

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ**  
**ДВНЗ «КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**  
**ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА»**

**Факультет міжнародної економіки і менеджменту**

**Кафедра міжнародної економіки**

|                                     |                                   |
|-------------------------------------|-----------------------------------|
| <b>ОСВІТНЬО-ПРОФЕСІЙНА ПРОГРАМА</b> | <b>«МІЖНАРОДНА ЕКОНОМІКА»</b>     |
| Галузь знань                        | 05 Соціальні та поведінкові науки |
| Спеціальність                       | 051 «Економіка»                   |

Форма навчання: очна (денна)  
очна (денна), заочна, дистанційна

**КВАЛІФІКАЦІЙНА БАКАЛАВРСЬКА РОБОТА**

на тему **«Міжнародні ринки корпоративних облігацій: характеристика та сучасні тенденції»**

здобувача Костенка Владислава Валерійовича  
(ПІБ, підпис)

Науковий керівник: к.е.н., Зінченко Федір Анатолійович  
(науковий ступінь, учене звання, ПІБ)

\_\_\_\_\_  
(підпис)

**Робота допущена до захисту перед екзаменаційною комісією з атестації здобувачів вищої освіти (ЕК)**

Завідувач кафедри: д.е.н., професор Мозговий О.М.

\_\_\_\_\_  
(підпис)

**Київ 2022**

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ**  
**ДВНЗ «КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**  
**ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА»**

**Факультет Міжнародної економіки і менеджменту**

**Кафедра міжнародної економіки**

|                                     |                                   |
|-------------------------------------|-----------------------------------|
| <b>ОСВІТНЬО-ПРОФЕСІЙНА ПРОГРАМА</b> | <b>«МІЖНАРОДНА ЕКОНОМІКА»</b>     |
| Галузь знань                        | 05 Соціальні та поведінкові науки |
| Спеціальність                       | 051 «Економіка»                   |

**ПОГОДЖЕНО**

Керівник проектної групи (гарант)  
освітньо-професійної програми

\_\_\_\_\_ Столярчук Я.М.  
(підпис) (ініціали, прізвище)

**ЗАТВЕРДЖУЮ**

Завідувач кафедри міжнародних фінансів

\_\_\_\_\_ Мозговий О. М.  
(підпис) (ініціали, прізвище)

«\_\_\_\_\_» \_\_\_\_\_ 20\_\_ р. «\_\_\_\_\_» \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

**ІНДИВІДУАЛЬНЕ ЗАВДАННЯ**

здобувачу вищої освіти **Костенку Владиславу Валерійовичу**

очної (денної) форми навчання

на підготовку кваліфікаційної бакалаврської роботи

**на тему: «Міжнародні ринки корпоративних облігацій: характеристика та сучасні тенденції»**

Тему затверджено наказом ректора Університету від «10» лютого 2022р .№ 182-ст

**Кваліфікаційна бакалаврська робота виконується на матеріалах:**

Теоретичні висновки й узагальнення вітчизняних та зарубіжних вчених та економістів, публікації у фахових періодичних виданнях, різні нормативно-правові документи з досліджуваного питання, розміщені в мережі Інтернет.

## План кваліфікаційної бакалаврської роботи

|                                                   |                                                                                                                                                 |
|---------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Розділ 1</b>                                   | Теоретичні засади функціонування ринку корпоративних облігацій                                                                                  |
| <b>Розділ 2</b>                                   | Сучасні тенденції розвитку світового ринку корпоративних облігацій                                                                              |
| <b>Об'єкт дослідження:</b>                        | ринки корпоративних облігацій                                                                                                                   |
| <b>Предмет дослідження:</b>                       | сукупність відносин, що виникають внаслідок функціонування та розвитку міжнародних ринків корпоративних облігацій в сучасних економічних умовах |
| <b>Мета кваліфікаційної бакалаврської роботи:</b> | вивчення сутності міжнародних ринків корпоративних облігацій та визначення перспектив їх розвитку в сучасних економічних реаліях                |

Конкретні завдання, які здобувач повинен виконати для досягнення поставленої мети:

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>У розділі 1</b> | <ul style="list-style-type: none"><li>розкрити сутність, види та типи облігацій;</li><li>визначити особливості функціонування первинного ринку корпоративних облігацій подати класифікацію фінансових криз;</li><li>проаналізувати сучасну інфраструктуру вторинного ринку облігацій;</li></ul> |
| <b>У розділі 2</b> | <ul style="list-style-type: none"><li>з'ясувати роль облігацій в забезпеченні сталого розвитку;</li><li>охарактеризувати ринки корпоративних облігацій країн-членів ЄС;</li><li>виявити проблеми та особливості функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні.</li></ul>               |

Завдання підготував  
науковий керівник

\_\_\_\_\_  
(підпис)

Ф. А. Зінченко  
(ініціали, прізвище)

«\_\_\_\_\_» \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

Завдання одержав здобувач

\_\_\_\_\_  
(підпис)

В. В. Костенко  
(ініціали, прізвище)

«\_\_\_\_\_» \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

## Реферат

Кваліфікаційна бакалаврська робота містить 60 сторінок, 10 таблиць, 12 рисунків, список використаних джерел з 44 найменування, додатки.

### **«Міжнародні ринки корпоративних облігацій: характеристика та сучасні тенденції»**

*Об'єктом дослідження* – ринки корпоративних облігацій.

*Предметом дослідження* – сукупність відносин, що виникають внаслідок функціонування та розвитку міжнародних ринків корпоративних облігацій в сучасних економічних умовах.

*Мета кваліфікаційної бакалаврської роботи* – вивчення сутності міжнародних ринків корпоративних облігацій та визначення перспектив їх розвитку в сучасних економічних реаліях.

Відповідно до поставленої мети були визначені такі завдання:

- розкрити сутність, види та типи облігацій;
- визначити особливості функціонування первинного ринку корпоративних облігацій подати класифікацію фінансових криз;
- проаналізувати сучасну інфраструктуру вторинного ринку облігацій;
- з'ясувати роль облігацій в забезпеченні сталого розвитку;
- охарактеризувати ринки корпоративних облігацій країн-членів ЄС;
- виявити проблеми та особливості функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні.

*Практичне значення отриманих результатів.* Практичне значення отриманих результатів дає змогу покращити теоретичні знання про ринки корпоративних облігацій та використати закордонний досвід на відповідному сегменті вітчизняного фондового ринку. Теоретичні результати кваліфікаційної роботи можна використати задля загального розуміння ринку боргових інструментів з урахуванням найактуальніших матеріалів по цій тематиці.

Рік виконання кваліфікаційної бакалаврської роботи 2022.

Рік захисту роботи 2022.

*Ключові слова:* облігація, ринок капіталів, вторинний та первинний ринок цінних паперів, сталий розвиток, зелені «облігації», ринок корпоративних облігацій.

## **Відгук**

на кваліфікаційну бакалаврську роботу  
здобувача факультету міжнародної економіки і менеджменту  
освітньо-професійної програми «Міжнародна економіка»

**Костенка Владислава Валерійовича**

на тему: **«Міжнародні ринки корпоративних облігацій: характеристика та сучасні тенденції»**

**1. Актуальність теми:** продиктована відчутним зростанням ролі ринкового фінансування у порівнянні їх традиційним банківським кредитуванням. Жорстка регламентація діяльності банків одночасно із імплементацією нетрадиційних практик монетарної політики підсилили значення ринків боргових цінних паперів у багатьох країнах світу. В той же час залишається не зрозумілим, як поведуть себе вказані ринки у випадку потрясінь світової економіки.

**2. Позитивні риси кваліфікаційної бакалаврської роботи:** Всі завдання, що були поставлені перед написанням роботи, в цілому виконано. Дається досить змістовна класифікація поняття облігація, ґрунтовно досліджуються особливості первинного та вторинного сегментів ринку корпоративних облігацій в світі (розділ 1). Дипломна робота містить дослідження сучасного стану ринку «зелених» облігацій та ринку боргових цінних паперів країн ЄС (розділ 2).

**3. Наявність самостійних розробок автора:** В дипломній роботі автором на основі проведеного аналізу функціонування сучасних міжнародних ринків корпоративних облігацій розкрито особливості їх обігу на сучасному етапі розвитку.

**4. Цінність теоретичних висновків та практичних рекомендацій:** Отримані результати дипломного дослідження можуть бути цікавими для тих, хто займається регулюванням та практичною діяльністю на ринках капіталу. Також результати дослідження можуть бути корисними для тих, хто досліджує проблематику розвитку міжнародних ринків капіталу.

**5. Наявність недоліків:** у роботі мають місце недоліки редакційного характеру. Більше уваги варто було б приділити перспективам вітчизняного ринку облігацій із урахуванням політичних реалій.

**6. Загальна оцінка кваліфікаційної бакалаврської роботи та її допущення до захисту перед ЕК.** Дипломна робота відповідає вимогам відповідної акредитації та допускається до захисту перед ЕК.

**Науковий керівник:** доцент кафедри міжнародних фінансів, к.е.н

Ф.А. Зінченко

«\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2022 р.

## ЗМІСТ

|                                                                                              |           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>ВСТУП</b>                                                                                 | <b>3</b>  |
| <b>РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ<br/>КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ .....</b>    | <b>5</b>  |
| 1.1 Облігації: економічний зміст поняття та класифікація .....                               | 5         |
| 1.2 Особливості функціонування первинного ринку корпоративних<br>облігацій.....              | 16        |
| 1.3 Аналіз інфраструктури вторинного ринку облігацій.....                                    | 24        |
| <b>РОЗДІЛ 2. СУЧАСНІ ТЕНДЕНТЦІ РОЗВИТКУ СВІТОВОГО<br/>РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ.....</b> | <b>31</b> |
| 2.1 Облігації в контексті сталого розвитку....                                               | 31        |
| 2.2 Ринки корпоративних облігацій Європейського Союзу.....                                   | 39        |
| 2.3 Проблеми та особливості функціонування ринку корпоративних<br>облігацій в Україні.....   | 44        |
| <b>ВИСНОВКИ.....</b>                                                                         | <b>52</b> |
| <b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....</b>                                                       | <b>56</b> |
| <b>ДОДАТКИ.....</b>                                                                          | <b>60</b> |

## ВСТУП

**Актуальність теми.** Корпоративні облігації можуть бути важливим джерелом фінансування для бізнесу, який може використовувати кошти від розміщення цінних паперів для інвестування у власний розвиток та створення робочих місць. Облігації пропонують підприємствам доступ до альтернативних, більш різноманітних джерел фінансування. З іншого боку вони розширяють інвестиційні можливості різноманітних інституційних та роздрібних інвесторів. Обсяги випусків корпоративних облігацій багатьох країн світу демонстрували суттєве зростання після початку нетрадиційних монетарних політик. Як наслідок, роль та місце ринків корпоративних облігацій в накопиченні та перерозподілі фінансових ресурсів значно зросла. В той же час залишаються питання щодо того, наскільки стійкою буде ця тенденція, коли зміняться макроекономічні умови.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Різноманітні аспекти функціонування та розвитку міжнародних та національних ринків корпоративних облігацій досліджувало багато вітчизняних та закордонних авторів, зокрема Дима В. В., Рублик В. М., Рудейчук С.В., Фабоцци Ф.Д., Стецько М.І., Якуніна А.В., Гоцци Д., Левін Р., Бессембіндер Х., Давідова А.С., Ткаченко Я.С. та інші. В той же час необхідність нового теоретичного розуміння проблем функціонування ринків корпоративних облігацій продиктована з одного боку суттєвими збільшеннями їх ролі у фінансових системах більшості країн, а з іншого турбулентністю світової економіки.

**Мета і завдання дослідження.** Метою цієї бакалаврської роботи є вивчення сутності міжнародних ринків корпоративних облігацій та визначення перспектив їх розвитку в сучасних економічних реаліях.

Для досягнення вищевказаної мети були поставлені наступні **завдання**:

- розкрити сутність, види та типи облігацій;
- визначити особливості функціонування первинного ринку корпоративних облігацій подати класифікацію фінансових криз;
- проаналізувати сучасну інфраструктуру вторинного ринку облігацій;

- з'ясувати роль облігацій в забезпеченні сталого розвитку;
- охарактеризувати ринки корпоративних облігацій країн-членів ЄС;
- виявити проблеми та особливості функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні.

**Об'єкт дослідження** – ринки корпоративних облігацій.

**Предмет дослідження** – сукупність відносин, що виникають внаслідок функціонування та розвитку міжнародних ринків корпоративних облігацій в сучасних економічних умовах.

**Методи дослідження.** Під час написання кваліфікаційної бакалаврської роботи для виявлення сутності ринків корпоративних облігацій було використано як загальні методи наукового пізнання, так і метод наукової абстракції, системний підхід; графічний метод було використано під час дослідження особливостей первинного та вторинного сегментів ринку облігацій. Також статистичний метод, методи нормативно-логічного аналізу та порівняння були застосовані під час прогнозування тенденцій та перспектив розвитку ринку в сучасних умовах.

**Теоретична, методична та практична значущість отриманих результатів.** Практичне значення отриманих результатів дає змогу покращити теоретичні знання про ринки корпоративних облігацій та використати закордонний досвід на відповідному сегменті вітчизняного фондового ринку. Теоретичні результати кваліфікаційної роботи можна використати задля загального розуміння ринку боргових інструментів з урахуванням найактуальніших матеріалів по цій тематиці.

**Інформаційною базою дослідження** є праці та висновки вітчизняних та зарубіжних вчених, аналітиків, економістів, публікації у фахових періодичних виданнях, статистичні матеріали Банку міжнародних розрахунків, агенції Євростат, нормативно-правові акти тощо.

Робота містить вступ, основну частину, що складається з двох розділів, кожен з яких має свої підрозділи, висновки та список використаних джерел.

## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ

#### 1.1 Облігації: економічний зміст поняття та класифікація

Господарська діяльність як на макро, так й на мікро рівні потребує регулярного залучення позикових коштів. В такий спосіб економічні агенти фінансують власні витрати поточного та довгострокового характеру. Одним із розповсюджених шляхів залучення позикового ресурсу є емісія цінних паперів, насамперед облігацій. Остання «представляє собою особливу форму існування позикового капіталу» [1]. Відповідно до Фабоцци, «Облігація – це борговий інструмент, який зобов'язує емітента (який ще називається боржник або позичальник) протягом встановленого проміжку часу виплатити кредитору/інвестору отриману в позику суму плюс відсоток» [2].

Вітчизняного законодавства дає більш детальне визначення терміну облігація: «цінний папір, що посвідчує внесення його першим власником коштів, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує обов'язок емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений проспектом або рішенням про емісію (для державних облігацій України - умовами їх розміщення) строк та виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачено проспектом або рішенням про емісію (для державних облігацій України - умовами їх розміщення)» [3].

Серед переваг облігацій як способу залучення коштів для розвитку підприємства виділяють наступні:

- «емісія облігацій не впливає на структуру власного капіталу і не призводить до втрати контролю над підприємством;

- відсоткові витрати за облігаціями зменшують оподатковуваний дохід;
- відсутня обов'язкова вимога про надання застави (забезпечення);
- можуть розміщуватися серед необмеженого кола інвесторів, що робить їх більш ліквідними;
- створення позитивної публічної кредитної історії та рейтингу на публічному ринку капіталу та зростання іміджу компанії через вдалі розміщення та погашення облігацій, що дозволяють здешевити потенційні запозичення на зовнішньому ринку капіталу» [4].

Глибшому розумінню сутності природи облігацій сприяє їх класифікація за низкою різноманітних критеріїв.

Так, за *видами емітентів* облігації можна поділити на три групи – державні, муніципальні (місцевих позик) та корпоративні. Перші випускаються безпосередньо державними органами або від її імені. Другі – органами місцевого самоврядування. Корпоративні, в свою чергу, - «це іменні облігації, 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» [3]. При цьому ці інструменти не дають право на участь в управлінні компанією-емітентом.

Ф. Дж. Фабоцци поділяє ринок облігацій США, який є найбільшим в світі, на шість секторів: облігації казначейства, сектор паперів урядових агенцій, муніципальні облігації, корпоративні облігації, а також сектори цінних паперів забезпечених активами, та іпотечного кредитування [2].

За *географічною ознакою* облігації можна поділити на:

- національні (емітенти - резиденти);
- іноземні (емітенти - нерезиденти).

Тут важливо відмітити, що багато великих підприємств, залучають позичкові кошти за кордоном через дочірні спеціалізовані структури, тому

варто відрізняти власне емітентів облігацій з формальної точки зору та осіб, які фактично залучають грошові кошти.

За *строками обігу* (існування) серед облігацій виділяють:

- безстрокові інструменти (без фіксованого строку);
- строкові інструменти (із фіксованим строком погашення).

Облігації без фіксованої дати погашення випускаються урядами та банківськими установами [5].

В свою чергу строкові облігації в залежності від тривалості погашення поділяються на коротко-, середньо- та довгострокові. Особливості законодавства та ринкової практики в різних регіонах призвели до відмінностей у поділі облігацій за строковою ознакою. Так, аналітики спеціалізованого порталу Sbond виділяють наступну градацію облігацій за датою погашення:

- надкороткострокові (до одного року);
- короткострокові (від 1 до 5 років);
- середньострокові (від 5 до 10 років);
- довгострокові (від 10 до 30 років);
- наддовгострокові (понад 30 років).

Українське законодавства залежно від строку обігу поділяє облігації на:

- короткострокові (до одного року);
- середньострокові (від 1 до 5 років);
- довгостроковими (понад 5 років).

Інші види та форми облігацій передбачені вітчизняним законодавством наведені на рис. 1.1.

За *методом погашення номіналу* облігації поділяються на:

- неамортизаційні (основна сума боргу погашається разовим платежем)
- амортизаційні (номінальна вартість облігації погашається частинами протягом часу її обігу) [2].

