

<https://doi.org/10.31891/2307-5740-2025-344-4-48>

УДК 336.273:336.274

КОРОТЯ Олександр

Дніпровський національний університет імені Олеся Гончара

<https://orcid.org/0000-0002-1361-172X>

e-mail: xkreles@gmail.com

ОСОБЛИВОСТІ ЗАСТОСУВАННЯ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ РИНКУ БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ УКРАЇНИ

У статті досліджено особливості та проблеми застосування фінансових інструментів на ринку боргових зобов'язань України. На основі аналізу динаміки ОВДП, структури державного боргу та умов воєнного часу визначено ключові особливості функціонування внутрішнього ринку запозичень. Встановлено, що основним джерелом фінансування державного бюджету залишаються облігації внутрішньої державної позики, зокрема військові облігації. Встановлено, що український ринок боргових зобов'язань є недостатньо диверсифікованим, із низькою кількістю приватних інвесторів і слабо розвинутим вторинним ринком. Виявлено домінування фіскальної функції над інвестиційною. Окреслено напрями вдосконалення застосування фінансових інструментів з урахуванням міжнародного досвіду, зокрема розвиток індексованих, муніципальних та цільових облігацій. Зроблено висновки щодо необхідності стратегічного реформування боргової політики держави.

Ключові слова: боргові зобов'язання; фінансові інструменти; державний борг; ОВДП; військові облігації; вторинний ринок; боргова політика.

KOROTIA Oleksandr

Oles Honchar Dnipro National University

FEATURES AND PROBLEMS OF APPLYING FINANCIAL INSTRUMENTS OF THE UKRAINIAN DEBT MARKET

The article is devoted to the analysis of the peculiarities and challenges in the application of financial instruments in Ukraine's debt obligations market. The research focuses on the structural features of this market, its current condition in the context of macroeconomic instability and full-scale war, and the effectiveness of individual debt instruments used by the state. It has been found that the Ukrainian debt market remains largely dominated by domestic government bonds (OVDPs), which serve as the primary tool for financing the state budget and covering the deficit. Special attention is paid to the role of war bonds introduced in response to wartime needs, which, despite their social and political significance, remain fiscally oriented and limited in terms of investment attractiveness.

The study highlights the lack of diversity among financial instruments in the debt market, the low participation of private investors, insufficient development of the secondary market, and the dependence on external financial support from international institutions. Based on statistical data and comparative analysis, the article identifies structural imbalances, overreliance on public banks, and limited integration with global capital markets as key challenges.

The author substantiates the necessity of reforming the debt policy of Ukraine through the expansion of the financial instruments toolkit, including the introduction of indexed bonds, green bonds, and municipal securities. The research also underlines the importance of creating a transparent and investor-friendly environment, drawing on successful practices from other transition economies. Strategic transformations in the national debt management system are essential for ensuring financial stability, investment inflows, and long-term economic resilience.

Keywords: debt obligations; financial instruments; government securities; OVDP; war bonds; public debt policy; financial market of Ukraine.

Стаття надійшла до редакції / Received 01.07.2025

Прийнята до друку / Accepted 22.08.2025

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

Ринок боргових зобов'язань відіграє ключову роль у мобілізації фінансових ресурсів держави та приватного сектору, забезпечуючи інструментальну базу для покриття дефіциту бюджету, фінансування інвестиційних проєктів та управління публічним боргом. У сучасних умовах нестабільності фінансових ринків, зумовленої як внутрішніми структурними викликами, так і зовнішніми шоками (зокрема, війною, інфляційним тиском та кризовими явищами в глобальній економіці), ефективне застосування фінансових інструментів боргового ринку набуває особливої актуальності.

Водночас, в Україні спостерігається низка проблем, що стримують розвиток цього сегмента фінансової системи: недостатня ліквідність вторинного ринку державних цінних паперів, обмежене коло інвесторів, низький рівень довіри до боргових інструментів, а також недосконалість нормативно-правової бази. Це ускладнює залучення капіталу на внутрішньому ринку, створює ризики для фінансової стабільності та звужує інструментарій державної боргової політики.

