1&text#Text>
2. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів: Закон України від 19.06.2020 № 738-IX. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20?find=1&text=%D0%BA%D0%BE%D1%80%D0%BF%D0%BE%D1%80%D0%B0%D1%82%D0%B8%D0%B2%D0%BD#w1_1
3. Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу: Рішення НКЦПФР від 27.12.2013 № 2998. URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z0171-14/print1393505706636137>
4. Fabozzi F. J., Mann S. V. The Handbook of Fixed Income Securities. Ninth Edition, 2021. 1904 p.
5. Fabozzi F. J., Fabozzi F. A. Bond Markets, Analysis and Strategies. Tenth edition. Penguin Random House Publisher Services, 2021. 906 p.
6. Grover J. Corporate Finance: Bond pricing. Kindle Edition, Amazon, 2018.
7. Melicher R.W., Norton E. A. Introduction to Finance: Markets, Investments and Financial Management. 17th Edition. John Wiley and Sons Inc, 2020. 688 pp.
8. Parameswaran S. Fundamentals of Financial Instruments: An Introduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange, Derivatives. John Wiley and Sons Inc, 2022. 543 p.
9. Козак В. І., Москвін С. О., Посполітак В. В. Фінансові інструменти: операції з облігаціями: Київ: DESPRO, 2019. 132 с.
10. Кужелев М. О., Стабіас С. М. Пріоритети розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні. Харків: ЦУЛ, 2021. 176 с.
11. Руденко В. В. Визначальні характеристики корпоративних облігацій як об'єкта інвестування. *Економіка і суспільство*. 2017. Вип. 9. С. 1036-1041. URL: https://economyandsociety.in.ua/journals/9_ukr/178.pdf
12. Шарова С. В. Проблеми ринку корпоративних цінних паперів як ефективного інструменту залучення фінансових ресурсів. *Управління змінами та інновації*. 2021. № 1. С. 76-80. URL: <http://cmi.politehnica.zp.ua/index.php/journal/article/view/18>
13. Нагребельная А. Корпоративные облигации в Украине: тенденции и успешные кейсы. *Banker*. 2022. № 1. URL: <https://banker.ua/projects/korporativnye-obligacii-v-ukraine>