При цьому погашення основної суми боргу за облігацією може буде здійснене або грошима, або шляхом передачі товарів та/або надання послуг

власнику облігації. У випадках із конвертованими корпоративними облігаціями, «емісія яких здійснюється виключно акціонерним товариством, зобов'язання емітента з виплати доходів, погашення облігацій проводиться шляхом конвертації таких облігацій у відповідну кількість акцій цього емітента» [3]

За валютою, в якій виражений номінал облігації, вони поділяються на:

- одновалютні або моновалютні, що передбачають розрахунок із інвестором лише однією валютою;
- багатовалютні (мультивалютні), що можуть погашатися різними валютами.

При цьому облігації можуть бути номіновані як у іноземній, так й в національній валюті.

|                                    |                                             |
|------------------------------------|---------------------------------------------|
| Форма існування                    | • Електронна                                |
| Форма випуску                      | • іменні<br>• на пред'явника                |
| Валюта випуску                     | • національна<br>• іноземна                 |
| Виплата доходу                     | • відсоткові<br>• дисконтні                 |
| Погашення                          | • звичайні (конвертовані)<br>• цільові      |
| Мета використання залучених коштів | • ординарі<br>• інфраструктурні<br>• зелені |

Рисунок. 1.1 – Форми та види корпоративних облігацій передбачених законодавством України

Складено автором на основі [3]

Розгалуженим є розподіл облігацій за видами доходів, які вони генерують (див. рисунок 1.2). На відмінну від купонних, які передбачають

виплату певного відсотка власнику цінного паперу, дисконтні облігації є безвідсотковими. Дохід інвестора в цьому випадку формується у вигляді к різниці між ціною купівлі та номінальної вартості. Подібні облігації є як правило короткостроковими.

В облігаціях із «плаваючим» купоном відсоткова ставка складається із двох частин: базової ставки та премії. Найчастіше в якості базової ставки приймаються певні індикатори грошового ринку, насамперед щодо вартості грошей на міжбанківському ринку. В результаті, коли зростає базова ставка, збільшується й розмір купонного платежу за облігацією, й навпаки, коли базовий індикатор знижується, то зменшується й величина купона.



Рисунок. 2 .2 – Облігації за видами доходів

*Складено автором на основі [6]*

Так звані індексні облігації передбачають зміну виплати доходу, як правило із щорічною періодичністю, відповідно до темпів зростання певного індикатора. Це можуть бути певні макроекономічні показники цілого регіону чи окремої країни (зростання ВВП, індекс інфляції), зміни цін на деякі промислові чи сировинні товари. Індексовані облігації є довгостроковими й

покликані зберегти рентабельність інвестицій у разі змін кон'юнктури фінансового ринку [5].

Світова практика виробила специфічні назви для облігацій, що випускаються іноземними емітентами на певних національних ринках капітал, які наведено у таблиці 1.1.

Таблиця 1.1 – Класифікація іноземних облігацій

| Назва облігації | Країна реєстрації випуску                    | Валюта випуску        |
|-----------------|----------------------------------------------|-----------------------|
| Bulldog bond    | Великобританія                               | GBP                   |
| Samurai bond    | Японія                                       | JPY                   |
| Yankee bond     | США                                          | USD                   |
| Kangaroo Bond   | Австралія                                    | AUD                   |
| Panda Bond      | КНР                                          | CNY                   |
| Maple Bonds     | Канада                                       | CAD                   |
| Rembrandt bond  | Нідерланди                                   | EUR                   |
| Matador bond    | Іспанія                                      | EUR                   |
| Eurobond        | Великобританія, Люксембург, Сінгапур та інші | EUR, USD, JPY<br>інші |

*Джерело: складено автором на основі [7]*

За наявністю забезпечення облігації поділяються на:

- забезпечені;
- незабезпечені.

Виплати за забезпеченими облігаціями підкріплені певного виду заставою, наприклад нерухомістю, товарними запасами або грошима. У випадку оголошення дефолту емітентом, інвестори мають право звернути стягнення на предмет застави [8].

Різновидом забезпеченої може бути гарантована облігація, коли виплати за зобов'язанням гарантуються іншою особою. Такою особою може бути банк, материнська компанія, спеціально створена структура, або урядові агенції.

Відповідно до вітчизняного законодавства підприємства мають «право здійснювати емісію відсоткових та/або дисконтних облігацій на суму, що не перевищує трикратний розмір власного капіталу або розмір забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами» [3].

Видом звичайних незабезпечених облігацій є так звані субординовані. Це облігація, «платіж за якою в разі банкрутства боржника проводиться після виплати інших боргових зобов'язань більш високою пріоритетності, так званих

«старших» несубординованих облігацій. Субординовані облігації є більш ризикованими, тому за них інвестори можуть отримувати більш високий відсоток. Позичальниками за субординованими облігаціями найчастіше є фінансові інституції та великі корпорації» [7].

В залежності від *рівня кредитного ризику*, що беруть на себе інвестори, корпоративні облігації можна поділити на:

- низькоризикові (випускаються великими стабільними корпораціями);
- із середнім рівнем ризику (емітенти – прибуткові корпорації);
- ризикові облігації (маловідомі, «проблемні» бізнеси ).

Сьогодні корпоративні бонди нерідко емітуються із вбудованими опціонами, або так званими офертами щодо викупи-погашення, які можуть ініціювати або власник, або сам емітент облігації. В першому випадку, облігація вважається такою, що випущена із вбудованим пут-опціоном. У випадку із так званим кол-опціоном, емітент облігації має право дострокового викупу її у інвесторів після настання певної дати. Компанія може викуповувати власні облігації у різних випадках, але як правило це відбувається в умовах падіння ринкової ставки, й можливості емітента рефінансувати борг шляхом нової емісії за меншу ціну.

Сучасні проспекти емісії облігацій в багатьох випадках містять в собі норми, що обмежують певні дії емітента, так звані ковенанти. Останні «представляють собою договірні зобов'язання емітента облігацій, недотримання яких надає право кредиторів оголосити позичальнику дефолт» [9]. Іншими словами, ковенанти «зобов'язують емітентів здійснювати свою фінансово-господарську діяльність таким чином, щоб це не призвело до погіршення його кредитоспроможності та здатності виконувати свої зобов'язання» [10]. В такий спосіб ковенанти дозволяють моніторити основні фінансово-економічні показники діяльності емітента та ризик, пов'язаний із інвестуванням у його цінні папери. Подібними показниками можуть бути, зокрема, коефіцієнти рентабельності, ліквідності, левериджу, мінімального

значення власного капіталу тощо. Безпосередній перелік подібних норм визначається сферою діяльності емітента, та особливостями його стану.

Виділяють наступні групи ковенант:

- «негативні (negative covenants, restrictive covenants) – зобов’язання не вдаватися до певних дій, спрямованих на погіршення здатності виконувати зобов’язання перед кредиторами, що є держателями облігацій;
- активні ковенанти (affirmative covenants) – зобов’язання щодо вчинення певних дій, спрямованих на забезпечення кредитоспроможності емітента та його здатності виконувати зобов’язання перед кредиторами;
- фінансові ковенанти – зобов’язують емітента підтримувати на певному рівні ключові фінансові параметри;
- ковенанти ризикової події (event risk covenants) – містять запобіжники на випадок критичного погіршення ліквідності емітента та у разі загрози злиття чи поглинання» [10].

Як бачимо, на сучасному ринку корпоративних облігацій постійно відбувається впровадження нових фінансових інструментів. Це дозволяє з емітентам пропонувати випуски цінних паперів із максимально гнучкими параметрами, які в свою чергу задовольняють потреби різноманітних інвесторів.

## **1.2 Особливості функціонування первинного ринку корпоративних облігацій**

Первинний ринок – це сегмент ринку капіталу, де відбувається розміщення цінних паперів (в нашому випадку облігацій), тобто вчинення емітентом, у тому числі через посередника, правочину, результатом якого є набуття першим власником права власності на цінні папери. Іншими словами первинний ринок цінних паперів – «це ринок першого власника, тобто учасниками правовідносин на первинному ринку завжди є емітент (або

андерайтер як довірена особа емітента) та інвестор, який є першим власником відповідних цінних паперів» [11].

Отже, основними учасниками первинного ринку облігацій є їх емітенти (у випадку із корпоративними облігаціями – різноманітні підприємства), інвестори та особи, які за винагороду надають професійні послуги в сфері обігу цінних паперів.

Порівняння обсягу залучених коштів через випуск акцій та облігацій в світі, демонструє повне домінування сегменту саме боргових інструментів (див. Рис. 1.3). Так, за підсумками 2020 року від випуску облігацій було залучено 27,3 трлн. дол США, та 0,83 трлн. від розміщення титулів власності. За період з 2006 по 2020 роки середньорічний обсяг випуску облігацій та акцій становили 18,6 та 0,6 трлн. дол США відповідно [12].

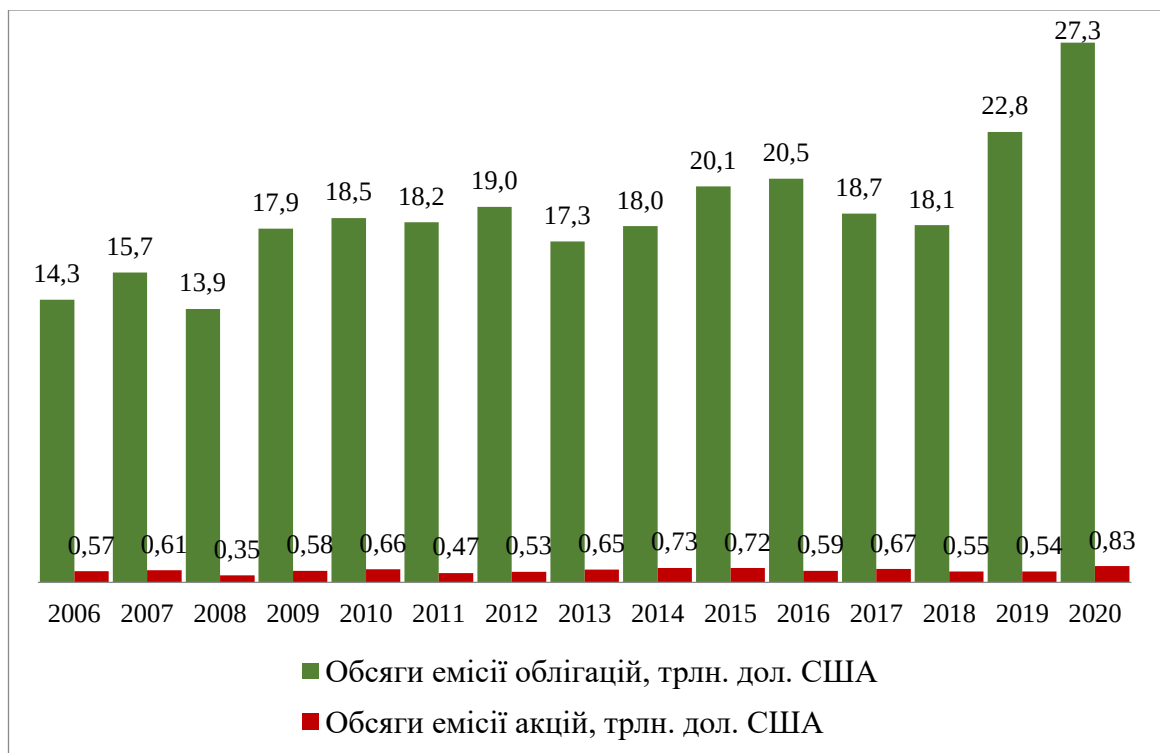


Рисунок 1.3 – Обсяги залучення коштів на світовому ринку капіталу  
Джерело: складено автором за даними [12]

Якщо проаналізувати кумулятивні показники – обсяг непогашених облігацій, що знаходяться в обігу, та сумарну ринкову капіталізацію провідних бірж світу, то відмінність між різними інструментами залучення капіталу стає не такою відчутною (рис. 1.4). При цьому співвідношення обох показників до

розміру світового ВВП перевищували 100% протягом періоду, що розглядається. Подібне значення підкреслює суттєву глибину світового фондового ринку.

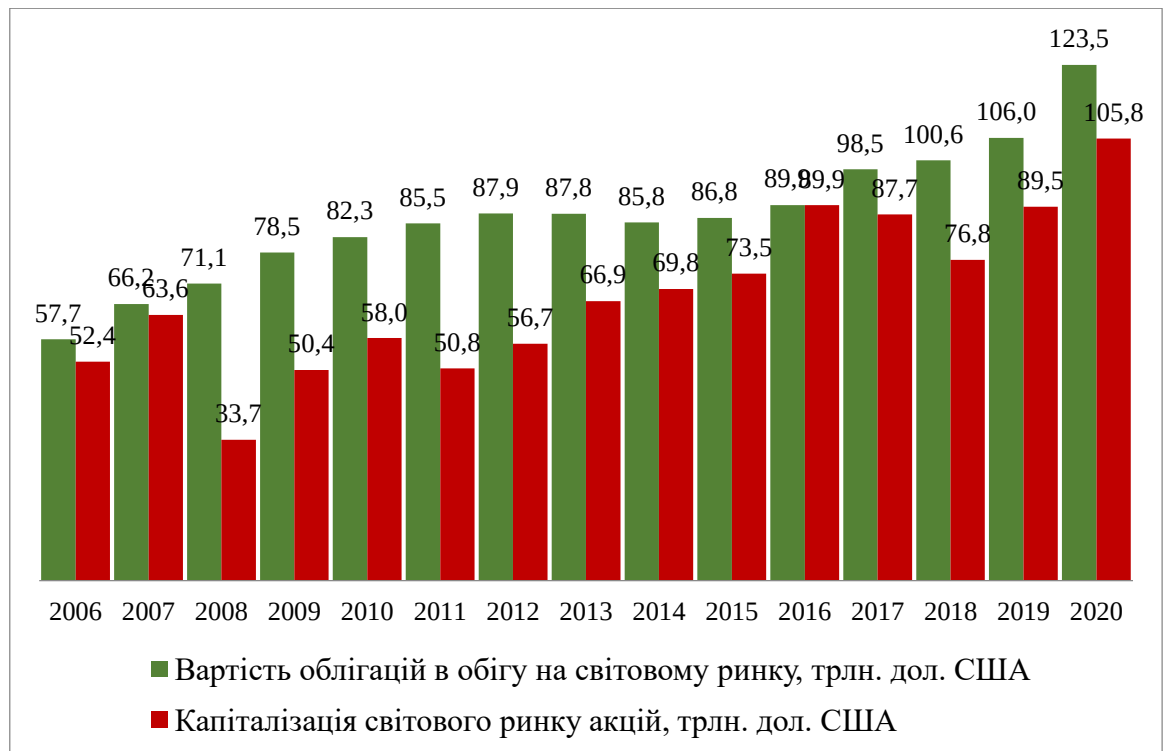


Рисунок 1.4 – Розподіл світового фондового ринку за інструментами в обігу

*Джерело: складено автором за даними [12]*

В географічному розрізі ринок облігацій США й надалі займає домінуюче положення в світі. Первинні ринки держав Єврозони та Японії не демонструють стрімкого зростання й їх частка зменшується на користь емітентів із країн, що розвиваються, насамперед Китаю. Темпи зростання ринку боргових інструментів у вказаних країнах пояснюються наступними чинниками:

- «посилення фундаментальних макроекономічних чинників (зростання ВВП, збільшення норми заощадження, стабілізація темпів інфляції тощо);
- зосередженість державної політики на розбудові та розвитку внутрішнього ринку запозичень задля зменшення зовнішнього боргу;
- інтенсифікація припливу закордонних портфельних інвесторів у пошуках високої дохідності у порівнянні із розвинутими країнами» [13].

Щодо структури емітентів облігацій, то простежується дві тенденції. По-перше зменшується активність емітентів із фінансового сектору. По-друге зростає значення суверенних та корпоративних позичальників, як із розвинутих так й ринків, що формуються (див. Рис. 1.5). Безпрецедентно низька вартість грошей обумовлена нетрадиційними монетарними політиками зменшили вартість залучення капіталу для підприємств. При цьому метою емісії вже є не лише розширення бізнесу та виробничі витрати, але й рефінансування минулих боргів на більш вигідних умовах.

За підрахунками фахівців із ОЕСР за період з 2008 по 2019 роки середньорічний обсяг випусків корпоративних облігацій не банківського сектора становив 1,9 трлн дол США. Це більш ніж двократне перевищення аналогічного показника за період з 2000 по 2007 роки. Як результат такої активності, всього станом на початок 2020 року в світі в обігу знаходились корпоративні облігації на суму 13,5 трлн. дол США. Із вказаного числа 78% припадає на облігації компаній із розвинутих країн, та 22% на бонди корпорацій-емітентів із країн, що розвиваються. Саме в цій групі країн зростання має особливо виражений характер, насамперед через ринок корпоративних облігацій КНР. Тут середньорічне значення сумарної емісії з 2008 по 2019 роки становило 285 млрд дол США. Компанії із решти країн, що розвиваються, за вказаний період залучали від 110 до 190 млрд. дол. США [14].