Актуальність теми зумовлена необхідністю комплексного аналізу механізмів функціонування фінансових інструментів ринку боргових зобов'язань України, ідентифікації наявних проблем та пошуку шляхів їх розв'язання з урахуванням кращих міжнародних практик.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Проблематика функціонування ринку боргових зобов'язань в Україні та ефективності застосування його фінансових інструментів є предметом дослідження багатьох вітчизняних і зарубіжних науковців. Значний внесок у розкриття теоретичних засад і практичних аспектів цього сегмента фінансової системи зробили такі науковці, як О.Я. Доліновська [1], яка досліджує економічну природу державного боргу, Н.С. Педченко та В.Ю. Стрілець [2], що аналізують фінансову політику держави щодо залучення боргових ресурсів. У працях В.А. Федорова [3] висвітлюється досвід зарубіжних країн у сфері боргової політики, а також можливість адаптації окремих інструментів до українських реалій.

Дослідження Шандрук О.М. та Недзведовської О.Є. акцентують увагу на сучасному стані ринку боргових зобов'язань в Україні, зокрема на проблемах його інституційної незрілості, ризиках дестабілізації та структурних деформаціях [4]. У свою чергу, В. Осецький та І. Браткова аналізують еволюцію функцій державних боргових зобов'язань та їх роль у фінансовій системі [5].

Разом з тим, незважаючи на наявність значної кількості публікацій, недостатньо дослідженою залишається комплексна оцінка саме практичного застосування фінансових інструментів у межах ринку боргових зобов'язань в умовах сучасних викликів, таких як війна, макроекономічна нестабільність, обмеження доступу до зовнішнього фінансування, зміни в структурі інвесторів. Брак систематизації інструментів за критеріями ефективності, ризику, ліквідності та впливу на боргову безпеку обмежує можливості розробки збалансованої фінансової стратегії держави.

ВИДІЛЕННЯ НЕВИРІШЕНИХ РАНІШЕ ЧАСТИН ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ, КОТРИМ ПРИСВЯЧУЄТЬСЯ СТАТТЯ

Попри наявність значної кількості наукових досліджень, присвячених теоретичним засадам функціонування ринку боргових зобов'язань, на практиці залишається низка важливих питань, які потребують більш глибокого аналізу та концептуалізації. Зокрема, недостатньо систематизованим є підхід до класифікації фінансових інструментів, що використовуються на ринку боргових зобов'язань України, з урахуванням їхньої ефективності, ризиковості, впливу на боргову безпеку та відповідності макроекономічним умовам [6].

Відсутність чітких критеріїв оцінювання результативності таких інструментів у контексті стабільності державних фінансів, обмежена диверсифікація джерел фінансування через боргові механізми, низький рівень участі приватних інвесторів, а також слабкий розвиток вторинного ринку боргових зобов'язань залишаються малодослідженими проблемами. Особливої уваги потребує аналіз змін у структурі боргових інструментів в умовах повномасштабної війни та їхньої адаптації до реалій перехідної економіки.

Таким чином, ця стаття зосереджена на виявленні особливостей застосування фінансових інструментів ринку боргових зобов'язань в Україні, визначенні основних перешкод їх ефективного функціонування, а також обґрунтуванні напрямів їх удосконалення з метою підвищення фінансової стабільності та ефективності боргової політики держави.

ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ СТАТТІ

Метою даної наукової роботи є комплексне дослідження особливостей та проблем застосування фінансових інструментів на ринку боргових зобов'язань України в умовах сучасних економічних і геополітичних викликів. У межах реалізації цієї мети автором передбачено висвітлення теоретико-методологічних засад функціонування фінансових інструментів боргового ринку, аналіз поточного стану цього ринку в Україні, а також виявлення ключових бар'єрів на шляху ефективного використання боргових механізмів фінансування.

Особлива увага приділяється оцінці ефективності застосування окремих фінансових інструментів у сучасних умовах, включно з періодом воєнного стану, та обґрунтуванню напрямів їх удосконалення з урахуванням кращих міжнародних практик і специфіки вітчизняного фінансового середовища.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Фінансові інструменти ринку боргових зобов'язань охоплюють сукупність механізмів, через які суб'єкти економіки залучають капітал у борговій формі з визначеними умовами повернення, доходності та строковості. Згідно з міжнародною практикою, до основних інструментів цього ринку належать державні та корпоративні облігації, векселі, казначейські зобов'язання, індексовані цінні папери, облігації зовнішніх позик тощо [7]. Ці інструменти виконують подвійну функцію: з одного боку, вони є інструментами фінансування дефіцитів, з іншого - служать засобами інвестування та управління ризиками.