14. Baker H. K., Filbeck G., Spieler A. C. *Debt Markets and Investments*. Oxford University Press, 2019. 830 p.
15. Kricheff R. S. *A Pragmatist's Guide to Leveraged Finance: Credit Analysis for Below-Investment-Grade Bonds and Loans*. Harriman House. 2nd edition, 2021. 476 p.
16. НКЦПФР: Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights>
17. Лащак В. В., Вершигора Ю. З., Вершигора В. Г. Використання ринку цінних паперів для залучення інвестицій у регіональну економіку України. *Причорноморські економічні студії*. 2018. Вип. 29. С. 29-33. URL: http://bses.in.ua/journals/2018/29_2_2018/8.pdf
18. Kuzhelev M. O., Zhytar M. O., Stabias S. M., Nemsadze G. G. Analysis of the current state of the corporate securities market of Ukraine. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики: зб. наук. праць*. 2019. Вип. 2(29). С. 150-158. URL: http://ir.nusta.edu.ua/jspui/bitstream/doc/3990/1/2813_IR.pdf
19. Григораш Т. Ф., Мягков О. С., Воеводський Г. Ю. Облігації як інструмент залучення грошових ресурсів. *Приазовський економічний вісник*. 2019. Вип. 3(14). С. 362-368. URL: http://rev.kpu.zp.ua/journals/2019/3_14_uk/61.pdf
20. Штурма В. С., Романишин В. О. Сучасний стан емісії корпоративних облігацій в Україні. *Multidisciplinary academic research and innovation. Abstracts of XXVII International Scientific and Practical Conference*. Amsterdam, Netherlands. 2021. P. 170-172. URL: <https://isg-konf.com/uk/multidisciplinary-academic-research-and-innovation-ua/>
21. Якушева І. Є. Ринок облігацій в Україні: стан, тенденції і перспективи розвитку. *Ефективна економіка*. 2021. № 4. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/4_2021/102.pdf
22. Єрешко Ю. О., Фрідман Р., Мілько І. В. Принципи, роль та перспективи боргового фінансування в Україні. *Економічний вісник НТУУ "КПІ"*. 2016. № 13. С. 202-207. URL: <http://ev.fmm.kpi.ua/article/view/80122/78081>
23. Офіційний сайт компанії з управління активами КІНТО. URL: <https://kinto.com>
24. CBonds. Інформаційне середовище для професіоналів фінансового ринку та інвесторів. URL: <https://cbonds.ua>
25. Ачкасова С. А., Урум А. Д. Інвестування активів недержавних пенсійних фондів в облігації. *Development Management*. 2019. Vol. 5. 17(1). P. 1-14. URL: https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/11895/DM_2019_01_Achkasova.pdf
26. Іоргачова М., Коцюрубенко Г. Ринок облігацій в Україні: сучасний стан та перспективи розвитку. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2016. № 2(234). С. 62-78. URL: <http://n-visnik.oneu.edu.ua/collections/2016/234/pdf/62-78.pdf>
27. Офіційний сайт Першої Фондової Торговельної Системи (ПФТС). URL: www.pfts.com
28. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <http://www.bank.gov.ua>
29. Офіційний сайт компанії з управління активами ОТП Капітал. URL: <https://www.otpcapital.com.ua>
30. Офіційний сайт Української Асоціації Інвестиційного Бізнесу. URL: <https://www.uaib.com.ua>
31. Як і навіщо українським компаніям випускати свої облігації. РБК-Україна. 06 грудня 2021. URL: <https://daily.rbc.ua/ukr/show/zachem-ukrainskim-kompaniyam-vypuskat-svoi-1638533018.html>
32. Шубина О. Анализ дефолтов по облигационным выпускам за 5-летний период (2005-2009 гг.). Рейтинговое агентство "Кредит Рейтинг". 2010. URL: <https://www.credit-rating.ua/ru/analytics/analytical-articles/12555>
33. Clearstream приєднає Україну до своєї мережі 27 травня. 22.05.19. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/clearstream-priyednae-ukrayinu-do-svoyeyi-mereji-27-travnya>
34. Хромаєв Т. Розбудова ринків капіталу – запорука зростання української економіки. 09.02.2021. URL: <https://smida.gov.ua/news/publications/timurhromavrozbudovarinkivkapitaluzaporukazrostannaukrainskoiekonomiki>

35. Визначено графік та умови тендерів з рефінансування. 28.04.20. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/viznachenografik-ta-umovi-tenderiv-z-refinansuvannya>
36. Доповідь Голови НБУ Якова Смолія у Верховній Раді України 13.05.20. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/dopovid-golovi-nbu-yakova-smoliya-u-verhovnij-radi-ukrayini>
37. Portfolio Management in Practice. Vol. 3. Equity Portfolio Management (CFAInstitute). John Wiley and Sons Inc, 2020. 480 p.
38. Укрфінфорум-2019: Внутрішній ринок облігацій. URL: <https://icu.ua/download/3113/ICUUFFInsight2019-Ukr.pdf>
39. ICU: зниження ставки НБУ призведе до зростання попиту на корпоративні та муніципальні облігації – 2019. URL: <https://icu.ua/uk/about-icu/news/snizheniestavki-nbu-privedet-k-rostu-sprosa-na-korporativnye-i-municipalnye-obligacii-icu>