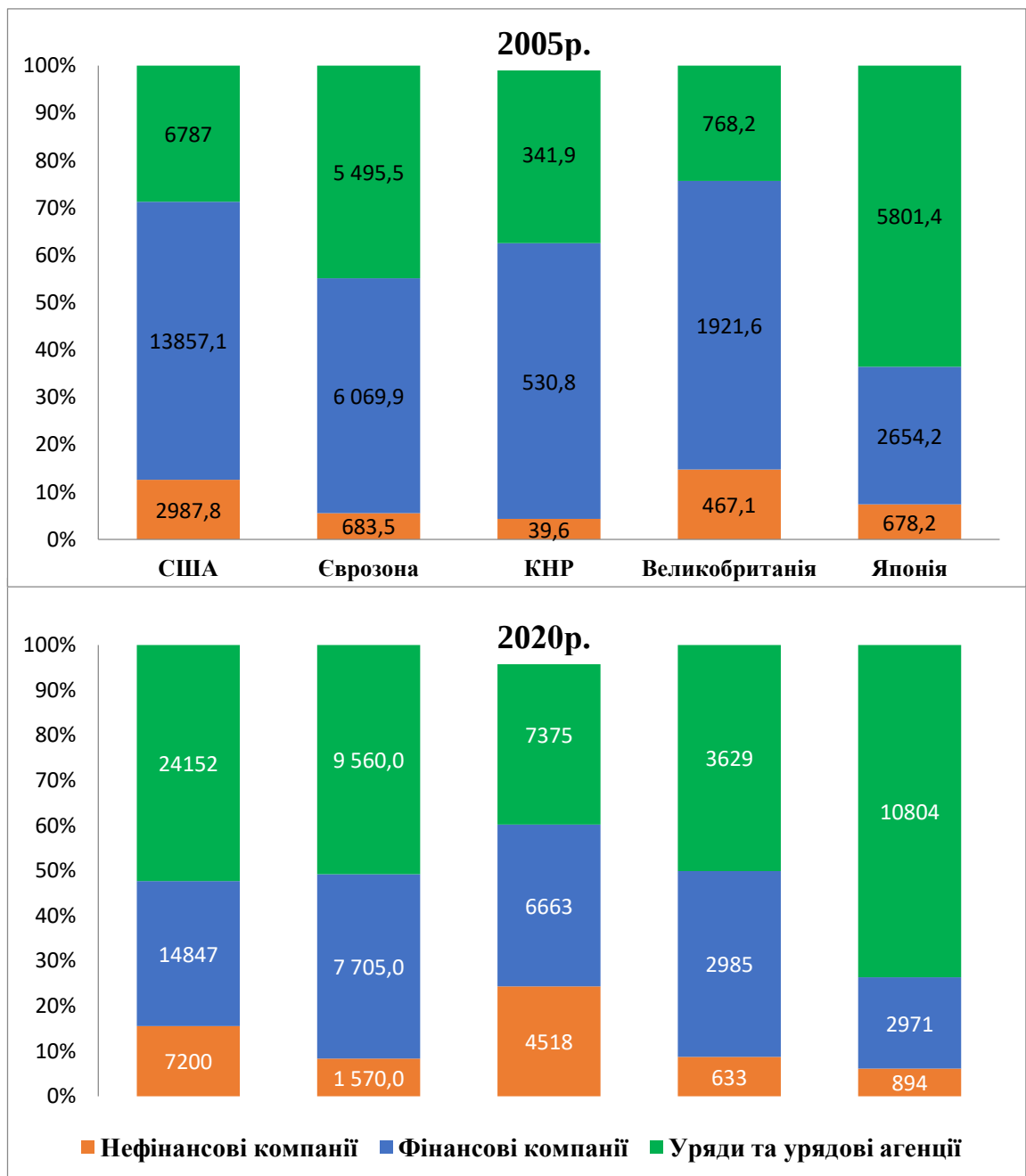


Рисунок 1.5 – Співвідношення боргових цінних паперів в обігу за групами емітентів в обраних країнах

Джерело: складено автором за даними [15, 16]

Рекордні показники зростання емісії корпоративних облігацій в світі пов'язані із наступними факторами:

- регулятивні ініціативи багатьох країн, що покликані стимулювати розвиток облігаційних позик як стійке джерело довготривалого фінансування поряд із банківським кредитуванням;

- збільшення популярності облігацій як окремого класу активів серед інвесторів;

- нетрадиційна монетарна політика провідних центральних банків країн світу у формі «кількісного пом'якшення» [13].

Як наслідок, ринок корпоративних облігацій дійсно став відчутною альтернативною традиційного банківського кредитування. В структурі міжнародного кредитування (міжнародні кредити, місцеві позики в іноземній валюті та боргові цінні папери випущені на зовнішніх ринках) відбувся зсув у бік емісійних джерел фінансування. Якщо у 2008 році облігації займали в структурі міжнародного кредиту 48%, то у 2018 - вже 57% [17].

Імплементація суворих вимог регулятивними органами до банків та скорочення їх міжнародної активності, стимулювало нефінансові корпорації активізувати випуск саме міжнародних облігацій. Станом на кінець 2020 року на світовому ринку знаходились в обігу міжнародні корпоративні облігації на суму 4,37 трлн. дол. США (рис. 1.6.).

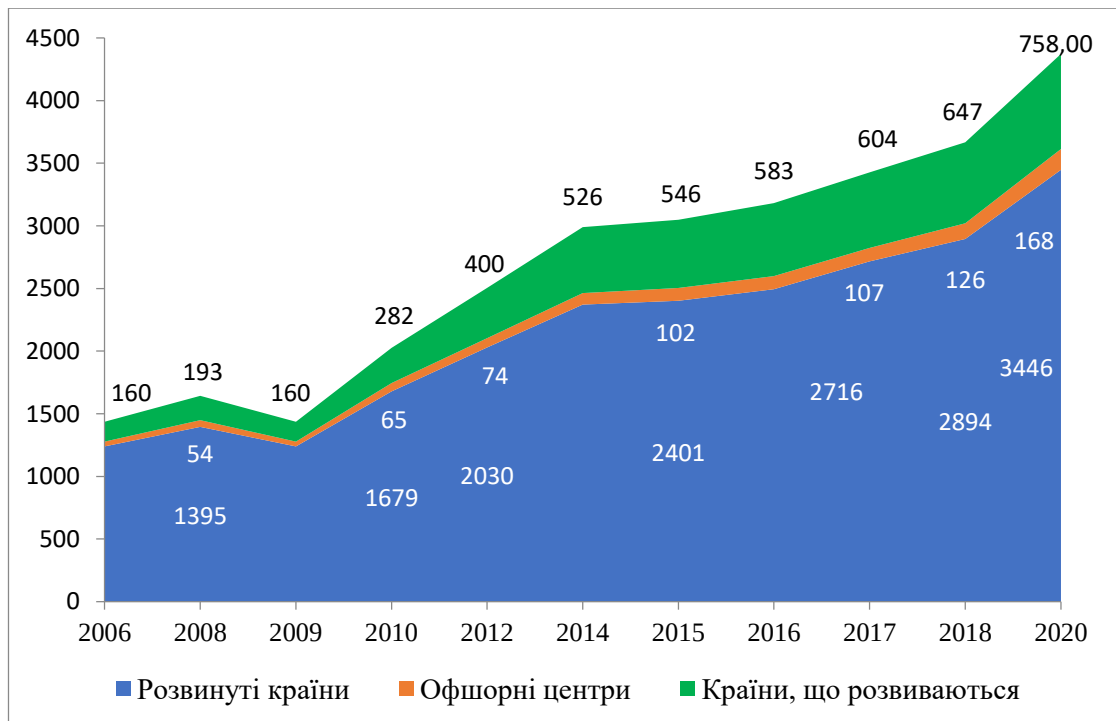


Рис. 1.6 – Вартість міжнародних облігацій нефінансових корпорацій в обігу, млрд дол. США

Джерело: складено автором за даними [16]

Підприємства емітують різні види облігацій на міжнародному та національному ринках. Незалежно від країни походження чи сфери діяльності емітента. Бізнес використовує світові євrorинки капіталу для проведення великих за обсягами випусків на коротші терміни, в іноземній валюті та фіксованими відсотковими ставками. «Більше половини корпорацій, після виходу на міжнародні ринки капіталу, продовжують активно діяти й на національному ринку облігацій, нарощуючи обсяги емісії. Це пояснюється тим, що внутрішні інвестори із більшою довірою ставляться до компаній, що випустили міжнародні бонди, у порівнянні із виключно національними емітентами. Подібні моделі поведінки підтверджують ідею, що національний та міжнародні ринки позичкового капіталу скоріше доповнюють аніж замінюють один одного» [18].

Великі обсяги емісії та глибина ринку не єдині риси сучасного ринку корпоративних облігацій. Іншими особливостями є:

- загальне погіршення «якості» позичальників;
- збільшення строків обігу нових випусків;
- зменшення рівня захисту власників облігацій, через скорочення кovenант.

Умовна якість тих чи інших боргових цінних паперів вимірюється рівнем інвестиційного рейтингу, який отримують ті чи інші емітенти (випуски). Рейтинги присвоюються після оцінювання кредитоспроможності позичальників відомими рейтинговими агентствами, які є одним із найважливіших елементів інфраструктури ринку облігацій. Рейтингову оцінку отримують як цінні папери, так й безпосередньо самі підприємства-емітенти. «Усі рейтинги характеризують спроможність позичальників вчасно і в повному обсязі відповісти за своїми зобов'язаннями. Рейтинги різних видів боргових зобов'язань одного й того самого позичальника можуть відрізнятися. При цьому, звичайно, всі рейтинги, пов'язані з одним позичальником, не дуже відрізняються між собою» [19]. В подальшому рейтинги можуть бути знижені,

якщо кредитна якість емітента погіршується, або підвищені, якщо показники діяльності покращуються.

У таблиці 1.2 наведено узагальнені рейтингові шкали емітентів довгострокових облігацій найвідомішими рейтинговими агентствами у світі.

Таблиця 1.2 – Рейтингові шкали провідних рейтингових агенцій світу

| S&P                                         | Moody's | Fitch Ratings | Кредитоспроможність                                                                                                                                                                                                                                |
|---------------------------------------------|---------|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Інвестиційний рівень (Investment Grade)     |         |               |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| AAA                                         | Aaa     | AAA           | Найвищий кредитний рейтинг                                                                                                                                                                                                                         |
| AA+                                         | Aa1     | AA+           | Практично не відрізняється від найвищого рейтингу, характеризує дуже високу надійність емітента                                                                                                                                                    |
| AA                                          | Aa2     | AA            |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| AA-                                         | Aa3     | AA-           |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| A+                                          | A1      | A+            | Висока надійність емітента з деякою мірою схильності до ризику негативних змін економічних умов                                                                                                                                                    |
| A                                           | A2      | A             |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| A-                                          | A3      | A-            |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| BBB+                                        | Baa1    | BBB+          | Достатня надійність емітента, що може знизитися під впливом негативних змін економічних умов                                                                                                                                                       |
| BBB                                         | Baa2    | BBB           |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| BBB-                                        | Baa3    | BBB-          |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Спекулятивний рівень (Non-Investment Grade) |         |               |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| BB+                                         | Ba1     | BB+           | Емітент менш уразливий у короткостроковій перспективі, ніж емітенти з більш низьким рейтингом, однак залежать від несприятливих змін у веденні бізнесу, фінансових та економічних умов                                                             |
| BB                                          | Ba2     | BB            |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| BB-                                         | Ba3     | BB-           |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| B+                                          | B1      | B+            | Емітент більш уразливий, ніж на попередньому рівні, але має можливість виконати свої зобов'язання. Несприятливі зміни у веденні бізнесу або у фінансових та економічних умовах скоріш за все знизять здатність емітента виконати свої зобов'язання |
| B                                           | B2      | B             |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| B-                                          | B3      | B-            |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| CCC                                         | Caa     | CCC           | У цей момент емітент уразливий до несприятливих змін у веденні бізнесу, фінансових та економічних умов                                                                                                                                             |
| CC                                          | Ca      | CC            | Висока поточна вразливість емітента                                                                                                                                                                                                                |
| C                                           | -       | C             | Висока поточна вразливість емітента до неплатежу, може призначатись за фактом початку процедури банкрутства                                                                                                                                        |
| D                                           | C       | D             | Присвоюється за фактом дефолту емітента                                                                                                                                                                                                            |
| SD                                          | -       | RD            | Частковий дефолт, присвоюється, якщо емітент допустив дефолт з певних зобов'язань, але рейтингове агентство припускає, що він виконає свої зобов'язання у відповідні терміни                                                                       |
| pr                                          | e, p    | Expected      | Попередній рейтинг емітента, може відрізнитись від остаточного                                                                                                                                                                                     |
| -                                           | WR      | -             | Рейтинг емітента відкликаний                                                                                                                                                                                                                       |

Джерело: складено автором за даними [19]

Як бачимо, корпоративні облігації поділяються на дві великі категорії: облігації інвестиційного та спекулятивного рівня (також відомі як високодохідні або «сміттєві»). Облігації спекулятивного рівня випускаються компаніями, які мають нижчу кредитну якість та вищий ризик дефолту, ніж компанії

інвестиційного класу з більш високим рейтингом. Кожна із цих груп, в свою чергу, також включає в себе широкий діапазон інших рейтингів, що відображає той факт, що фінансовий стан емітентів може значно відрізнятись.

Облігації спекулятивного рівня, як правило, випускаються новими компаніями, компаніями в особливо конкурентоспроможних або нестабільних галузях, або компаніями з проблемними фундаментальними показниками. Хоча кредитний рейтинг спекулятивного рівня вказує на більшу ймовірність дефолту, вищий рівень відсоткової ставки за цими облігаціями слугує компенсацією інвесторам за вищий ризик.

Починаючи з 2010 року частка облігацій із спекулятивним рейтингом опускалась нижче 20% лише у 2018 році, а й 2019 році зросла аж до 25%. Починаючи із 1980-х років це найдовший період в історії із такою часткою спекулятивних облігацій в обігу. Подібні тенденції збільшують вірогідність потенційних дефолтів у майбутньому.

Протягом 2000-2007 років у середньому 38,9% усіх випусків облігацій інвестиційного рівня мали рейтинг ВВВ. За період 2008-2019 рр. їх середня частка в загальному обсязі випусків зросла до 44,6%. З 2017 року випуски з рейтингом ВВВ становили більше половини всіх випусків інвестиційного класу й склали 51% за підсумками 2019 року. Як наслідок, загальна вартість облігацій із рейтингом ВВВ в світі склала 3,8 трлн дол. США., що становить майже 30% вартості всіх корпоративних облігацій у світі [14].

Таким чином, великі обсяги облігацій із рейтингом ВВВ, облігацій спекулятивного рівня та боргових паперів підприємств із ринків, що формуються, призвели до ситуації, коли облігації з нижчою кредитною якістю стали домінувати на світовому ринку капіталу. Станом на початок 2020 року лише 30% корпоративних облігацій мали рейтинг вище А, та були емітовані підприємства із розвинутих країн.

Окрім цього за останні два десятиріччя суттєво зріс й середній строк обігу облігацій. Якщо на початку сторіччя він становив 9,4 роки, то за період з 2014 по 2019 року збільшився до 12,4 року. Як наслідок, зниження рейтингів та

збільшення строків погашення зробили ринки корпоративних облігацій більш чутливими до будь-яких майбутніх змін монетарної політики, зокрема процентних ставок [14].

Рейтинги є край важливими для інвесторів на первинному ринку боргових цінних паперів. Через різноманіття умов випуску та низьку ліквідність, особливо для малих випусків, основними інвесторами на ринку облігацій є фінансові інституції, насамперед інституційні інвестори. Оскільки страхові компанії (особливо страхування життя) та пенсійні фонди мають довгострокові зобов'язання перед своїми клієнтами, облігації як довгострокові боргові цінні папери добре відповідають структурі їх зобов'язань.

Це підтверджують підрахунки фахівців із ОЕСР. Так, частки володіння фінансових інституцій (центральні та комерційні банки, інституційні інвестори) у загальному обсязі корпоративних облігацій в обігу на чотирьох провідних ринках станом на 2018 рік відповідно становили: США, Японія – 86%, Єврозона – 93% та Великобританії – 98%. У всіх регіонах значну роль відіграють страхові компанії та пенсійні фонди, які володіють понад 30% корпоративних облігацій. У США вони володіють майже половиною бондів. Центральні банки також є відчутними інвесторами в корпоративні облігації, за винятком США. На них припадає 23% внутрішніх облігацій в єврозоні, 49% у Японії, 32% у Великобританії та 7% у США. Інвестиційні фонди володіють значною частиною корпоративних облігацій у єврозоні. (31%) і США (28%), але менше ніж 8% у Великобританії та Японії (див. Рис. 1.7) [14].

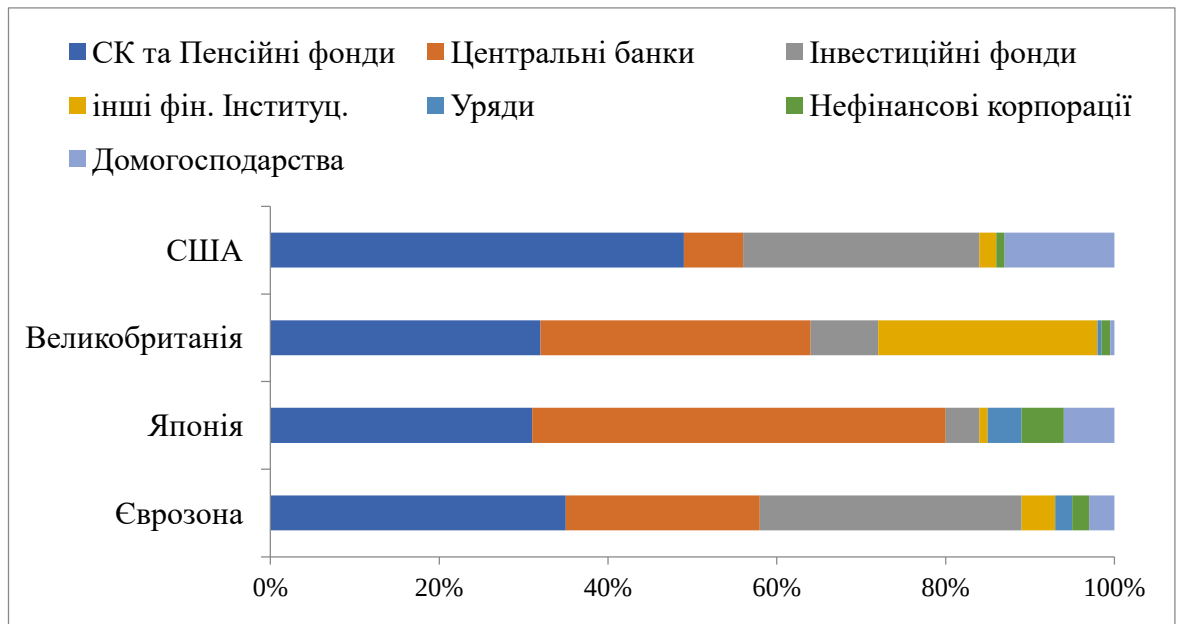


Рис. 1.7 – Розподіл облігацій, що знаходяться в обігу, серед різних груп інвесторів станом на 2018 рік

Джерело: [14]

Як було вказано вище, на формування інвестиційного портфеля всіх основних власників корпоративних облігацій найбільше впливають зовнішні кредитні рейтинги. Це здійснюється або через нормативно-правові акти, які використовують рейтинги як орієнтир для встановлення кількісних обмежень і вимог до капіталу, або за допомогою власних інвестиційних стратегій побудованих на основі рейтингів, та відображених в інвестиційних політиках.