В Україні ринок боргових зобов'язань історично формувався як переважно державно орієнтований сегмент, у якому провідну роль відіграють облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). У структурі державного боргу саме вони становлять основну частину внутрішніх зобов'язань, що використовується для покриття бюджетного дефіциту, обслуговування наявного боргу та фінансування поточних потреб уряду. Проте, як показує аналіз, ринок залишається вузьким та низьколіквідним, з обмеженим колом учасників

(здебільшого - державні банки), відсутністю активної вторинної торгівлі та недостатнім залученням приватних інвесторів.

Особливо гостро проблеми цього ринку проявилися в умовах повномасштабної війни, що почалася у 2022 році. У відповідь на зростання потреб у фінансуванні оборонних і соціальних витрат, уряд України активізував випуск військових облігацій, які стали специфічною формою підтримки бюджету за участі населення, банків та підприємств [8]. Хоча ці інструменти продемонстрували певний потенціал, їх ефективність була обмежена низьким рівнем довіри, високою інфляцією, фіксованим валютним курсом та обмеженим доступом до міжнародних ринків капіталу.

Крім того, значна частка державного боргу залишається зовнішньою і формується за рахунок кредитів міжнародних фінансових організацій (МВФ, Світовий банк, ЄС). Такі зобов'язання мають політичну вагу, однак зменшують гнучкість внутрішньої боргової політики та створюють ризики боргової залежності.

Проблемними залишаються такі аспекти функціонування ринку боргових інструментів в Україні:

- відсутність диверсифікації інструментів — основна ставка робиться на ОВДП, тоді як корпоративні облігації майже не розвинені;
- низька привабливість інструментів для приватного капіталу через слабкий захист прав інвесторів і нестабільність правового поля;
- дефіцит прозорості та прогнозованості державної боргової політики;
- обмеженість механізмів хеджування ризиків для учасників ринку.

У результаті сформувався ринок, який виконує суто фіскальну функцію, але не слугує повноцінним джерелом довгострокового фінансування економіки чи інструментом ринкової конкуренції капіталів [9].

З огляду на зазначене, постає потреба у формуванні нової архітектури ринку, орієнтованої на:

- розширення спектру інструментів;
- розвиток вторинного ринку;
- залучення нефінансових установ до інвестування;
- запровадження прозорих правил регулювання;
- поступову інтеграцію до глобальних ринків капіталу.