REFERENCES

1. Pro rynku kapitaliv ta organizovani tovarni rynky: Zakon Ukrainy vid 23.02.2006 roku № 3480-IV [On capital markets and organized commodity markets: Law of Ukraine of February 23, 2006 № 3480-IV]. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15?find=1&text#Text> [in Ukrainian].
2. Pro vnesennja zmin do dejakyh zakonodavchyh aktiv Ukrainy shhodo sproshhennja zaluchennja investycij ta zaprovadzhennja novyh finansovyh instrumentiv: Zakon Ukrainy vid 19.06.2020 № 738-IX [On Amendments to Certain Legislative Acts of Ukraine Concerning Simplification of Attracting Investments and Introduction of New Financial Instruments: Law of Ukraine of June 19, 2020 № 738-IX]. https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20?find=1&text=%D0%BA%D0%BE%D1%80%D0%BF%D0%BE%D1%80%D0%B0%D1%82%D0%B8%D0%B2%D0%BD#w1_1 [in Ukrainian].
3. Pro zatverdzhennja Polozhennja pro porjadok zdijsnennja emisii' obligacij pidprijemstv, obligacij mizhnarodnyh finansovyh organizacij ta i'h obigu: Rishennja NKCPFR vid 27.12.2013 № 2998 [On approval of the Regulations on the procedure for issuing corporate bonds, bonds of international financial organizations and their circulation: Decision of the NSSMC of 27.12.2013 № 2998]. <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z0171-14/print1393505706636137> [in Ukrainian].
4. Fabozzi, F. J., & Mann, S. V. (2021). The Handbook of Fixed Income Securities. Ninth Edition [in English].
5. Fabozzi, F. J., & Fabozzi, F. A. (2021). Bond Markets, Analysis and Strategies. Tenth edition. Penguin Random House Publisher Services [in English].
6. Grover, J. (2018). Corporate Finance: Bond pricing. Kindle Edition, Amazon [in English].
7. Melicher, R. W., & Norton, E. A. (2020). Introduction to Finance: Markets, Investments and Financial Management. 17th Edition. John Wiley and Sons Inc [in English].
8. Parameswaran, S. (2022). Fundamentals of Financial Instruments: An Introduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange, Derivatives. John Wiley and Sons Inc [in English].
9. Kozak, V. I., Moskvina, S. O., & Pospolitak, V. V. (2019). Finansovi instrumenty: operacii' z obligacijamy [Financial instruments: bond transactions]. Kyiv: DESPRO [in Ukrainian].
10. Kuzheljev, M. O., & Stabias, S. M. (2021). Prioritytety rozvytku rynku korporatyvnyh cinnyh paperiv v Ukraini [Priorities for the development of the corporate securities market in Ukraine]. Harkiv: CUL [in Ukrainian].
11. Rudenko, V. V. (2017). Vyznachal'ni harakterystyky korporatyvnyh obligacij jak ob'jekta investuvannja [Defining characteristics of corporate bonds as an object of investment]. *Ekonomika i suspil'stvo – Economy and Society*. (Vol. 9), (pp. 1036-1041). https://economyandsociety.in.ua/journals/9_ukr/178.pdf [in Ukrainian].