Не дивлячись на це, монетарна політика низьких процентних ставок з метою підтримки економічного відновлення змусила інституційних інвесторів шукати прибутковість у більш ризикованих сегментах ринку корпоративних облігацій, щоб досягти своїх цільових показників прибутковості. Ще одним свідченням такої зміни настроїв інвесторів є зниження якості облігацій неінвестиційного рівня. Погодження зі слабшими ковенантами означає збільшення прибутку для інвесторів в облігації із більшими ставками в обмін на зменшення власного захисту.

Оскільки у більшості випадків відкрита емісія цінних паперів здійснюється підприємствами не на регулярній основі та є доволі специфічною трудомісткою процедурою, на практиці вона відбувається за участю компанії –

професійного учасника ринку цінних паперів. В світовій практиці подібні послуги надають інвестиційні банки, які у випадку обслуговування випуску цінних паперів виступають у ролі андеррайтерів.

Головне завдання андеррайтера забезпечити компанію-емітента необхідним капіталом від розміщення цінних паперів отримавши за це відповідну винагороду. Для цього андеррайтер аналізує стан компанії-емітента, готує проспект емісії, реєструє його, налагоджує зв'язки емітента із потенційними великими інвесторами, проводить продаж та підтримує ринок розміщених облігацій.

Десятка провідних інвестиційних банків світу наведена у таблиці 1.3 Варто відмітити, що із загального прибутку інвестиційних банків за підсумками 2020 року безпосередньо на операції із борговими цінними паперами припадає 24%. Решту доходу приносять операції із акціями, обслуговування угод злиття та поглинання та синдиковане кредитування [20].

Таблиця 1.3 – Найбільші інвестиційні банки світу за розміром доходу за 2021 рік

| №  | Банк            | Дохід,<br>млн дол<br>США | Частка,<br>% |
|----|-----------------|--------------------------|--------------|
| 1  | JPMorgan        | 12 263,2                 | 9,3          |
| 2  | Goldman Sachs   | 11 473,3                 | 8,7          |
| 3  | Morgan Stanley  | 8 552,4                  | 6,5          |
| 4  | BofA Securities | 8 240,2                  | 6,2          |
| 5  | Citi            | 6 284,1                  | 4,8          |
| 6  | Barclays        | 4 764,0                  | 3,6          |
| 7  | Credit Suisse   | 4 504,3                  | 3,4          |
| 8  | Jefferies LLC   | 3 521,7                  | 2,7          |
| 9  | Deutsche Bank   | 3 190,1                  | 2,4          |
| 10 | UBS             | 2 424,6                  | 1,8          |
|    | Інші            | 65 218,0                 | 49,4         |

Таблиця 1.3 – Найбільші інвестиційні банки світу за розміром доходу за 2021 рік

| № | Банк   | Дохід,<br>млн дол<br>США | Частка,<br>% |
|---|--------|--------------------------|--------------|
|   | Всього | 132 077,0                | 100,0        |

Джерело: [20]

Таким чином зниження середньої якості емітента, збільшення середніх строків погашення та погіршення умов захисту для власників облігацій неінвестиційного рівня сигналізує про період підвищеного апетиту до ризику серед інвесторів та зміщення умов кредитування на користь емітентів.

### 1.3 Аналіз інфраструктури вторинного ринку облігацій

Вторинний ринок цінних паперів являє собою систему відносин учасників ринку щодо обігу цінних паперів, тобто зміною прав власності від однієї особи до іншої. Головною метою цього сегменту ринку є «забезпечення ліквідності цінних паперів, тобто створення умов для найширшої торгівлі ними, що своєю чергою, надає можливість власникові реалізувати їх у мінімальний строк за незначних варіацій курсів і невисоких витрат на реалізацію» [11].

Вторинний ринок облігаціями й зокрема корпоративними відрізняється від торгівлі іншими фінансовими інструментами, наприклад такими як акції.

Частково це обумовлено особливостями та природою боргових цінних паперів. Облігації не є однорідними уніфікованими інструментами в порівнянні з акціями, через різноманіття компаній-емітентів із різним рівнем ризику, процентною ставкою та строком обігу. З одного боку це дозволяє позичальникам формувати облігаційні позики під свої власні потреби із врахуванням строку, наявності застав та інших вимог. З іншого, навіть в рамках

одного окремого підприємство виникає велика кількість різних облігаційних випусків, із яких лише незначна частина регулярно торгується на ринку.

Так, згідно даних Міжнародної асоціації ринків капіталу (ISMA) в країнах-членах Європейському Союзі співвідношення міжнародних ідентифікаційних номерів боргових цінних паперів до відповідного показника для випусків акцій становить 33 до 1 [21]. В США на 2500 підприємств емітентів припадає майже 10 000 випусків облігацій [22].

Подібне різноманіття емітентів впливає на відносну неліквідність ринків корпоративних облігацій. При цьому деякі випуску облігацій, емітенти та сектори є більш ліквідними, ніж інші. Ліквідність ринку може бути досягнута через уніфікацію умов випусків, особливо великими позичальниками, що знизить рівень неоднорідності на ринку.

Незважаючи на велику кількість та різноманіття, корпоративні облігації торгуються, рідше ніж акції компаній великої капіталізації або суверенні облігації розвинутих країн. Як правило, регулярно торгуються лише облігації великих випусків, але й в цьому випадку ліквідність та значення спредів відчутно поступаються аналогічним показникам ринку акцій.

У той час як акції великих корпорацій торгуються тисячі разів на день (а інколи й частіше), облігації, навіть ті, які вважаються ліквідними, можуть взагалі не торгуватися щодня. В той же час коефіцієнт оборотності корпоративних облігацій (співвідношення щоденного обсягу торгів до загальної суми непогашених бондів, що знаходяться в обігу) не набагато нижчий, ніж у акціях, що торгуються на біржі (від 0,5% до 1% у США та менше 0,5% у Великобританії та Канаді). Це пояснюється тим, що не дивлячись на рідкий характер угод із корпоративними облігаціями їх розмір коливається від одного до п'яти мільйонів доларів США або навіть більше, особливо в США, що набагато більше ніж у випадку із акціями.

Неоднорідність та різноманітність облігацій ускладнюють пошук контрагента для покупців й продавців, а отже вимагають участі дилера-посередника. Саме тому історично, вторинний ринок облігацій є за природою

ринком децентралізованим, оскільки представлений великою кількістю банків-дилерів, які через електронні або телефоні засоби зв'язку вставляють котирування для інвесторів.

Саме дилери домінують на ринку й за обсягами й за кількістю угод, які укладають. Як правило, виступаючи у ролі андеррайтерів певних облігаційних випусків на первинному ринку, банки продовжують підтримувати й вторинний ринок цих інструментів. Дилери обслуговують широкий спектр емітентів, які отримують багато супутніх послуг від банків-андеррайтерів. Зазвичай дилери не мають регулятивних зобов'язань щодо створення ринків облігацій своїх емітентів, але надають такі послуги через очікування клієнтів.

За останні роки методи участі дилерів на ринку змінились у бік комісійних без ризикових угод. Це було викликано значними регулятивними реформами в багатьох країнах світу, спрямованими на зменшення діяльності банківських установ у ризикових сферах діяльності, якою є спекулятивні операції із цінними паперами за свій рахунок. Замість того щоб тримати великі портфелі на власних балансах, банки-дилери поєднують покупців на продавців в якості брокерів, діючи за рахунок клієнтів.

Як зазначалось вище, найбільшою групою інвесторів у корпоративні облігації є інституційні інвестори (страховики компанії та пенсійні фонди), характерною особливістю яких довгострокові інвестиційні стратегії. Джерела коштів подібних інвесторів мають середньо- та довгострокову основу, тому вони можуть дозволити собі купувати та тримати активи довше всіх інших інвесторів, насамперед роздрібних. Таким чином, в портфелі страхових компаній та пенсійних фондів переважають високоякісні боргові цінні папери із великими строками обігу.

Подібна структура учасників ринку корпоративних облігацій впливає на порівняно низькій рівень волатильності та обсяги торгівлі. Це відштовхує інвесторів, орієнтованих на короткостроковий арбітраж або кількісні стратегії (на відміну від ринків державних облігацій або акцій). Тим не менш, останнім часом спостерігається зростання кількості облігаційних ETF та

високочастотних трейдерів, які давно є обов'язковим елементом ліквідних ринків акцій.

В той же час спостерігається відчутний рівень зростання комп'ютеризованої торгівлі. Як наслідок на вторинному ринку облігацій з'явилась значна кількість спеціалізованих торговельних платформ. Їх можна поділити на три групи:

- багатосторонні міждилерські системи;
- систем-клієнт-дилер;
- систем «всі для всіх».

Взаємодія учасників в цих системах може відбуватись за декількома, так званими протоколами:

- запит на котирування (від англ Request for quote (RFQ). Це найпоширеніший протокол, в рамках якого користувачі запитують маркет-мейкерів ціни на пакет певної кількості цінних паперів. При цьому ідентифікація ініціатора угоди може розкриватися, а може бути анонімною;

- централізована книга замовлень (від англ. Central limit order book (CLOB). В цьому випадку відбувається накопичення замовлень за купівлю та продаж, а потім виконуються у відповідності до певної встановленої пріоритетності. Побіні механізми використовуються із найбільш ліквідними цінними паперами, тобто корпоративними облігаціями із найвищим рейтингом;

- «Всі для всіх» (від англ. «All-to-all»). Цей протокол, який представляє невеликий, але зростаючий сегмент електронної торгівлі облігаціями, дозволяє покупцям та продавцям безпосередньо взаємодіяти один з одним, забезпечуючи високий рівень прозорості. Оскільки угоди укладаються без посередництва дилерів, то витрати на їх проведення є низькими [23].

- торгівля портфелем передбачає пропозицію через торговельну платформу декільком дилерам відразу сформованого портфелю різних облігацій, які відрізняються за дохідністю та строками обігу.

З 2017 по 2020 роки частка торгівлі корпоративними облігаціями інвестиційного рівня в США із використанням системи «Всі для всіх» збільшилась із 5% до 12% [24].

Деякі із цих систем впроваджуються спеціалізованими компаніями, наприклад Tradeweb, MarketAxess, інші впроваджуються та експлуатуються великими комерційними банками (UBS BondPort), багато використовуються в рамках відомих біржових холдингів (Bondvision London Stock Exchange, ICE Bonds, SIX Corporate bond, Euronext, Eurex Bonds та інші) [13].

Розподіл електронної торгівлі корпоративними облігаціями за типами протоколів наведено на рисунку 1.8.

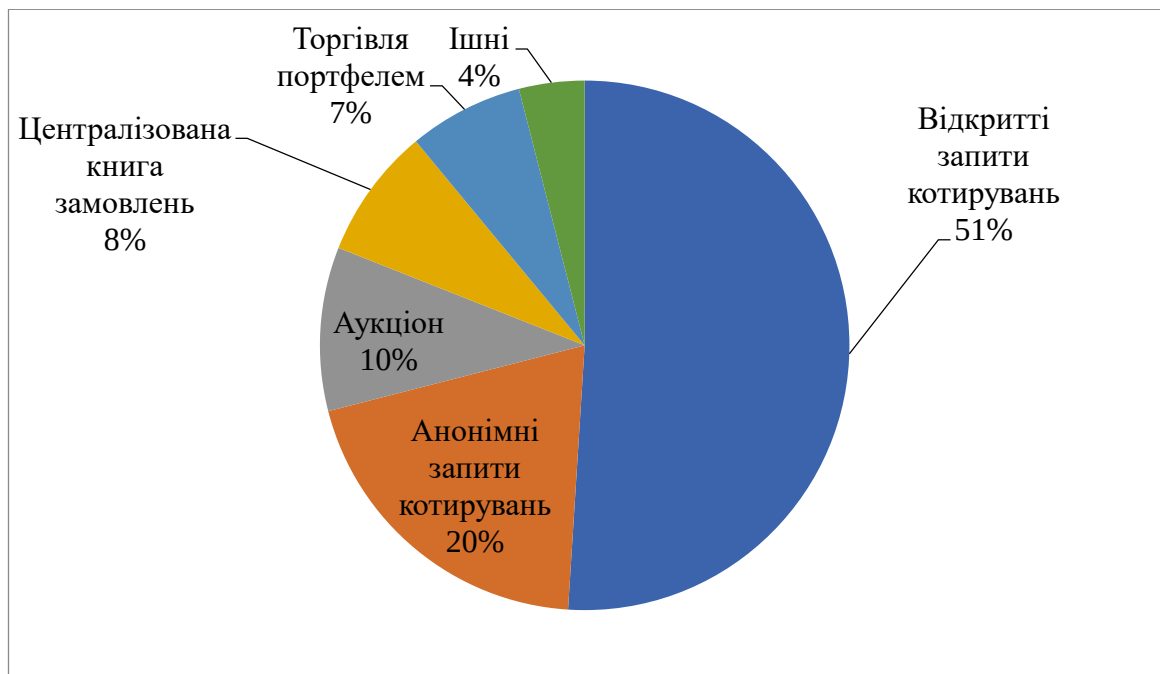


Рисунок 1.8 – Розподіл електронної торгівлі корпоративними облігаціями в США за типами протоколів, 2020р.

Джерело: [24]

Окрім цього учасники ринку можуть використовувати електронні платформи торгівлі для остаточного проведення попередньо узгодженої угоди, насамперед задля проведення розрахунків та трансферу цінних паперів. Подібна практика в цілому позитивно впливає на відкритість ринку та процес ціноутворення. В США за останні десять років частка угод із корпоративними облігаціями, що укладаються саме за допомогою електронних торгівельних

платформ збільшилась із 8% до 24%. Хоча в основному це стосується угод невеликого розміру із найбільш ліквідними облігаціями [22].

Також наслідками збільшення комп'ютеризованої торгівлі через централізовані платформи стали ширша участь індивідуальних роздрібних інвесторів та зменшення середнього розміру угод. Так, за період з 2006 по 2016 роки середній розмір угоди на ринку корпоративних облігацій Сполучених Штатів зменшився із 2 до 1,2 млн. дол. США [25].

Таким чином, можна констатувати, що сучасний ринок корпоративних боргових цінних паперів залишається ринком позабіржовим, тобто децентралізованим, що породжує ряд його суттєвих відмінностей від ринку акцій (див. табл. 1.3).

**Таблиця 1.3 – Відмінності вторинного ринку корпоративних облігацій та акцій**

| <b>Ознака</b>                                     | <b>Ринок облігацій</b> | <b>Ринок акцій</b>      |
|---------------------------------------------------|------------------------|-------------------------|
| <i>Характер угод</i>                              | децентралізований      | централізований         |
| <i>Типи інвесторів</i>                            | переважно інституційні | різноманітні            |
| <i>Рівень використання алгоритмічної торгівлі</i> | низький                | високий                 |
| <i>Рівень волатильності</i>                       | низький                | високий                 |
| <i>Середній розмір угод</i>                       | більше 1 млн дол. США  | менше 100 тис. дол. США |

*Джерело: складено автором*

Як бачимо, на відмінну від акцій торгівля облігаціями активно на традиційних біржах не провадиться. В той же час багато емітентів все ж проводять лістинг власних облігацій на деяких біржах. Особливо тут виділяються так звані «офшорні» біржі, які слугують лістинговими майданчиками для єврооблігацій.

«Причинами, по яких емітенти проводять лістинг боргових цінних паперів на подібних майданчиках, є наступні:

— прозорість операцій. Інформація про угоди із облігаціями розповсюджується серед інвесторів, що може сприяти зростанню ліквідності;

— збільшення попиту на боргові інструменти, перш за все для інституційних інвесторів, від яких законом вимагається вкладати кошти виключно у лістингові цінні папери;

— підвищення статусу випуску, через лістинг на відомій біржі, наприклад Ірландії або Люксембургу, які є членами ЄС;

— отримання податкових переваг. При перебування облігації у біржовому списку емітент не буде зобов'язаний утримувати податок при виплаті відсотків» [13].

Незважаючи на появу нових учасників, таких як ETF, та посиленням комп'ютеризації торгів, ринки корпоративних облігацій залишаються ринками інституційних інвесторів із стратегією «купи та тримай» та суттєво залежними від обмеженої кількості дилерів-посередництва. Із врахуванням зменшення дилерської активності через жорсткі вимоги до капіталу це породжує суттєві ризики розвитку ринку в умовах потенційних стресових ситуацій.

## РОЗДІЛ 2

### СУЧАСНІ ТЕНДЕНТЦІЇ РОЗВИТКУ СВІТОВОГО РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ

#### 2.1 Облігації в контексті сталого розвитку

Новою парадигмою сучасного суспільства є ідея сталого розвитку, що полягає у трансформації світової економіки у напрямку все більшої екологізації. Як наслідок в світі набирає популярності концепція «зеленої» економіки. Головна мета цієї концепції «полягає у досягненні помітного прогресу у взаємозв'язку "екологія–економіка", як "стовпа" впровадження сталого розвитку. Йдеться про перехід до збалансованого розвитку, що включає сприяння інвестиціям у природний капітал, вирішення проблем енергетики та забезпечення населення екологічно чистими продуктами харчування, приділення уваги питанням землекористування та оптимального управління ресурсами, перехід до більш ефективних, екологічних та ресурсозберігаючих технологій, спрямованих на зменшення викидів забруднюючих речовин, зупинку виснаження ресурсів, пом'якшення наслідків зміни клімату» [26].

«Ключову роль у реалізації такої моделі зростання відіграє фінансовий сектор з широким набором інструментів, що сприяють екологізації бізнесу, та який прийнято називати «зеленими фінансами» [27].

Одним із цих інструментів фінансування, який уможливорює залучення інвестицій великих розмірів на довгостроковій основі є облігації. В даному контексті вони отримали назву «зелених», тобто інструментів, всі кошти від випуску яких використовуються виключно на фінансування екологічних проектів. «Зелені» облігації можна назвати також тематичними, по аналогії із залізничними чи військовими.