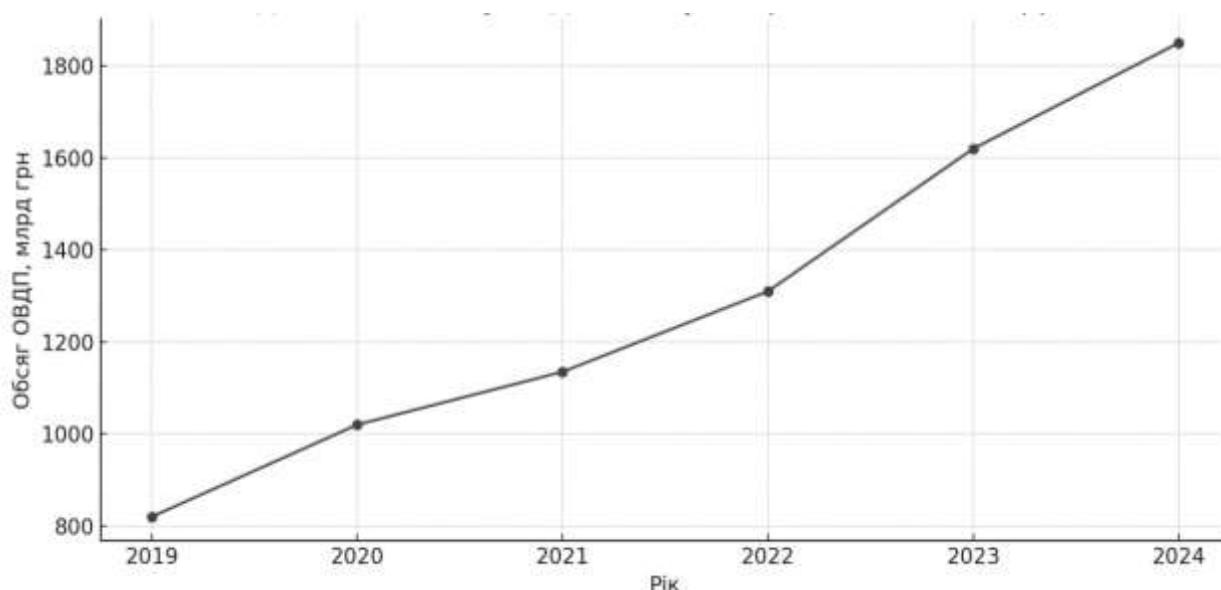


Рис. 1. Динаміка обсягу ОВДП в обігу в Україні з 2019 по 2024 рр.

Джерело: побудовано автором самостійно.

Протягом останніх п'яти років в Україні спостерігається сталий приріст обсягу облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) в обігу, що свідчить про зростаючу залежність уряду від цього фінансового інструменту. Згідно з даними Міністерства фінансів, загальний обсяг ОВДП збільшився з приблизно 820 млрд грн у 2019 році до понад 1850 млрд грн у 2024 році [10]. Особливо помітне зростання відбулося у 2022–2024 роках, коли через повномасштабне вторгнення РФ та значне зростання бюджетного дефіциту держава була змушена активно залучати ресурси через борговий ринок. Цей приріст значною мірою забезпечувався за рахунок:

- регулярного розміщення військових облігацій, які активно купували банки та великі компанії для підтримки ЗСУ;
- перекладання частини боргового навантаження на внутрішній ринок за умов ускладненого доступу до зовнішніх джерел фінансування;
- рефінансування попередніх випусків ОВДП, що створює ризики “боргової спіралі”.

Попри формальне зростання обсягів ринку, його структурна якість залишається низькою. Згідно з аналітичними звітами НБУ, понад 60% усіх ОВДП сконцентровано в державних банках, що свідчить про домінування “вимушеного” попиту [11]. Частка іноземних інвесторів, яка у 2019–2020 роках сягала понад 10%, у 2023 році впала нижче 3% через зростання ризиків.

Також варто зазначити, що вторинний ринок практично не функціонує, а вартість обслуговування боргу зростає на тлі високих облікових ставок. Водночас обмеженість інструментарію — відсутність повноцінного ринку корпоративних облігацій, індексованих або довгострокових інструментів — звужує можливості ефективного боргового планування.

Таблиця 1

Основні фінансові інструменти боргових зобов'язань України

Інструмент	Тип ринку	Основні характеристики	Основні покупці / кредитори	Особливості
ОВДП (Облігації внутрішньої державної позики)	Внутрішній	Фіксована/змінна ставка; номінал – гривня/долар/євро; строк – від 3 міс. до 5 років	Банки, НБУ, фізичні особи, юрособи	Основний інструмент покриття дефіциту бюджету
Військові облігації	Внутрішній	Пільгові умови, строк до 1 року, підвищена дохідність, виплата після завершення терміну	Населення, банки, підприємства	Мобілізація коштів на потреби оборони
Зовнішні єврооблігації (Eurobonds)	Зовнішній	Випускаються в іноземній валюті (USD, EUR); строк — 5–10 років; дохід — фіксований	Іноземні інвестори, фонди	Залучення валюти, залежність від ринку капіталу
Кредити МВФ	Зовнішній	Транші відповідно до програм (SBA, EFF); під контроль економічної політики	МВФ	Умовне фінансування, пов'язане з реформами
Кредити Світового банку, ЄС, інших донорів	Зовнішній	Пільгові або безвідсоткові позики, іноді з цільовим призначенням	ЄС, МБРР, ЄБРР	Переважно мають соціальне/інфраструктурне спрямування
Казначейські зобов'язання	Внутрішній	Рідше використовуються; короткострокові; не завжди доступні широкому колу інвесторів	Переважно держсектор	Потенційний, але неактивний інструмент в Україні

Джерело: розроблено автором самостійно.