12. Sharova, S. V. (2021). Problemy rynku korporatyvnyh cinnyh paperiv yak efektyvnogo instrumentu zaluchennja finansovyh resursiv [Problems of the corporate securities market as an effective tool for attracting financial resources]. *Upravlinnja zminamy ta innovacii' – Change management and innovation*, 1, 76-80. <http://cmi.politehnica.zp.ua/index.php/journal/article/view/18> [in Ukrainian].
13. Nagrebel'naja, A. (2022). Korporatyvnyye oblygacyy v Ukrayne: tendencyy y uspeshnyye kejsyy [Corporate bonds in Ukraine: trends and successful cases]. *Banker*, 1. <https://banker.ua/projects/korporativnye-obligacii-v-ukraine> [in Ukrainian].
14. Baker, H. K., Filbeck, G., Spieler, A. C. (2019). *Debt Markets and Investments*. Oxford University [in English].
15. Kricheff, R. S. (2021). *A Pragmatist's Guide to Leveraged Finance: Credit Analysis for Below-Investment-Grade Bonds and Loans*. Harriman House. 2nd edition [in English].
16. NKCPFR: Analitichni dani shhodo rozvytku fondovogo rynku [NSSMC: Analytical data on stock market development]. <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights> [in Ukrainian].
17. Lashhak, V. V., Vershygora, Ju. Z., & Vershygora, V. G. (2018). Vykorystannja rynku cinnyh paperiv dlja zaluchennja investycij u regional'nu ekonomiku Ukrai'ny [Using the securities market to attract investment into the regional economy of Ukraine]. *Prychornomors'ki ekonomichni studii' – Black Sea Economic Studies*. (Vol. 29), (pp. 29-33). http://bses.in.ua/journals/2018/29_2_2018/8.pdf [in Ukrainian].
18. Kuzhelev, M. O., Zhytar, M. O., Stabias, S. M., & Nemsadze, G. G. (2019). Analysis of the current state of the corporate securities market of Ukraine. *Finansovo-kredytna dijial'nist': problemy teorii' ta praktyky – Financial and credit activities: problems of theory and practice*. (Vol. 2(29), (pp. 150-158). http://ir.nusta.edu.ua/jspui/bitstream/doc/3990/1/2813_IR.pdf [in English].
19. Grygorash, T. F., Mjagkov, O. S., & Vojevods'kyj, G. Ju. (2019). Obligacii' jak instrument zaluchennja groshovyh resursiv [Bonds as a tool for attracting cash resources]. *Obligacii' jak instrument zaluchennja groshovyh resursiv – Bonds as a tool to attract monetary resources*. (Vol. 3(14), (pp. 362-368). http://pev.kpu.zp.ua/journals/2019/3_14_uk/61.pdf [in Ukrainian].
20. Shturma, V. S., & Romanyshyn, V. O. (2021). The current state of corporate bond issuance in Ukraine. Multidisciplinary academic research and innovation. Abstracts of XXVII International Scientific and Practical Conference. Amsterdam, Netherlands. <https://isg-konf.com/uk/multidisciplinary-academic-research-and-innovation-ua> [in Ukrainian].
21. Jakusheva, I. Je. (2021). Rynok obligacij v Ukrai'ny: stan, tendencii' i perspektyvy rozvytku [Bond market in Ukraine: state, tendencies and prospects of development]. *Efektivna ekonomika – Efficient Economy*, 4. http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/4_2021/102.pdf [in Ukrainian].
22. Jereshko, Ju. O., Fridman, R., & Mil'ko, I. V. (2016). Pryncypy, rol' ta perspektyvy borgovogo finansuvannja v Ukrai'ni [Principles, role and prospects of debt financing in Ukraine]. *Ekonomichnyj visnyk NTUU "KPI" – Economic Bulletin of NTUU "KPI"*, 13, 202-207. <http://ev.fmm.kpi.ua/article/view/80122/78081> [in Ukrainian].
23. Oficijnyj sajt kompanii' z upravlinnja aktyvamy KINTO – Official site of the asset management company KINTO. *kinto.com*. <https://kinto.com> [in Ukrainian].
24. CBonds. Informacijne seredovyshhe dlja profesionaliv finansovogo rynku ta investoriv [CBonds. Information environment for financial market professionals and investors]. *cbonds.ua*. <https://cbonds.ua> [in Ukrainian].
25. Achkasova, S. A., & Urum, A. D. (2019). Investuvannja aktyviv nederzhavnyh pensijnyh fondiv v obligacii' [Investing non-state pension fund assets in bonds]. *Development Management*. (Vol. 5. 17(1), (pp. 1-14). https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/11895/DM_2019_01_Achkasova.pdf [in Ukrainian].