Так само як й звичайні «зелені» бонди можуть бути емітовані різними групами інвесторів. Вперше облігації схожі на сучасні «зелені» під назвою Climate Awareness Bonds були випущені Європейським банком реконструкції та

розвитку у 2007р. для фінансування проектів в галузі альтернативної енергетики. Наступного року Міжнародний банк реконструкції та розвитку емітував вже саме «зелені» облігації. Перший випуск «зелених» корпоративних облігацій здійснила у 2013 році шведська девелоперська компанія Vasakronan. Емітентом перших суверенних кліматичних бондів став Уряд Польщі у 2016 році. Різновиди зелених облігацій за видами емітентів та характером грошових потоків наведено в таблиці 2.1

**Таблиця 2.1 – Види «зелених» облігацій**

| <b>Види зелених облігацій</b>                                                                                                                                                   | <b>Емітенти</b>                                                                          | <b>Борговий регрес</b>                                                                                                                                                         | <b>Ризик виконання зобов'язань</b> |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|
| <b>Державні та наднаціональні облігації із загальними зобов'язаннями.</b><br>Передбачають звичайні для цього виду облігацій виплати по зобов'язаннях та строки                  | Національні та органи місцевої влади, міжнародні банки розвитку та фінансові організації | Право стандартного повного регресу до емітенту. Облігації мають рейтинг емітента                                                                                               | Емітент                            |
| <b>Корпоративні облігації із загальними зобов'язаннями.</b><br>Випускаються для фінансування власних «зелених» проектів. Емітент гарантує виплати власним балансом              | Корпорації                                                                               | Право стандартного повного регресу до емітенту. Облігації мають рейтинг емітента                                                                                               | Емітент                            |
| <b>Проектні облігації.</b><br>Виплати за облігацію гарантуються грошовим потоком інфраструктурного проекту, а також банками чи місцевою владою, якщо вони надають такі гарантії | Субнаціональні органи влади, корпорації, банки                                           | Право регресу звертається на сукупність активів, в тому числі «незелених», які є в заставі                                                                                     | Емітент                            |
| <b>Облігації забезпечені доходами.</b><br>Виплати здійснюються за рахунок реалізації товарів та послуг, що вироблені в результаті завершення проекту                            | Субнаціональні органи влади, корпорації, банки                                           | Право регресу відноситься тільки до «зелених» активів, а також доходу від реалізації проекту. Рейтинг «зелених» бондів може відрізнятися від рейтингу інших облігацій емітента | Інвестор                           |

*Джерело:* [28]

По мірі розвитку та розширення ринку постала проблема відсутності загальновизнаних стандартів випуску та обігу облігацій, а також ефективного

механізму контролю за грошовими потоками з боку інвесторів. Першим кроком на шляху до стандартизації емісії «зелених» облігацій стала публікація в 2011р. міжнародною некомерційною організацією Climate Bond Initiative (CBI), першого стандарту кліматичних облігацій у сфері генерації вітрової енергії та схем їх сертифікації. Із часом стандарти видозмінювались та розширювались. Важливою новацією, що вони запровадили, став механізм сертифікації або маркування випуску «зелених» облігацій, яка покликана підтвердити приналежність емісії критеріям визначеним CBI. При цьому подібна сертифікація може провадитись експертами замовленими як самим емітентом, так й третьою стороною.

Ще одним документом, призваним забезпечити цілісність ринку «зелених» облігацій «через встановлення стандартів прозорості, розкриття інформації та звітності, стали «Принципи зелених облігацій» (The Green Bond Principles, GBP), розроблені консорціумом інвестиційних банків спільно з Міжнародною асоціацією ринків капіталу (ICMA). Принципи, як й стандарти CBI, мають рекомендаційний характер для емітентів, але є більш змістовними та регламентують ширше коло питань. В цілому GBP представляють собою керівництво за ключовими питаннями емісії «зелених» облігацій: цільове спрямування виручки, процес відбору потенційних проектів, управління доходами та звітність [29].

Для підтвердження автентичності випуску "зелених" облігацій найважливішим є саме напрямок використання коштів, залучених в ході їх емісії. «Категорії використання коштів в GBP визначені широко (при цьому перелік напрямків не носить закритий характер), а саме:

- поновлювані джерела енергії;
- енергоефективність та енергозбереження;
- ефективна утилізація відходів;
- раціональне використання земельних ресурсів (у т. ч. ефективне лісівництво та сільське господарство);
- біодиверсифікація (збереження біологічних видів);

- "чистий" транспорт;
- ефективне управління водними ресурсами;
- адаптація до кліматичних змін» [30].

Однак, варто відмітити, що відповідність вказаним вище «стандартам не дає повної гарантії щодо зеленої спрямованості проектів, що фінансуються. Так, у ряді проспектів «зелених» облігацій є положення, що дозволяють не завжди вважати дефолтом невиконання обіцянки спрямовувати кошти на зелені проекти (зокрема, такі правові «лазівки» є у проспекті облігацій компанії Apple)» [31].

Специфіка випуску «зелених» облігацій збільшує витрати емітента порівняно із звичайними борговими інструментами через обов'язки моніторингу та звітності використання надходжень від продажу облігацій. В той же час подібні витрати емітентів, особливо які роблять це регулярно, компенсуються рядом переваг:

- створення іміджу компаній, що орієнтовані на сталий розвиток;
- покращення маркетингових переваг;
- диверсифікація бази інвесторів через залучення спеціалізованих «зелених» фондів.

Вкладаючи кошти в екологічні проекти, компанія-емітент створює позитивний імідж за рахунок орієнтації на довгостроковий та стабільний розвиток. Інвестори, якими близькі принципи подібного інвестування віддадуть перевагу саме таким цінним паперам.

Крім високого рівня соціальної відповідальності та відповідності принципам стабільного розвитку, «зелені» облігації характеризуються вищим рівнем безпеки відповідно до інших портфельних інструментів.

«Також серед переваг «зелених» бондів можна відзначити більш низьку вартість залучення інвестицій за рахунок менших купонних виплат, пов'язану з високим попитом на даний фінансовий інструмент. З позиції інвесторів, «зеленим» облігаціям властива більша стабільність в разі зміни макроекономічних показників, наприклад коливання ціни на нафту» [32].

Змінюються й мотиви інституційних інвесторів: «якщо в перші роки формування ринку вони керувалися стремлінням до диверсифікації портфелів за рахунок інструментів із низьким ризиком та іміджевими факторами, то по мірі подальшого розвитку ринку на перший план вийшли цілі збереження клімату та зеленого росту» [31].

Розвиток ринку облігацій в парадигмі сталого розвитку розширив їх використання за межі виключно кліматичних проектів. Сьогодні в рамках всесвіту подібних боргових інструментів виділяють три великі групи, які об'єднуються назвою GSS-облігацій: власне зелені облігації (від англ. Green Bonds), соціальні облігації (від англ. Social Bonds) та облігації сталого розвитку (від англ. Sustainable Bonds)..

На кінець 2021 року на світовому ринку в обігу знаходилося більше 16 000 боргових інструментів GSS напрямку загальною вартістю більше 2,6 трлн. дол США (див. табл. 2.2) [33].

Таблиця 2.2 – Розмір ринку GSS-облігацій станом на 2021 рік

|                                       | <b>Зелені</b> | <b>Сталого розвитку</b> | <b>Соціальні</b> |
|---------------------------------------|---------------|-------------------------|------------------|
| Розмір ринку, трлн дол США            | 1,6           | 0,52                    | 0,54             |
| Кількість емітентів                   | 2045          | 425                     | 861              |
| Кількість інструментів                | 9886          | 2323                    | 3471             |
| Середній розмір випуску, мліи дол США | 250           | 188                     | 87               |
| Кількість країн                       | 80            | 51                      | 44               |
| Кількість валют                       | 47            | 38                      | 33               |

Джерело: [33]

При цьому лише за 2021 було здійснено первинну емісію кліматичних облігацій на 1,1 трлн дол США (див. Рис.2.1) [34]. Подібна активність емітентів пояснюється бажанням вийти на ринок із новими або вторинними випусками у світі проблем із інфляцією та можливою зміною політик центральних банків у бік збільшення відсоткових ставок.

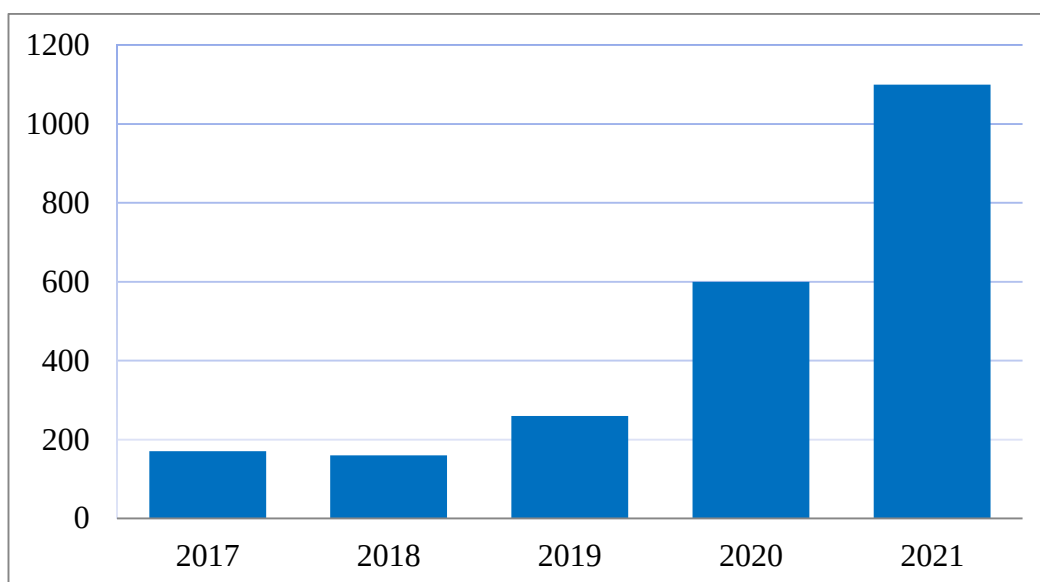


Рис. 2.1 – Динаміка обсягів випуску ESS-облігацій в світі, млрд дол США [34]

Найбільше випусків було здійснено саме зелених облігацій – на загальну суму 522.7 млрд. дол. США, що на 75% більше ніж у 2020 році. При цьому в географічному розрізі найбільше первинних розміщень припало на США, КНР та Німеччину (див. рис 2.2) [33].

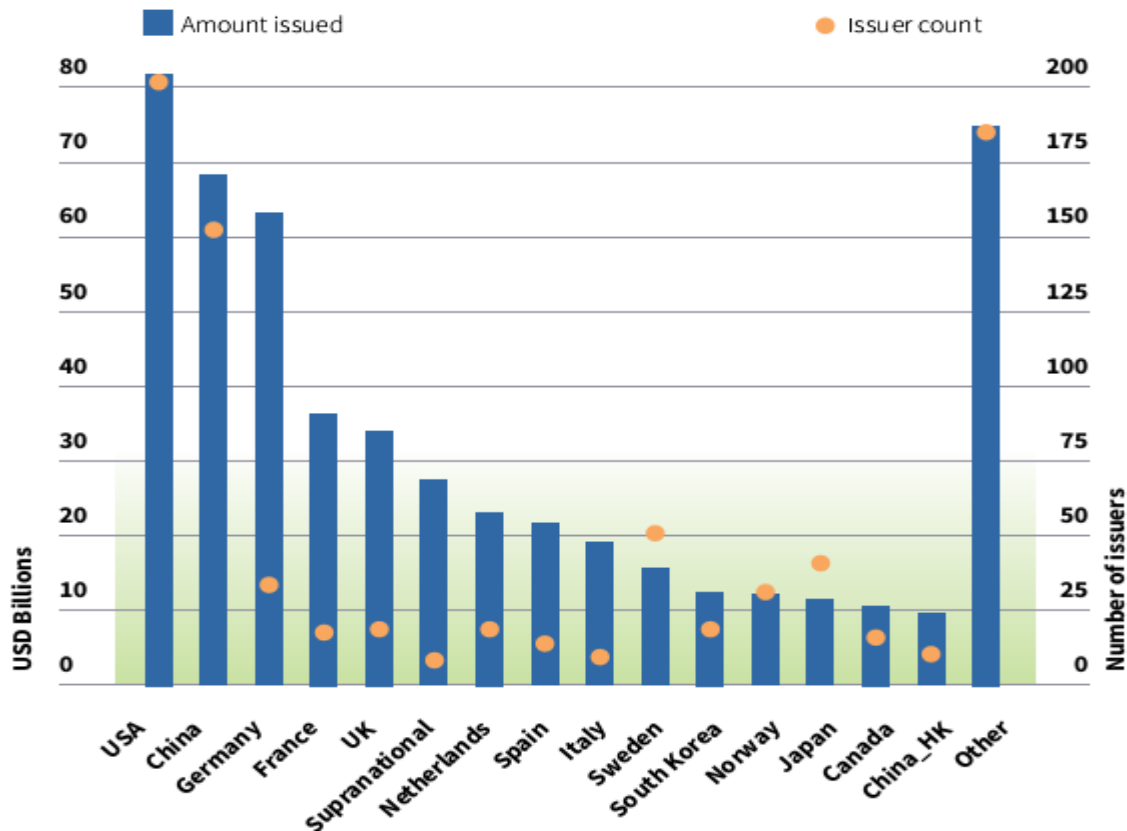


Рис. 2.2 Географічний розподіл випусків «зелених» облігацій і світі в 2021 році [33]

Зростання випуску GSS-облігацій у 2021 році спостерігалось серед усіх типів емітентів, за винятком наднаціональних. Загальний випуск бондів міжнародними банками розвитку за підсумками у 2021 року склав 161 млрд. дол. США, що на 3% менше, ніж у 2020 році. Помітно, що розрив між випусками корпоративних та державних облігацій у 2021 році збільшився. Так, підприємства випустили облігацій «впливу» на суму 456 млрд. дол. США, що на 22% більше ніж 372 млрд. дол. США випущених урядами. У 2020 році сума імпакт-облігацій, випущених корпораціями, була лише на 7% вищою за державні емісії [34].

Щодо безпосередньо «зелених» облігацій, то за підсумками 2021 року найбільшу динаміку тут демонструють випуски фінансових корпоративних (143%) і нефінансових корпоративних емітентів (111%). На кінець 2021 року ці два типи емітентів разом становили 44% сукупного обсягу випуску «зелених» облігацій (див. рис. 2.3) [33].

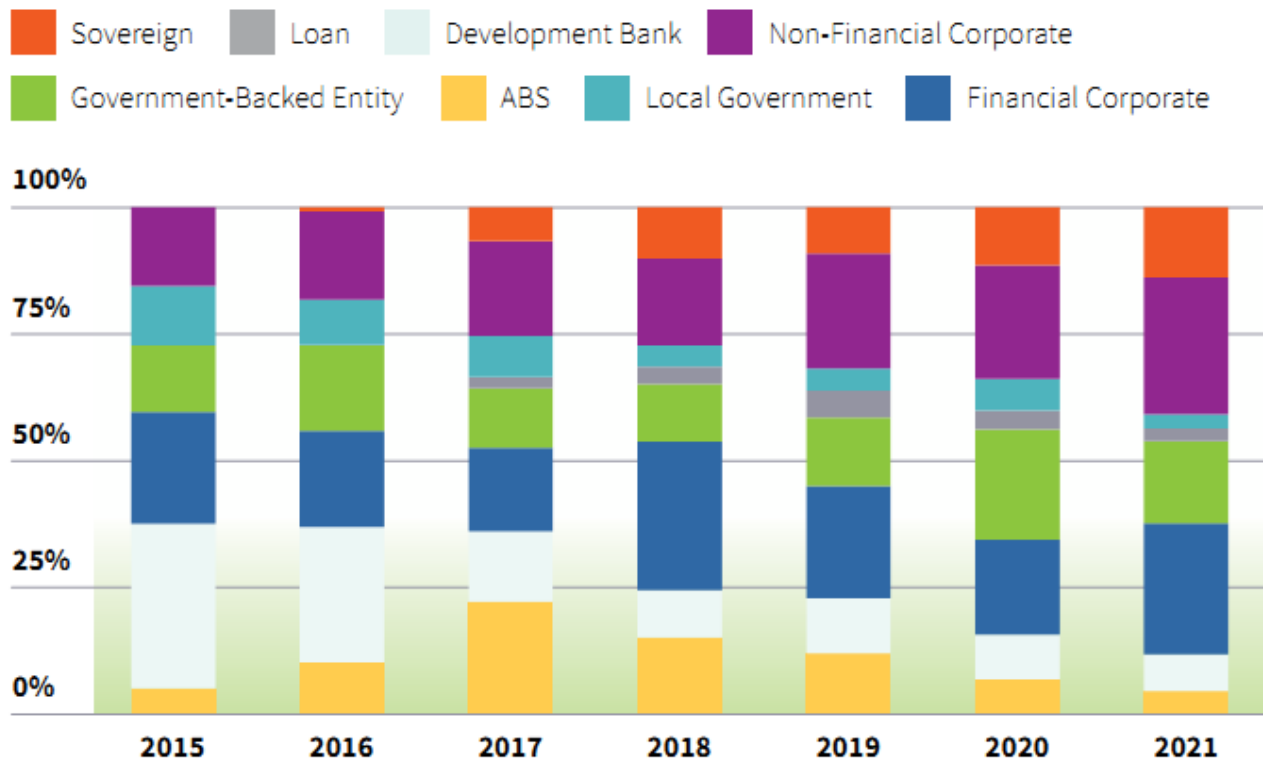


Рис. 2.3 – Розподіл обсягів випуску «зелених» облігацій за видами емітентів у 2021 році [33].

В кількісному вимірі у 2021 році фінансові компанії здійснили випуски на загальну суму 135 млрд дол США, проти 55 млрд у 2020 році. Третина загальної суми надійшла з КНР (17%) та Німеччини (16%) разом узятих. Серед 31 китайського емітента China Development Bank (6,5 млрд дол. США) та ICBC (4,5 млрд дол. США) випустили найбільші обсяги «зелених» облігацій у 2021 році [33].