Як видно з таблиці, ринок боргових зобов'язань України характеризується домінуванням внутрішніх державних інструментів, насамперед ОВДП, які є основним джерелом покриття бюджетного дефіциту [12].

Військові облігації, що активно розміщувалися у 2022–2024 роках, стали тимчасовим, але важливим інструментом фінансової мобілізації в умовах війни. Водночас зовнішні фінансові інструменти, зокрема єврооблігації та кредити від міжнародних фінансових інституцій, забезпечують валютну ліквідність, однак супроводжуються високими борговими ризиками і зовнішньою залежністю.

Важливою проблемою залишається структурна диспропорція між внутрішнім і зовнішнім боргом, а також обмежене використання альтернативних боргових інструментів, таких як казначейські зобов'язання або муніципальні облігації. Це свідчить про необхідність розширення інструментарію, підвищення його привабливості для приватних інвесторів та зміцнення інституційної спроможності боргової політики.

ВИСНОВКИ З ДАНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ І ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК У ДАНОМУ НАПРЯМІ

Результати проведеного дослідження підтверджують, що ринок боргових зобов'язань України, незважаючи на свою стратегічну роль у фінансуванні державних потреб, залишається структурно незбалансованим, обмеженим за інструментарієм та вразливим до зовнішніх і внутрішніх шоків. Домінування ОВДП як базового боргового інструменту, низький рівень розвитку корпоративного боргового сегменту, слабка участь приватного капіталу й інституційних інвесторів, а також мінімальна активність на вторинному ринку є свідченням нерозвиненості фінансової інфраструктури боргового ринку.

В умовах війни відбулася часткова трансформація інструментарію — зокрема, впровадження військових облігацій - однак ці заходи мають тимчасовий і здебільшого фіскальний характер. Структура

зовнішнього боргу формує додаткові виклики через залежність від рішень міжнародних кредиторів, необхідність виконання зобов'язань за програмами підтримки та обмеження маневру внутрішньої економічної політики.

Подальші наукові розвідки доцільно зосередити на формуванні оптимальної моделі розвитку ринку боргових зобов'язань з урахуванням критеріїв фінансової безпеки, інституційної спроможності держави, а також кращих практик управління боргом у країнах з перехідною економікою. Особливої уваги заслуговує пошук шляхів стимулювання участі недержавних інвесторів, розвиток вторинного ринку, впровадження інноваційних боргових інструментів (індексовані, зелені облігації, соціальні бонди) та розширення публічності боргової політики.

Література

1. Доліновська О.Я. Економічна природа та сутність державного боргу / О.Я. Доліновська // Фінанси України. – 2020. – № 3. – С. 15–24.
2. Педченко Н.С., Стрілець В.Ю., Луговська Л.А. Фінансова політика залучення боргових зобов'язань держави / Н.С. Педченко, В.Ю. Стрілець, Л.А. Луговська // Фінанси, облік і аудит. – 2021. – № 37. – С. 44–52.
3. Федоров В.А. Роль боргових зобов'язань у формуванні ефективної державної політики: зарубіжний досвід та рекомендації для України / В.А. Федоров // Економіка і держава. – 2022. – № 10. – С. 22–26.
4. Шандрук О.М., Недзведовська О.Є. Сучасний стан ринку боргових зобов'язань в Україні / О.М. Шандрук, О.Є. Недзведовська // Вісник Національного університету “Острозька академія”. Серія «Економіка». – 2021. – № 1(45). – С. 78–85.
5. Осецький В., Браткова І. Функції державних боргових зобов'язань: минуле та сучасність / В. Осецький, І. Браткова // Економічний простір. – 2020. – № 156. – С. 96–103.
6. Чугунов І.Я. Бюджетна політика в умовах макрофінансової нестабільності / І.Я. Чугунов // Фінанси України. – 2021. – № 4. – С. 5–15.
7. Єпіфанова І.Ю. Управління державним боргом: зарубіжний досвід та можливості для України / І.Ю. Єпіфанова // Бізнес Інформ. – 2022. – № 1. – С. 35–40.
8. Луніна І.О. Стратегічні підходи до формування державної боргової політики України / І.О. Луніна // Економіка і прогнозування. – 2021. – № 2. – С. 55–62.
9. Ткаченко Н.М. Розвиток фінансового ринку України в умовах трансформації економіки / Н.М. Ткаченко // Фінансовий простір. – 2023. – № 1. – С. 92–98.
10. Міністерство фінансів України. Офіційний сайт. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://mof.gov.ua/>
11. Національний банк України. Статистика ринку державних цінних паперів. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/>
12. Єпіфанова І.Ю. Фінансовий ринок: навчальний посібник / І.Ю. Єпіфанова. – Суми: Університетська книга, 2022. – 412 с.