26. Iorgachova, M., & Kocjurubenko, G. (2016). Rynok obligacij v Ukrai'ni: suchasnyj stan ta perspektyvy rozvytku [Bond market in Ukraine: current status and prospects]. *Naukovyj visnyk Odes'kogo nacional'nogo ekonomichnogo universytetu – Scientific Bulletin of Odessa National Economic University*, 2(234), 62-78. <http://n-visnik.oneu.edu.ua/collections/2016/234/pdf/62-78.pdf> [in Ukrainian].
27. Oficijnyj sajт Pershoi' Fondovoi' Torgovel'noi' Systemy (PFTS) [Official site of the First Stock Trading System (FSTS)]. www.pfts.com. <http://www.pfts.com> [in Ukrainian].
28. Oficijnyj sajт Nacional'nogo banku Ukrai'ny [Official site of the National Bank of Ukraine]. www.bank.gov.ua. <http://www.bank.gov.ua> [in Ukrainian].
29. Oficijnyj sajт kompanii' z upravlinnja aktyvamy OTP Kapital [Official site of the asset management company OTP Capital]. www.otpcapital.com.ua. <https://www.otpcapital.com.ua> [in Ukrainian].
30. Oficijnyj sajт Ukrai'ns'koi' Asociacii' Investycijnogo Biznesu [Oficijnyj sajт Ukrai'ns'koi' Asociacii' Investycijnogo Biznesu]. www.uaib.com.ua. <https://www.uaib.com.ua> [in Ukrainian].
31. Jak i navishho ukrai'ns'kym kompanijam vypuskaty svoi' obligacii'. RBK-Ukrai'na. (2021) [How and why Ukrainian companies issue their bonds. RBC-Ukraine]. <https://daily.rbc.ua/ukr/show/zachem-ukrainskim-kompaniyam-vypuskat-svoi-1638533018.html> [in Ukrainian].
32. Shubyna, O. (2010). Analiz defoltov po oblygacyonnym vypuskam za 5-letnyj peryod (2005-2009 gg.). Rejtyngovoe agentstvo "Kredyt Rejtyng" [Analysis of defaults on bond issues over a 5-year period (2005-2009). Rating agency "Credit Rating"]. <https://www.credit-rating.ua/ru/analytics/analytical-articles/12555> [in Ukrainian].
33. Clearstream pryjednaje Ukrai'nu do svojei' merezhi 27 travnja. 22.05.19 [Clearstream to link Ukraine to its network on 27 May 2019]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/clearstream-priyednaje-ukrayinu-do-svoyeyi-mereji-27-travnja> [in Ukrainian].
34. Hromajev, T. (2021). Rozbudova rynkiv kapitalu – zaporuka zrostannja ukrai'ns'koi' ekonomiky [Development of capital markets is the key to the growth of the Ukrainian economy]. <https://smida.gov.ua/news/publications/timurhromaevrozbudovarinkivkapitalu-zaporukazrostannaukrainskoiekonomiki>. [in Ukrainian].
35. Vyznachenno grafik ta umovy tenderiv z refinansuvannja (2020). [The schedule and conditions of refinancing tenders have been determined]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/vyznachenno-grafik-ta-umovi-tenderiv-z-refinansuvannja> [in Ukrainian].
36. Dopovid' Golovy NBU Yakova Smolija u Verhovnij Radi Ukrai'ny 13.05.20 [Report of the Chairman of the NBU Yakiv Smolii in the Verkhovna Rada of Ukraine on 13 May 2020]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/dopovid-golovi-nbu-yakova-smoliya-u-verhovnij-radi-ukrayini> [in Ukrainian].
37. Portfolio Management in Practice (2020). Vol. 3. Equity Portfolio Management (CFA Institute). John Wiley and Sons Inc [in English].
38. Ukrfinforum-2019: Vnutrishnij rynok obligacij [Ukrfinforum-2019: Domestic bond market]. icu.ua/download. <https://icu.ua/download/3113/ICUUFFInsight2019-Ukr.pdf> [in Ukrainian].
39. ICU: znyzhennja stavky NBU pryzvede do zrostannja popytu na korporatyvni ta municypal'ni obligacii' – 2019 [ICU: reduction of NBU rate will increase demand for corporate and municipal bonds – 2019]. [icu.ua](https://icu.ua/uk/about-icu/news/snizhenie-stavki-nbu-privedet-k-rostu-sprosa-na-korporativnye-i-municipalnye-obligacii-icu). <https://icu.ua/uk/about-icu/news/snizhenie-stavki-nbu-privedet-k-rostu-sprosa-na-korporativnye-i-municipalnye-obligacii-icu> [in Ukrainian].

Надійшла до редакції 23.05.2022.

Прийнято до друку 24.05.2022.

Публікація онлайн 24.06.2022.