Трохи більше половини випусків фінансових корпоративних емітентів (55%) було номіновано в євро. Частка доларів США дещо впала до 20% з 24% у 2020 року, тоді як внесок у юані значно збільшився до 12% з 5% [33].

На кінець 2021 року із загального обсягу «зелених» облігацій, що знаходяться в обігу, найбільше з них припадало на нефінансові корпорації – 361 млрд дол. США. У 2021 році 328 емітентів здійснили 540 випусків на суму 140,6 млрд доларів США. Китайська державна компанія China Three Gorges Corporation була найбільшим емітентом: 18 випусків загальною вартістю 7,2 млрд. дол. США (див. табл 2.3).

Таблиця 2.3 – Найбільші емітенти корпоративних «зелених» облігацій за підсумками 2021 року

| Назва емітента                  | Країна         | 2021 рік     |                    | Всього із врахуванням попередніх років |                    |
|---------------------------------|----------------|--------------|--------------------|----------------------------------------|--------------------|
|                                 |                | млрд дол США | Кількість випусків | млрд дол США                           | Кількість випусків |
| China Three Gorges Corp         | КНР            | 7,3          | 18                 | 9,2                                    | 23                 |
| Iberdrola                       | Іспанія        | 3,3          | 3                  | 16,4                                   | 21                 |
| CTP Group                       | Нідерланди     | 3,0          | 3                  | 4,2                                    | 5                  |
| Ardagh Group                    | Люксембург     | 2,8          | 4                  | 2,8                                    | 4                  |
| Engie SA                        | Франція        | 2,6          | 3                  | 16,9                                   | 14                 |
| Ford Motor Co.                  | США            | 2,5          | 1                  | 2,5                                    | 1                  |
| EDP                             | Португалія     | 2,4          | 3                  | 2,4                                    | 3                  |
| State Grid Corporation of China | КНР            | 2,4          | 3                  | 2,4                                    | 3                  |
| Mondelez International          | США            | 2,4          | 3                  | 2,4                                    | 3                  |
| Liberty Global                  | Великобританія | 2,3          | 3                  | 2,3                                    | 3                  |

Джерело: [33]

Таким чином, облігації сталого розвитку, що демонструють швидку динаміку розвитку, як фінансові інструменти добре підходять для проектів з довгостроковим горизонтом інвестування, великими капітальними витратами та стабільними потоками доходів, наприклад інфраструктури відновлюваної енергії, тому подальша стандартизація їх обігу та випуску може сприяти міцному переходу до «зеленої економіки».

## **2.2 Ринки корпоративних облігацій країн-членів Європейського Союзу**

Вважається, що фінансові системи країн-членів ЄС є банківсько-центриськими, де господарюючі суб'єкти: підприємства різних розмірів, уряди та домашні господарства в частині фінансування повністю залежать від банків. Подібна ситуація, навіть не дивлячись на зростання капіталізації європейських компаній, робить спільний ринок більш вразливим до фінансових криз та уповільнює економічне зростання. В якості внутрішніх джерел фінансування бізнес із країн-членів в основному використовує нерозподілений прибуток, а в тому що стосується зовнішніх джерел фінансування, банківські позики все ще набагато переважають інструменти ринку капіталу. Для порівняння сума коштів залучених підприємства в ЄС на відкритому ринку шляхом емісії цінних паперів майже в три рази менша за показники бізнесу із США (див. рис. 2.4)

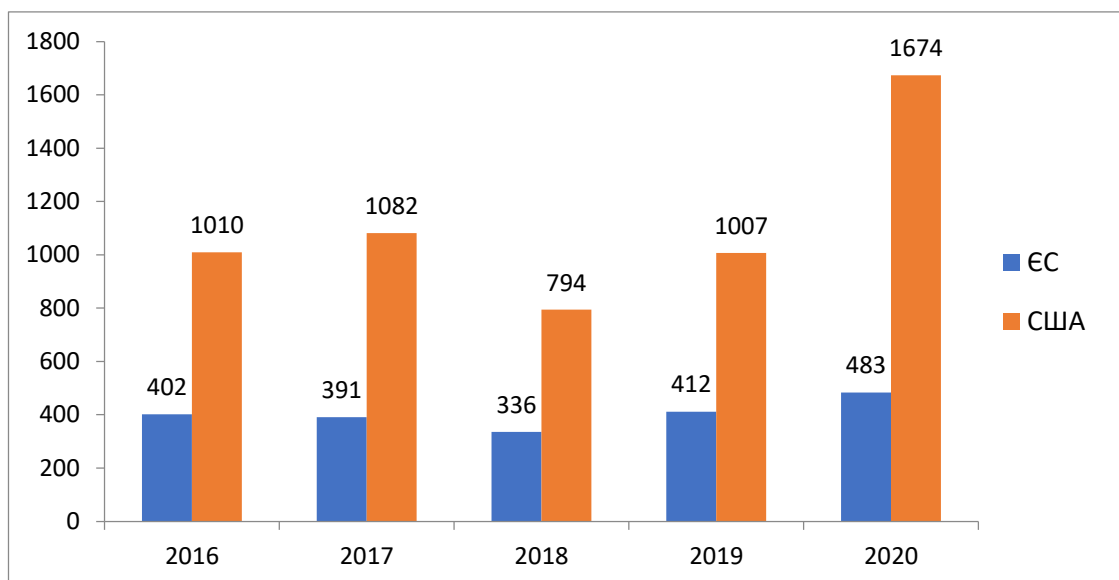


Рис. 2.4 Обсяги залучених коштів компаніями із ЄС та США на ринку цінних паперів, млрд євро [35]

Розглянемо кон'юнктуру первинного та вторинного сегментів ринку облігацій в країнах членах ЄЕЗ (Європейська агенція із ринку цінних паперів надає статистичні дані узагальнено по країнах ЄС та Норвегії, Ісландії та Ліхтенштейну). У 2020 році в країнах членах ЄЕЗ знаходилось в обігу 106 000 боргових інструментів. За рік було зареєстровано 20 669 нових випусків, при погашених 14604. Серед всіх випусків облігацій в обігу 63% (67000) припадало на корпоративні, 6% (7000) – на суверенні, 5% (5000) – на забезпечені та 26% (28000) на всі інші (див. рис. 2.5) [36].

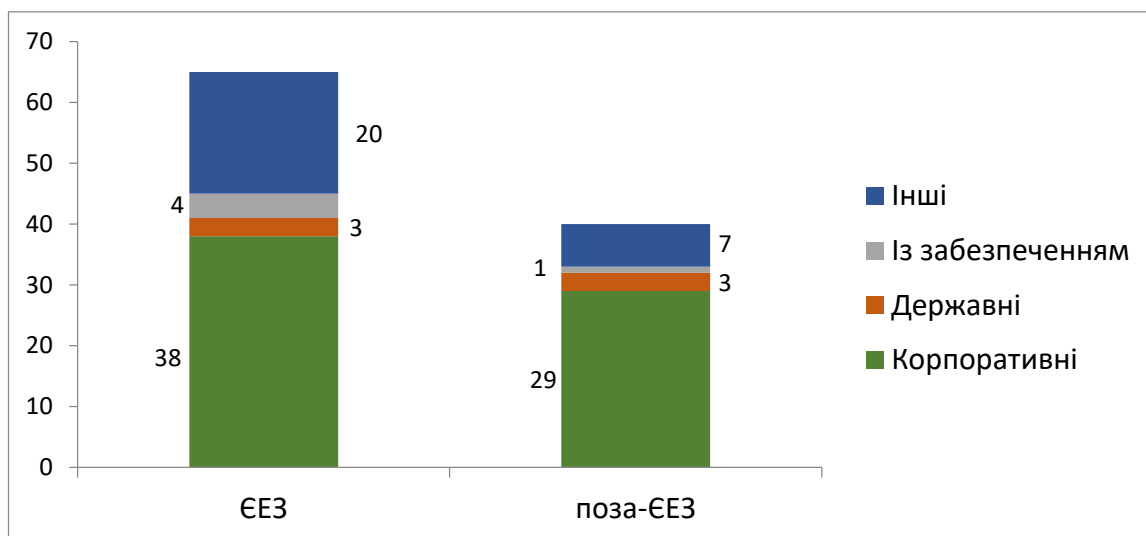


Рис. 2.5 – Кількість випусків облігацій, що перебували в обігу на ринках країн членів ЄЕЗ за підсумками 2020 року [36]

При цьому щодо безпосередньо емітентів то їх кількість становила всього 4410. Подібну відмінність між загальною кількістю випусків та кількістю емітентів можна пояснити тим, що один емітент, особливо корпоративний, може здійснювати багато випусків. Це можна побачити на прикладі вибірки із декількох європейських корпорацій (див. табл. 2.4)

**Таблиця 2.4 – Порівняння випусків облігацій та акцій європейськими корпораціями**

| Назва компанії      | Кількість випусків облігацій | Кількість випусків акцій |
|---------------------|------------------------------|--------------------------|
| FRANCE TELECOM S.A  | 55                           | 3                        |
| BELGACOM S.A        | 6                            | 2                        |
| DEUTSCHE TELEKOM AG | 49                           | 2                        |
| KONINKLUKE KPN N.V  | 18                           | 2                        |
| VIVENDI S.A         | 19                           | 3                        |

Джерело: [37]

В географічному розрізі 62% емісій облігацій у 2020 році припадало на країни ЄЕЗ, з найбільшою кількістю випусків відповідно в Німеччині (25%), Франції (14%) та Нідерландів (13%).

Щодо емісії саме корпоративних облігацій, то 57% випусків було здійснено резидентами ЄЕЗ, з яких найбільше належало Німеччині (8000 випусків) та Франції (7000), 21% та 18% від загальної кількості корпоративних облігацій в обігу відповідно. Серед бондів іноземних компаній-емітентів доступних до обігу в ЄЕЗ найбільше припадало на США (14000) та Великобританію (4500) [36].

Загальна номінальна вартість облігацій в обігу на ринках країн-членів ЄЕЗ у 2020 році становила 21,8 трлн євро. На державні облігації, які становлять лише 6% загальної кількості, припадало 33% номінальної вартості всіх облігацій – 7,1 трлн євро. Серед країн найбільші суми суверенних випусків спостерігаються в Італії (1,8 трлн євро або 72% від внутрішньої номінальної вартості), Іспанії (1,1 трлн євро або 64%) та Німеччині (2,2 трлн євро або 47%).

Частка загальної номінальної вартості корпоративних облігацій в країнах ЕЕА-30 становила 11,4 трлн євро, що дорівнювало 52% від всіх

випусків боргових інструментів. Найвищі значення номінальну випусків спостерігалися у Франції (4,2 трлн євро або 90% номінальної вартості облігацій в середині країни), Нідерландах (1,9 трлн євро або 89%) та Люксембурзі (930 млрд євро або 60%) [36].

У 2020 році загальний обсяг торгівлі облігаціями склав 17,9 трлн євро. Як і в 2019 році, найбільш активно торгувалися суверенні бонди – 60% від загального річного обсягу, або 10,7 трлн євро через 4,9 млн операцій (52% операцій з облігаціями). Торгівля корпоративними облігаціями досягла 5,2 трлн євро, або 29% від загального обсягу облігацій через 3,8 млн операцій (41% транзакції) (див. рис. 2.6).

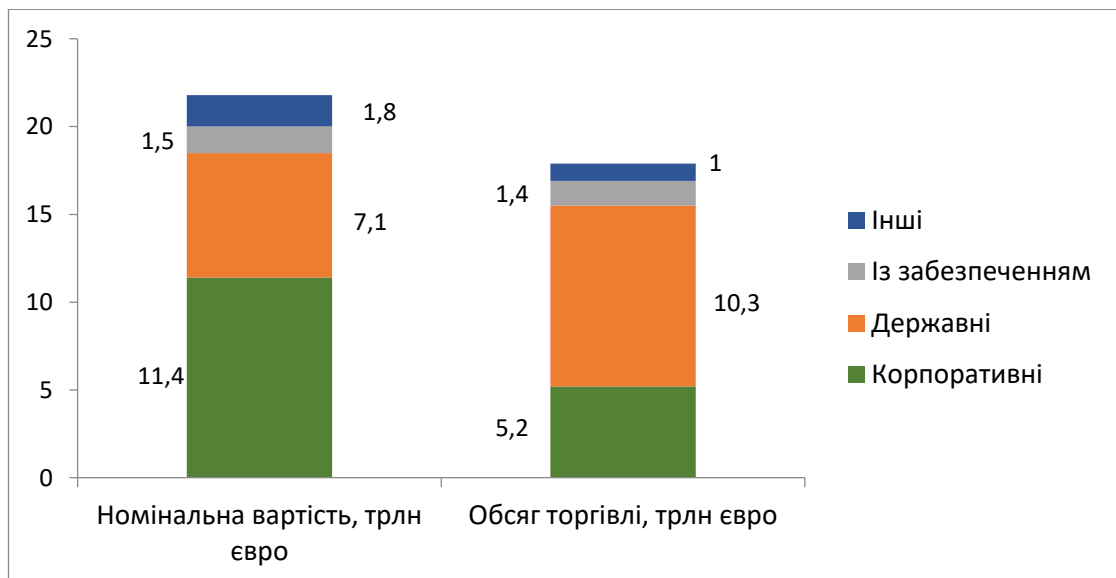


Рис. 2.6 – Номінальна вартість та обсяг торгівлі облігаціями, що перебували в обігу на ринках країн членів ЄЕЗ за підсумками 2020 року [36]

Не зважаючи на те, що корпоративні облігації із країн поза ЄЕЗ становили аж 43% від загальної кількості, обсяг їх торгівлі був незначним – 640 млрд євро, або 12% від загального обороту [36].

При цьому облігаційна торгівля переважно відбувається на позабіржовому ринку – 66% від загального обсягу або 11,8 трлн євро. При цьому щодо корпоративних облігацій цей показник становить 58% або 2,8 трлн євро [36].

Європейський ринок не вирізняється від світового щодо розміру та частоти угоди із облігаціями. У 2020 році середні транзакції із корпоративними, суверенними та забезпеченими облігаціями відповідно були – 1,4 млн, 2,2 млн та 4,4 євро відповідно. Для порівняння середній розмір угоди із акціями в Європі склав всього 7060 євро [36].

Подібні значення угод можуть свідчити про низький рівень ліквідності вторинного ринку облігацій в країнах-членах ЄЕЗ. За підсумками 2020 року частка бондів, з якими не було укладено жодної угоди становили 44% для облігацій із забезпеченням, 34% та 25% – для корпоративних та суверенних відповідно. Тільки із 27% корпоративних облігацій укладалась хоча б одна угода раз на місяць [36].

Три четверти корпоративних облігацій, що були доступні до торгівлі, мали строк обігу менше 12 років (49500 випусків) та на них припало 56% загального обсягу торгівлі [36].

Не дивлячись на значні абсолютні розміри ринку облігацій в ЄС, якщо взяти до уваги саме сегмент корпорацій нефінансового сектору, то ситуація не є однозначною. Цей сегмент ринку відчутно виріс (після 2007 року обсяг облігацій більш ніж подвоївся). Цьому сприяли історично низькі відсоткові ставки та спеціальна програма викупу щодо корпоративного сектору, проведену Європейським центральним банком. В той же час не ясно, чи є ця тенденція стійкою.

Банки ЄС все ще пропонують дешевші джерела фінансування, ніж ринки облігацій. Відносна нерозвиненість ринків корпоративних облігацій як на національному так й панєвропейському рівні, а також європейська корпоративна культура, яка традиційно більше покладається на банківське фінансування, ніж на ринки капіталу, також частково пояснюють цю ситуацію.

В будь-якому випадку потенціал для зростання залишається. Свідомством цьому той факт, що в загальні вартості зобов'язань європейських компаній довгострокові боргові цінні папери займають лише 4% [38].

Подальший розвиток ринку корпоративних облігацій в межах ЄС буде відбуватись у поєднанні із реалізацією ініціативи по створенню Союзу ринків капіталу. Загальними цілями цього процесу є:

- стимулювати створення такого ринку капіталів, який був би здатний пропонувати ощадні продукти, що відповідають потребам громадян, та спрямовувати капітал на інвестиції в реальну, інноваційну та стійку економіку;
- сформулювати та зміцнити єдиний, конкурентоспроможний, глибокий та ліквідний ринок капіталів, з тим щоб ЄС наряду з США став найбільшим фінансовим ринком світу [39].

Інтегровані, ефективні та стійкі ринки корпоративних облігацій є життєво важливою та головною опорою успішності Союзу ринків капіталу. Глибокі ринки боргових цінних паперів відкривають підприємствам доступ до більш різноманітних джерел фінансування та запропонують більше інвестиційних можливостей.

Союз ринків капіталу є надто важливим для підтримати значних інвестицій, що необхідні для переходу до зеленої та цифрової економіки майбутнього. Європейський ринок боргового капіталу буде вирішальним для досягнення цих цілей.

### **2.3 Проблеми та особливості функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні**

Аналіз сучасного стану вітчизняного ринку корпоративних облігацій слід почати з його первинного сегменту. Згідно даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за підсумкам 2021 року облігації підприємств займали лише 10% в структурі загальної вартості випуску

емісійних цінних паперів (див рис. 2.7). При цьому за останні 10 років цей показник лише двічі досягав майже 30% [40].