References

1. Dolinowska O.Ya. Ekonomichna pryroda ta sutnist derzhavnoho borhu [The economic nature and essence of public debt] / O.Ya. Dolinowska // Finansy Ukrainy. – 2020. – № 3. – P. 15–24.
2. Pedchenko N.S., Strilets V.Yu., Luhovska L.A. Finansova polityka zaluchennia borhovyykh zobov'iazan derzhavy [Financial policy of attracting public debt obligations] / N.S. Pedchenko, V.Yu. Strilets, L.A. Luhovska // Finansy, oblik i audyt. – 2021. – № 37. – P. 44–52.
3. Fedorov V.A. Rol borhovyykh zobov'iazan u formuvanni efektyvnoi derzhavnoi polityky: zarubizhnyi dosvid ta rekomendatsii dlia Ukrainy [The role of debt obligations in shaping effective state policy: foreign experience and recommendations for Ukraine] / V.A. Fedorov // Ekonomika i derzhava. – 2022. – № 10. – P. 22–26.
4. Shandruk O.M., Nedzvedovska O.Ye. Suchasnyi stan rynku borhovyykh zobov'iazan v Ukraini [The current state of the debt obligations market in Ukraine] / O.M. Shandruk, O.Ye. Nedzvedovska // Visnyk Natsionalnoho universytetu “Ostrozka akademiia”. Seriya: Ekonomika. – 2021. – № 1(45). – P. 78–85.
5. Oset's'kyi V., Bratkova I. Funktsii derzhavnykh borhovyykh zobov'iazan: mynule ta suchasnist' [Functions of public debt obligations: past and present] / V. Oset's'kyi, I. Bratkova // Ekonomichniy prostir. – 2020. – № 156. – P. 96–103.
6. Chuhunov I.Ya. Biudzhetna polityka v umovakh makrofinansovoi nestabilnosti [Budget policy under conditions of macrofinancial instability] / I.Ya. Chuhunov // Finansy Ukrainy. – 2021. – № 4. – P. 5–15.
7. Yepifanova I.Yu. Upravlinnia derzhavnym borhom: zarubizhnyi dosvid ta mozhlyvosti dlia Ukrainy [Public debt management: foreign experience and opportunities for Ukraine] / I.Yu. Yepifanova // Biznes Inform. – 2022. – № 1. – P. 35–40.
8. Lunina I.O. Stratehichni pidkhody do formuvannia derzhavnoi borhovoï polityky Ukrainy [Strategic approaches to the formation of Ukraine's public debt policy] / I.O. Lunina // Ekonomika i prohnouzuvannia. – 2021. – № 2. – P. 55–62.
9. Tkachenko N.M. Rozvytok finansovoho rynku Ukrainy v umovakh transformatsii ekonomiky [Development of Ukraine's financial market in the conditions of economic transformation] / N.M. Tkachenko // Finansovyi prostir. – 2023. – № 1. – P. 92–98.
10. Ministerstvo finansiv Ukrainy [Ministry of Finance of Ukraine] [Electronic resource]. – Available at: <https://mof.gov.ua/>

11. Natsionalnyi bank Ukrainy [National Bank of Ukraine]. Statystyka rynku derzhavnykh tsinnykh paperiv [Statistics of the government securities market] [Electronic resource]. – Available at: <https://bank.gov.ua/>
12. Yepifanova I.Yu. Financial Market: Textbook / I.Yu. Yepifanova. – Sumy: Universytetska Knyha, 2022. – 412 p.