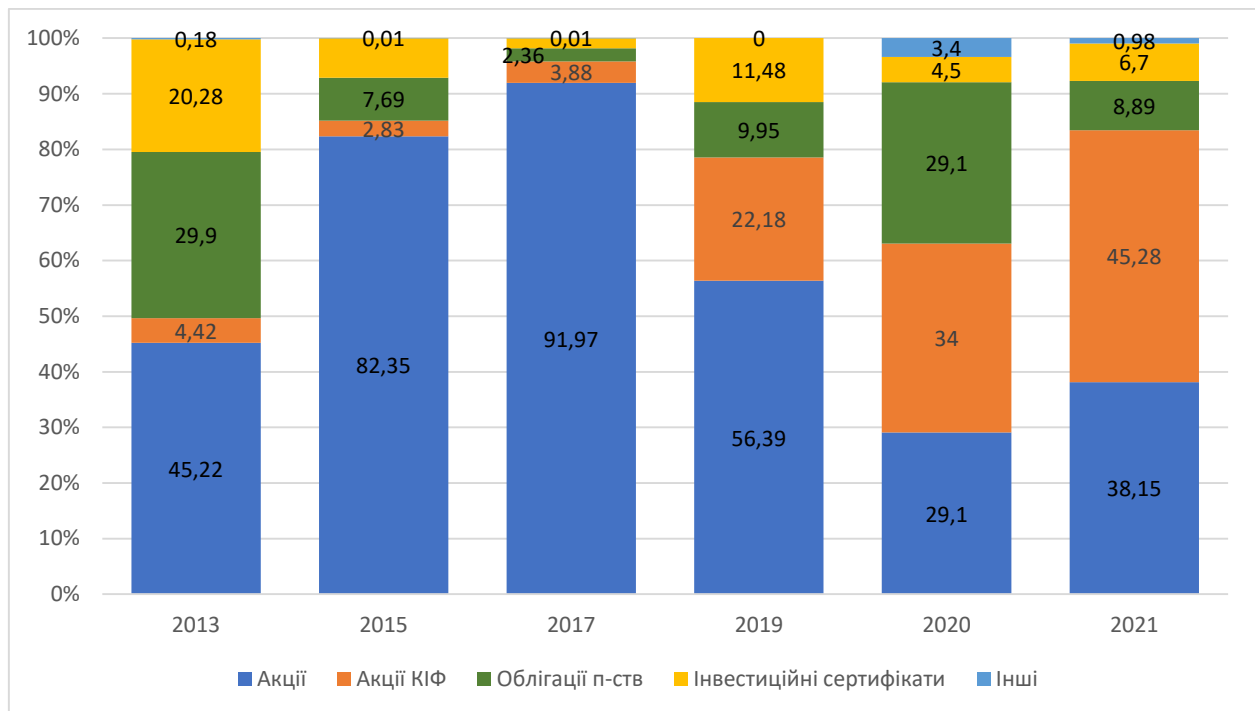


Рис. 2.7 – Структура загальної номінальної вартості зареєстрованих випусків цінних паперів на фондовому ринку України, % [40]

В абсолютних значеннях протягом 2021 року було зареєстровано 113 випусків корпоративних облігацій на суму 9,98 млрд грн (див. рис. 2.8). Порівняно із 2020 роком обсяг зареєстрованих випусків зменшився на 22,97 млрд грн. При цьому вітчизняні підприємства залучали й іноземну валюту на внутрішньому ринку шляхом випуску корпоративних облігацій. Як наслідок, загальна сума емісії подібних цінних паперів склала 25,4 млн дол. США [40].

Як бачимо, випуск облігацій поступається у абсолютних цифрах випуску акцій. В той же час основними емітентами акцій є банківські установи та великі державні акціонерні товариства утворені в ході процесів корпоратизації (Укрзалізниця, Укренерго та інші). Щодо саме випуску облігацій то основним фактором, що зумовлює їх відносну та абсолютну другорядність є процес так званого «ефекту витіснення» на користь облігацій внутрішніх державних позик. Вказаний ефект є результатом переважаючої дохідності ОВДП у поєднанні із відносно вищим рівнем надійності. В

результаті обсяг випуску ОВДП за підсумками 2021 року склав більше 150 млрд грн, що відчутно перевищує випуски всіх інших емісійних цінних паперів разом узятих.

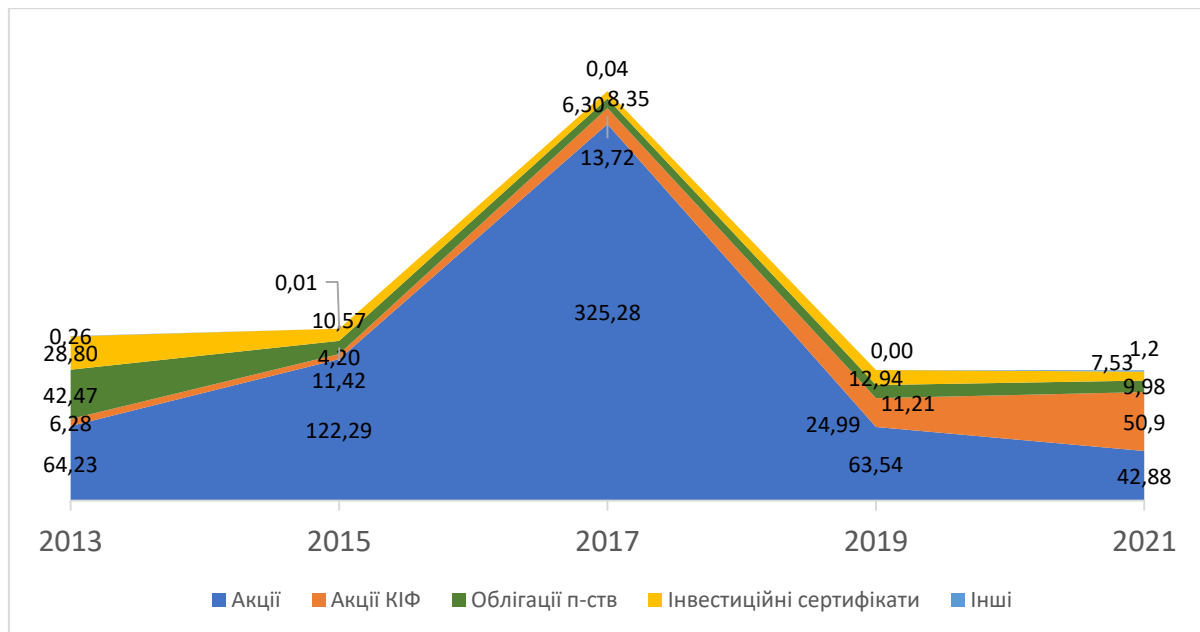


Рис. 2.8 – Динаміка обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів на фондовому ринку України, млрд грн [40].

Окрім ефекту витіснення, відчутний вплив на негативну динаміку випуску облігацій підприємств останніми роками могло відіграти скорочення кількості банків, які раніше використовували ці боргові інструменти «для покращення показників фінансової звітності» [41]. До прикладу, якщо у 2011 році в структурі обсягу випусків облігацій підприємств частка банків становила 38,68 % від загального обсягу випусків облігацій, то у через 10 років вона скоротилась до 2% [42]. Серед десяти найбільших випусків облігацій підприємств у 2020 року не було жодного банку (див. табл. 2.5 )

Таблиця 2.5 – Найбільші випуски корпоративних облігацій за підсумками 2020 року, млрд. грн

| Найменування емітента облігацій                | Обсяг випуску, млрд грн |
|------------------------------------------------|-------------------------|
| Державне агентство автомобільних доріг України | 5,78                    |
| Державне агентство автомобільних доріг України | 5,08                    |
| Державна іпотечна установа                     | 3,70                    |
| Державне агентство автомобільних доріг України | 3,51                    |
| Державна іпотечна установа                     | 3,00                    |

|                                                |       |
|------------------------------------------------|-------|
| Державне агентство автомобільних доріг України | 2,90  |
| ТОВ «Приморська вітроелектростанція -2»        | 2,08  |
| Державне агентство автомобільних доріг України | 2,01  |
| ТОВ «НОВА ПОШТА»                               | 0,70  |
| ТОВ «Бест Лізинг»                              | 0,21  |
| Всього:                                        | 28,97 |

Джерело: [42]

Домінування ОВДП простежується й на вторинному сегменті вітчизняного фондового ринку. За підсумками 2021 року найбільший обсяг торгів із фінансовими інструментами на організованих ринках капіталу зафіксовано саме із ОВДП – 443,76 млрд грн або 98,18% від загального обсягу організованої торгівлі (див. рис. 2.9) [40].

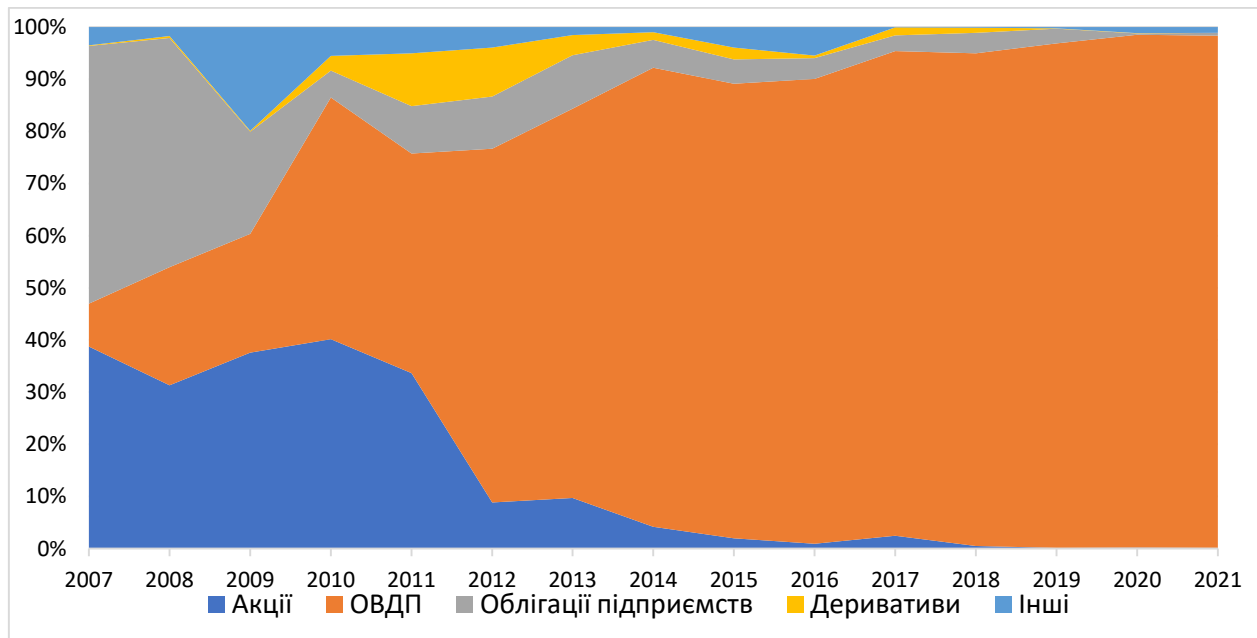


Рис. 2.9 – Структура торгівлі фінансовими інструментами за обсягами контрактів укладених на організаторах торгівлі України [40]

При цьому протягом 2021 року торгівля консолідувалася на двох операторах організованих ринків капіталу «Перспектива» та «ПФТС», що становило 97,06% вартості торгів фінансовими інструментами [40].

На думку дослідників, недорозвиненість первинного сегменту вітчизняного ринку корпоративних облігацій обумовлюється такими основними «чинниками»:

– загальною нерозвиненістю ринку капіталів та його інфраструктури;

- відсутністю належного нормативно-правового забезпечення емісії, обігу та погашення корпоративних облігацій;
- слабкістю вітчизняних та надто високими ризиками для міжнародних інституційних інвесторів;
- високим рівнем накладних витрат, пов'язаних з емісією облігацій;
- відсутністю (або низьким рівнем) кредитних рейтингів потенційних емітентів облігацій та трендом до випуску незабезпечених цінних паперів;
- неготовністю більшості українських підприємств до виходу на ринок капіталів через відсутність зрозумілих правил гри на ньому, неякісний менеджмент та невиконання критеріїв корпоративного управління» [10].

Зазначені чинники призвели до того, що великі вітчизняні емітенти здійснюють випуски облігацій ні в середині країни, а на міжнародних ринках у формі єврооблігацій. Вибірка подібних випусків із погашеннями у 2024 році наведена у таблиці 2.6. Відзначимо суттєве зменшення їх цін у наслідок військової агресії проти України з боку російської федерації.

Таблиця 2.6 – Єврооблігації українських підприємств, що перебувають в обігу станом на травень 2022 року

| Назва емітента   | Дата погашення | Розмір випуску, млн дол США | Ринкова ціна, % | Дохідність, % | Ставка, % | Рейтинг Moody`s/ S&P/ Fitch |
|------------------|----------------|-----------------------------|-----------------|---------------|-----------|-----------------------------|
| ДТЕК ВДЕ         | 2024           | 325                         | 42              | 61            | 8,5       | -/CCC *-/C                  |
| Кернел           | 2024           | 300                         | 52              | 39            | 6,5       | -/CC/CCC                    |
| МХП              | 2024           | 500                         | 53              | 43            | 7,75      | -/D/C                       |
| Метінвест        | 2023           | 945                         | 62              | 82            | 7,75      | -/NR/CCC                    |
| Нафтогаз України | 2024           | 600                         | 32              | 87            | 7,125     | -/-/CCC                     |
| Укрзалізниця     | 2024           | 595                         | 29              | 87            | 8,25      | -/-/CCC                     |
| VF Україна       | 2025           | 500                         | 65              | 25            | 6,2       | -/B- *- /CCC                |

Джерело: [43]

Недоліки законодавчого забезпечення функціонування ринку корпоративних облігацій були відчутно усунуті прийняттям у 2019 році Закону «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки». Цей нормативний акт

посилив рівень захисту прав власників облігацій, запровадивши у вітчизняне юридичне поле поняття інституту зборів власників облігацій та їх колективного представника, а також визначення обставин, настання яких визнається дефолтом.

В подальшому серед заходів, що можуть сприяти підвищенню ефективності вітчизняного рику корпоративних облігацій, фахівці виділяють наступні:

- удосконалення нормативного поля, що регламентує обіг та випуск корпоративних облігацій, з метою спрощення цього процесу;
- розвиток центрів ліквідності, що сприяють серед іншого збиранню та обробленню інформації про справедливу вартість облігацій, в тому числі неліквідних, а також розповсюджують цю інформацію доступним у доступний спосіб зацікавленим сторонам;
- запровадження ефективних механізмів регулювання діяльністю рейтингових агентств, спрямованих на забезпечення якості рейтингової інформації;
- «оптимізація регулювання процедури емісії корпоративних облігацій з метою зниження витрат емітентів, зокрема видалення надлишкової інформації зі звітів та повідомлень про результати випуску»;
- впровадження нових облігаційних інструментів з урахуванням макроекономічних умов з метою сприяння залученню ресурсів у довгострокові інвестиційні проекти [41].

Відбудова руйнувань спричинених російськими збройними силами потребуватиме величезних інвестицій. Одним із механізмів, який може бути використаний для залучення необхідних коштів, є саме облігації. В світовій практиці фінансування великих проектів, особливо інфраструктурних, досить часто відбувається саме шляхом випуску боргових цінних паперів, які отримали назву «проектних» облігацій. Подібний емісійний спосіб фінансування дозволяє позичальнику отримати прямий доступ до фінансових ресурсів інвесторів, оминаючи посередників, у вигляді банків.

Окрім цього виділяють й інші переваги проектних облігацій порівняно із банківським фінансуванням:

- облігації є стандартизованими інструментами ринку капіталів та мають кращу ліквідність за значного розміру емісії. Це в свою чергу може викликати зниження вартості фінансування порівняно із кредитами;
- великі випуски можуть потрапити до складу облігаційних індексів, що стимулює додатковий попит з боку портфельних інвесторів;
- проектні облігації можуть мати більші строки погашення у порівнянні із синдигованими кредитами банків [44].

Порівняльна характеристика проектних облігацій від класичних корпоративних наведена у таблиці 2.7

Таблиця 2.7 – Порівняльна характеристика випусків проектних та корпоративних облігацій.

|                     |                                         |                                              |
|---------------------|-----------------------------------------|----------------------------------------------|
| Емітент             | проектна компанія (SPV)                 | підприємство, корпорація                     |
| Строк обігу         | 15-25 років (довгострокові)             | 1-10 років (середньострокові)                |
| Об'єкт фінансування | інфраструктурні об'єкти                 | поточна господарська (операційна) діяльність |
| Дохідність          | низька                                  | достатньо висока                             |
| Джерело погашення   | кошти отримані від експлуатації об'єкту | доходи від поточної операційної діяльності   |

*Джерело:* [44].

В вітчизняному законодавстві до групи проектних облігацій найближче підходять інфраструктурні та зелені. Інфраструктурними називаються облігації, чий проспект передбачає «використання залучених коштів виключно на фінансування будівництва (реконструкції) об'єктів інфраструктури або реалізації інфраструктурного проекту чи окремого його етапу». При цьому під вказані проекти підпадає «будівництво (реконструкція, ремонт) об'єктів у сферах транспортної інфраструктури (доріг, мостів, переправ тощо) та газопроводів, у сферах соціально-культурного призначення (об'єктів охорони здоров'я, освіти, соціального призначення) та/або житлово-комунального господарства (водопровідних та каналізаційних споруд, систем тепло- та енергопостачання тощо)».

Важливою відмінністю подібних облігацій від корпоративних є те, що «особа, що реалізує або фінансує інфраструктурний проект, зобов'язана відокремити залучені кошти і придбані матеріальні цінності від іншого свого майна та забезпечити цільове використання надходжень, що будуть залучені від інвесторів на фінансування та/або рефінансування витрат інфраструктурного проекту».

## ВИСНОВКИ

В результаті дослідження сучасних тенденцій розвитку міжнародних ринків корпоративних облігацій можна зробити наступні висновки:

На ринку корпоративних облігацій постійно відбувається впровадження нових фінансових інструментів. Це дозволяє емітентам пропонувати випуски цінних паперів із максимально гнучкими параметрами, які в свою чергу задовольняють потреби різноманітних інвесторів.

Порівняння обсягу залучених коштів через випуск акцій та облігацій в світі, демонструє повне домінування сегменту саме боргових інструментів. Так, за підсумками 2020 року від випуску облігацій було залучено 27,3 трлн. дол США, та 0,83 трлн. від розміщення титулів власності.

В структурі емітентів облігацій простежується дві тенденції. По-перше зменшується активність емітентів із фінансового сектору. По-друге зростає значення суверенних та корпоративних позичальників, як із розвинутих так й ринків, що формуються.

Всього станом на початок 2020 року в світі в обігу знаходились корпоративні облігації на суму 13,5 трлн. дол США.

Рекордні показники емісії корпоративних облігацій в світі пов'язані із наступним:

- стимулювання облігаційних позик як альтернативного джерела довгострокового фінансування поряд із банківським кредитуванням;
- сприйняття облігацій як окремого класу активів серед інвесторів;
- розповсюдження нетрадиційної монетарної політики.

Великі обсяги емісії та глибина ринку не єдині риси сучасного ринку корпоративних облігацій. Іншими особливостями є:

- загальне погіршення «якості» позичальників;
- збільшення строків обігу нових випусків;
- зменшення рівня захисту власників облігацій, через скорочення ковенант.

Загальна вартість облігацій із рейтингом BBB в світі склала 3,8 трлн дол. США., що становить майже 30% вартості всіх корпоративних облігацій у світі. Таким чином, великі обсяги облігацій із рейтингом BBB, облігацій спекулятивного рівня та боргових паперів підприємств із ринків, що формуються, призвели до ситуації, коли облігації з нижчою кредитною якістю стали домінувати на світовому ринку капіталу. Станом на початок 2020 року лише 30% корпоративних облігацій мали рейтинг вище А, та були емітовані підприємства із розвинутих країн.

Зниження рейтингів та збільшення строків погашення зробили ринки корпоративних облігацій більш чутливими до будь-яких майбутніх змін монетарної політики, зокрема процентних ставок.

Через різноманіття умов випуску та низьку ліквідність, основними інвесторами на ринку облігацій були й залишаються фінансові інституції, насамперед інституційні інвестори. Зниження ринкових ставок примусило їх шукати прибутковості у більш ризикованих сегментах ринку корпоративних облігацій, щоб досягти своїх цільових показників прибутковості. Окрім цього інвестори погоджуються на випуски зі слабшими ковенантами, зменшуючи рівень свого захисту в обмін на більший прибуток.

Різнманіття емітентів впливає на відносну неліквідність ринків корпоративних облігацій. Корпоративні облігації торгуються, рідше ніж акції компаній великої капіталізації або суверенні облігації розвинутих країн. Як правило, регулярно торгуються лише облігації великих випусків, але й в цьому випадку ліквідність та значення спредів відчутно поступаються аналогічним показникам ринку акцій.

Незважаючи на появу нових учасників, та посиленням комп'ютеризації торгів, ринки корпоративних облігацій залишаються ринками інституційних інвесторів із стратегією «купи та тримай» та суттєво залежними від обмеженої кількості дилерів-посередництва. Із врахуванням зменшення дилерської активності через жорсткі вимоги до капіталу це породжує суттєві ризики розвитку ринку в умовах потенційних стресових ситуацій.

Ключову роль у реалізації моделі сталого розвитку відіграє фінансовий сектор, спроможний акумулювати достатні обсяги довгострокових ресурсів. Одним із інструментів, який цьому сприяє, є облігації, всі кошти від випуску яких використовуються виключно на фінансування екологічних проектів.

Специфіка випуску подібних облігацій збільшує витрати емітента через обов'язки моніторингу та звітності використання надходжень від розміщення. В той же час подібні витрати компенсуються рядом переваг: створення іміджу компаній, що орієнтовані на сталий розвиток; покращення маркетингових переваг; диверсифікація бази інвесторів через залучення спеціалізованих «зелених» фондів.

Розвиток ринку облігацій в парадигмі сталого розвитку розширив їх використання за межі виключно кліматичних проектів. Сьогодні в рамках всесвіту подібних боргових інструментів виділяють три великі групи, які об'єднуються назвою GSS-облігацій: власне зелені, соціальні та облігації сталого розвитку. На кінець 2021 року на світовому ринку в обігу знаходилося більше 16 000 боргових інструментів GSS напрямку загальною вартістю більше 2,6 трлн. дол США. Подальша стандартизація обігу та випуску GSS-облігацій може й далі сприяти міцному переходу до «зеленої економіки».

Не дивлячись на значні абсолютні розміри ринку облігацій в ЄС, якщо взяти до уваги саме сегмент корпорацій нефінансового сектору, то ситуація не є однозначною. Ринок відчутно виріс (після 2007 року обсяг облігацій більш ніж подвоївся). Цьому сприяли історично низькі відсоткові ставки та спеціальна програма ЄЦБ по викупу щодо корпоративного сектору. Однак в країнах ЄС банки все ще пропонують дешевші джерела фінансування, ніж ринки облігацій. Відносна нерозвиненість ринків корпоративних облігацій як на національному так й панєвропейському рівні, а також європейська корпоративна культура, яка традиційно більше покладається на банківське фінансування, ніж на ринки капіталу, частково пояснюють цю ситуацію.

В будь-якому випадку потенціал для зростання залишається. Свідомо цьому той факт, що в загальні вартості зобов'язань європейських компаній довгострокові боргові цінні папери займають лише 4%.

Подальший розвиток ринку корпоративних облігацій в межах ЄС буде відбуватись у поєднанні із реалізацією ініціативи по створенню Союзу ринків капіталу. Інтегровані, ефективні та стійкі ринки корпоративних облігацій є головною опорою успішності цього Союзу. Глибокі ринки боргових цінних паперів відкривають підприємствам доступ до більш різноманітних джерел фінансування та запропонують більше інвестиційних можливостей. Союз ринків капіталу є надто важливим для підтримати значних інвестицій, що необхідні для переходу до зеленої та цифрової економіки майбутнього. Європейський ринок боргового капіталу буде вирішальним для досягнення цих цілей.

Вітчизняний ринок облігацій характеризується повним домінуванням ОВДП через «ефект витіснення». Рівень дохідності та відносно низький рівень ризику державних облігацій призводить до відносної та абсолютної другорядності всіх інших емітентів, в тому числі корпоративних. На подальший розвиток ринку корпоративних облігацій може вплинути необхідність відбудови економіки спричиненої російською агресією. Емісія облігацій, насамперед інфраструктурних та зелених, може стати ще одним джерелом довгострокового фінансування великих розмірів.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Рудейчук, С.В. 2016. Класифікація облігацій: обліково-економічний аспект. *Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу*. 2016. № 1(13), С. 124–130. DOI: [https://doi.org/10.26642/pbo-2009-1\(13\)-124-130](https://doi.org/10.26642/pbo-2009-1(13)-124-130).
2. Фабоцци Ф.Д. Рынок облигаций: Анализ и стратегии. 2-е изд., испр. и доп. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. 118 с.
3. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України : за станом на 01.04.2022р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>
4. Іоргачова М. І. Корпоративні облігації як перспективний спосіб залучення інвестицій. Економічний аналіз: зб. наук. праць. 2011. Вип. 9. Ч. 2. С. 209-212. URI: <http://dspace.oneu.edu.ua/jspui/handle/123456789/2326>
5. Perpetual Bonds. Corporate finance Institute official site. URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/perpetual-bonds/> (дата звернення: 16.04.2022)
6. Якунина А.В., Семеринина Ю.В. К вопросу о классификации облигаций. *Финансы и кредит*. 2012. №48 (528). С. 2-12. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/k-voprosu-o-klassifikatsii-obligatsiy> (дата звернення: 12.04.2022).
7. Глосарій, Інформаційне агенція Cbonds URL: <https://cbonds.ua/glossary/> (дата звернення: 10.04.2022)
8. Martucci, Brian. What Is a Corporate Bond and How Do They Work. *The Money Crashers*. URL: <https://www.moneycrashers.com/corporate-bond-types-buy/> (дата звернення: 14.04.2022)
9. Бабяк Н., Савочка В.. Ковенанти як інноваційний інструмент фінансового управління кредитними ризиками. *Ринок цінних паперів України*. 2015. №8. С. 3-9.
10. Stetsko, M. Інструментарій корпоративних облігацій у фінансуванні підприємств. *Економічний аналіз*. 2017. 27(2), 57-67. doi: <http://dx.doi.org/10.35774/econa2017.02.057>

11. Фондовий ринок: підручник / О.М. Мозговий, А.Ф. Баторшина, О.Г. Величко, Т.О. Фролова та ін. К.: КНЕУ, 2013. 537 с.
12. Capital Market Fact Book 2021. Securities Industry and Financial Markets Association Research Department. URL: [www.sifma.org](http://www.sifma.org) (дата звернення: 12.04.2022).
13. Зінченко Ф.А. Міжнародний ринок боргових фінансових інструментів. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2016. №2 (85). С.99–116
14. Çelik, S., G. Demirtaş and M. Isaksson, Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy. *OECD Capital Market Series*. 2020. URL: [www.oecd.org/corporate/Corporate-Bond-Market-Trends-Emerging-Risks-and-Monetary-Policy.htm](http://www.oecd.org/corporate/Corporate-Bond-Market-Trends-Emerging-Risks-and-Monetary-Policy.htm) (дата звернення: 20.04.2022)
15. Euro area statistics. European Central Bank ECB. URL: <https://www.euro-area-statistics.org/securities-debt-securities> (дата звернення: 20.04.2022).
16. Банк міжнародних розрахунків. BIS Statistics Explorer. URL: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/c1> (дата звернення: 20.04.2022).
17. Çelik, S., G. Demirtaş and M. Isaksson, Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy. *OECD Capital Market Series*. 2019. URL: [www.oecd.org/corporate/Corporate-Bond-Markets-in-a-Time-of-Unconventional-Monetary-Policy.htm](http://www.oecd.org/corporate/Corporate-Bond-Markets-in-a-Time-of-Unconventional-Monetary-Policy.htm). (дата звернення: 18.04.2022).
18. Gozzi J. C., Levine R., Peria M., Schmukler S. L. How firms use domestic and international corporate bond markets. *NBER working paper series*. 2012. URL: <http://www.nber.org/papers/w17763> (дата звернення: 27.04.2022).
19. Фінансові інструменти: операції з облігаціями : наук.-практ. посіб. / В.І.Козак, С.О.Москвін, В.В.Посполітак. К.: DESPRO, 2019. 132 с.
20. Investment Banking Scorecard. The Wall Street Journal. URL: <http://graphics.wsj.com/investment-banking-scorecard/> (дата звернення: 28.04.2022).

21. Brooks Callaghan E., EU Consolidated Tape for Bond Markets Final report for the European Commission ICMA, 2020. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/MiFID-Review/EU-Consolidated-Tape-for-Bond-Markets-Final-report-for-the-European-Commission-290420v2.pdf> (дата звернення: 20.04.2022).
22. SEC Staff Report, Division of Economic and Risk Analysis, U.S. Credit Markets Interconnectedness and the Effects of the COVID-19 Economic Shock, 2020. URL: [https://www.sec.gov/files/US-Credit-Markets\\_COVID-19\\_Report.pdf](https://www.sec.gov/files/US-Credit-Markets_COVID-19_Report.pdf) (дата звернення: 20.04.2022).
23. Innovation and evolution in the fixed income market. Vanguard commentary. 2016. URL: <https://www.sec.gov/spotlight/fixed-income-advisory-committee/vanguard-innovation-and-evolution-in-fixed-income-market-fimsa-011118.pdf> (дата звернення: 20.04.2022).
24. All-to-All Trading Takes Hold in Corporate Bonds. Greenwich Associates. 2021. URL: <https://content.marketaxess.com/sites/default/files/2021-04/All-to-All-Trading-Takes-Hold-in-Corporate-Bonds.pdf> (дата звернення: 20.04.2022).
25. Bessembinder H., Spatt C., Venkataraman K. A Survey of the Microstructure of Fixed-Income Markets. Journal of financial and quantitative analysis, Vol. 55, No. 1, Feb. 2020. URL: <https://www.sec.gov/spotlight/fixed-income-advisory-committee/survey-of-microstructure-of-fixed-income-market.pdf>
26. Дороніна І. І. Інструменти мобілізації фінансових ресурсів як складова державної підтримки відновлюваної енергетики. *Інвестиції: практика та досвід*. 2020. № 19-20. С. 127–133. DOI: [10.32702/2306-6814.2020.19-20.127](https://doi.org/10.32702/2306-6814.2020.19-20.127)
27. Дима В. В. Фінансові інструменти стимулювання розвитку "зеленої" економіки в Україні. *Інвестиції: практика та досвід*. 2020. № 5-6. С. 182–187. DOI: [10.32702/2306-6814.2020.5-6.182](https://doi.org/10.32702/2306-6814.2020.5-6.182)
28. Галански М., Зеленые облигации (Green Bond) в Примерах, Виды и Доходность. Проект Stolf. URL: <https://stolf.today/zelenye-obligacii.html> (дата звернення: 02.05.2022)

29. Принципы зеленых облигаций. Сайт ICMA. URL: <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp#translations> (дата звернення: 28.04.2022)
30. Рублик В. М. Зелені облигації як інструмент фінансування екологічних проєктів. *Інвестиції: практика та досвід*. 2020. № 4. С. 72–76. DOI: [10.32702/2306-6814.2020.4.72](https://doi.org/10.32702/2306-6814.2020.4.72)
31. Безсмертная Е.Р. Выпуск «зеленых» облигаций как элемент системы защиты окружающей среды. *Экономика. Налоги. Право*. 2019;12(5):61-69. DOI: [10.26794/1999-849X-2019-12-5-61-69](https://doi.org/10.26794/1999-849X-2019-12-5-61-69)
32. Давыдова А. С., Баликоев В. З. Парубежный и российский опыт выпуска «зеленых» облигаций. *Индустриальная экономика*. 2021. №3. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/zarubezhnyy-i-rossiyskiy-opyt-vypuska-zelenyh-obligatsiy> (дата звернення: 01.05.2022).
33. Harrison C., MacGeoch M., Michetti C., Sustainable Debt Global State of the Market 2021, Climate Bonds Initiative 2022. URL: [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_global\\_sotm\\_2021\\_02f.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_global_sotm_2021_02f.pdf) (дата звернення: 02.05.2022)
34. 2021: the year impact bonds topped \$ 1 trillion. 2022. *Intercontinental Exchange, Inc.* URL: [https://www.ice.com/publicdocs/Impact\\_Bond\\_Analysis.pdf](https://www.ice.com/publicdocs/Impact_Bond_Analysis.pdf) (дата звернення: 30.04.2022)
35. Capital Markets Union Key Performance Indicators – Fourth Edition. *Association for Financial Markets in Europe*. 2021. URL: [https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME\\_CMU\\_KPIs2021\\_05-2.pdf](https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME_CMU_KPIs2021_05-2.pdf) (дата звернення: 02.05.2022)
36. ESMA Annual Statistical Report. *European Securities and Markets Authority*. 2021. URL: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2004\\_eu\\_securities\\_markets\\_asr\\_2021.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2004_eu_securities_markets_asr_2021.pdf) (дата звернення: 02.05.2022)
37. Understanding EU Bond Market Structure and Dynamics. *Association for Financial Markets in Europe*. 2021. URL: <https://www.afme.eu/Portals/0/>

[DispatchFeaturedImages/AFME\\_FixedIncome2021\\_08.pdf](#) (дата звернення: 02.05.2022)

38. Financial balance sheets - annual data. *Eurostat*. URL: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/NASA\\_10\\_F\\_BS\\_custom\\_2840422/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/NASA_10_F_BS_custom_2840422/default/table?lang=en) (дата звернення: 10.05.2022)

39. Худякова Л., Сидорова Е. Единый финансовый рынок ЕС: иллюзия или реальность? *Мировая экономика и международные отношения*, 2020, т. 64, № 9, с. 63-72. <https://doi.org/10.20542/0131-2227-2020-64-9-63-72>

40. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2021 року. НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/> (дата звернення 06.05.2022)

41. Руденко В. Перспективи використання корпоративних облігацій як джерела залучення фінансових ресурсів в Україні. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*. 2 (07). 2017. URL: [http://www.easterneurope-bm.in.ua/journal/7\\_2017/52.pdf](http://www.easterneurope-bm.in.ua/journal/7_2017/52.pdf) (дата звернення 01.05.2022)

42. Річні звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку*. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktsprf-za-2020-rk/> (дата звернення: 10.05.2022).

43. Боргові інструменти. *Dragon Capital*. 2022. Url [https://dragon-capital.com/ua/what-we-do/research/fixed\\_income/](https://dragon-capital.com/ua/what-we-do/research/fixed_income/) (дата звернення 10.05.2022)

44. Ткаченко Я.С. Інструменти фінансування інфраструктури: сучасні світові тенденції проектного фінансування Вісник ХДУ. Серія Економічні науки. 2016. № 19. ч 2. URL: [http://www.ej.kherson.ua/journal/economic\\_19/2/37.pdf](http://www.ej.kherson.ua/journal/economic_19/2/37.pdf) (дата звернення 15.05.2022)

## Протокол аналізу звіту подібності науковим керівником

Заявляю, що я ознайомився (-лась) з Повним звітом подібності, який був згенерований Системою виявлення і запобігання плагіату щодо роботи:

**Автор:** Костенко Владислав Валерійович

**Назва:** Міжнародні ринки корпоративних облігацій: характеристика та сучасні тенденції

**Координатор:** к.е.н., доц. Зінченко Ф.А.

**Підрозділ:** кафедра міжнародних фінансів

**Коефіцієнт подібності 1:**10.6

**Коефіцієнт подібності 2:**6.1

**Тривога:** 10

**Після аналізу Звіту подібності констатую наступне:**

☐ виявлені в роботі запозичення є сумнійними і не мають ознак плагіату. Тому робота визнається самостійною і допускається до захисту;

☐ виявлені в роботі запозичення не мають ознак плагіату, але їх надмірна кількість викликає сумніви щодо цінності роботи і самостійності її автора. Роботу направити на доопрацювання;

☐ виявлені в роботі запозичення є недобросовісними і мають ознаки плагіату або в ній містяться навмисні спотворення тексту, що вказують на спроби приховування недобросовісних запозичень. У зв'язку з чим, робота не допускається до захисту.

Обґрунтування:

.....  
.....  
.....  
.....  
.....

.....

.....

*Дата*

*Підпис Наукового керівника*