

УДК 339.72:336.717.71

ЗІНЧЕНКО Федір,

асистент кафедри міжнародних фінансів

Київського національного економічного університету ім. Вадима Гетьмана

МІЖНАРОДНИЙ РИНОК БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Оцінено параметри боргового сегмента світового фондового ринку. Досліджено стан та тенденції провідних фінансових ринків боргових цінних паперів. Розкрито сучасну структуру світового ринку боргових цінних паперів, виокремлено фактори, що обумовлюють поточний стан його кон'юнктури. Визначено місце різних груп учасників світового ринку облігацій, розкрито їх роль в ефективному функціонуванні боргового сегмента світового фондового ринку. Дано оцінку діяльності міжнародних фінансових організацій з огляду на їх вплив на світовий ринок боргових цінних паперів. Розкрито функції провідних біржових майданчиків у торгівлі фінансовими інструментами з фіксованою доходністю. Систематизовано вигоди для емітентів листингу на офшорних фінансових майданчиках. Виокремлено новітні фактори інституціональних ризиків, що впливають на умови функціонування вторинних ринків корпоративних облігацій.

Ключові слова: світовий ринок облігацій, боргові цінні папери, біржі, міжнародні фінансові організації, торговельні платформи.

Зинченко Ф. Международный рынок долговых ценных бумаг. Оценены параметры долгового сегмента мирового фондового рынка. Исследовано состояние и тенденции ведущих финансовых рынков долговых ценных бумаг. Раскрыта современная структура мирового рынка долговых ценных бумаг, выделены факторы, обуславливающие текущее состояние его конъюнктуры. Определено место различных групп участников мирового рынка облигаций, раскрыта их роль в эффективном функционировании долгового сегмента мирового фондового рынка. Дана оценка деятельности международных финансовых организаций с учетом их возрастающего влияния на мировой рынок долговых ценных бумаг. Раскрыты функции ведущих биржевых площадок в торговле финансовыми инструментами с фиксированной доходностью. Систематизированы выгоды для эмитентов листинга на офшорных финансовых площадках. Выделены новейшие факторы институциональных рисков, влияющих на условия функционирования вторичных рынков корпоративных облигаций.

Ключевые слова: мировой рынок облигаций, долговые ценные бумаги, биржи, международные финансовые организации, торговые платформы.

Постановка проблеми. Ринок боргових цінних паперів є, без перебільшення, одним із головних елементів сучасної фінансової моделі світу. Станом на кінець I півріччя 2015 р. обсяг боргових інструментів, що перебували в обігу на найбільших сегментах світового ринку,

випущених суверенними позичальниками, корпораціями різних секторів економіки та міжнародними фінансовими організаціями, становив 83,983 трлн дол. США. Масштаб, різноманітний характер учасників, а також багатоманітність інструментів, що на ньому обертаються, роблять ринок боргових цінних паперів складною багаторівневою системою. Від того, як злагоджено та безперебійно працюють зв'язки у межах цієї системи, залежить ефективність функціонування всього світового фінансового простору.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Особливості функціонування світового ринку цінних паперів, зокрема його боргового сегмента, є об'єктом вивчення багатьох дослідників. Учені Б. Біасіс та Р. Грін [1] аналізували еволюцію мікроструктури ринку облігацій, Дж. Гоцци та Р. Левін [2] досліджували мотиви використання національних та міжнародних ринків боргових цінних паперів корпораціями, С. Вольф-Хамахер [3] вивчав активність міжнародних фінансових організацій на національних фондових ринках, В. Семерніна [4] зосереджувала увагу на інноваціях та нових фінансових технологіях облігаційного ринку тощо.

Однак через висвітлення в більшості публікацій лише окремих аспектів функціонування ринку боргових цінних паперів та з урахуванням швидкого темпу еволюції ринкової практики доцільно доповнити та узагальнити наявні результати досліджень у цій царині.

Метою статті є дослідження структурних змін та тенденцій розвитку світового ринку боргових цінних паперів, які відбулися за останнє десятиріччя. Для досягнення мети в статті було поставлено такі завдання: проаналізувати структуру світового ринку боргових цінних паперів; визначити сучасні тенденції його розвитку; охарактеризувати зміни та надати їм оцінку.

Матеріали та методи. Під час дослідження застосовано статистичні матеріали Банку міжнародних розрахунків, Світової федерації бірж, різноманітних міжнародних фінансових організацій. Використано методи системного аналізу економічних явищ, історичний, логічний, порівняння та побудови аналітичних таблиць.

Результати дослідження. Світовий ринок боргових цінних паперів можна розглядати як сукупність взаємопов'язаних між собою національних ринків боргових інструментів та ринків міжнародних облігацій. Із посиленням процесів фінансової глобалізації межа між двома зазначеними сегментами стає все більш умовною.

Динаміку зміни обсягу вартості облігацій, що перебувають в обігу на найбільших національних боргових ринках світу (*див. табл. 1*).

Глибина боргового сегмента фондового ринку, розрахована як співвідношення вартості облігацій в обігу до ВВП, зростає зі 128 % 2000 р. до 153 % на початок 2015 р. Однак цей показник суттєво розбіжний за різними групами країн. Середнє значення глибини ринку для розвинутих країн 2015 р. становило 194 %, тоді як для країн БРІКС – 21 %.

Обчислення автора за даними Банку міжнародних розрахунків та Світового банку щодо величини ВВП країн свідчать про зростання динаміки у 3,5 раза із 2000 р., насамперед, завдяки КНР та Бразилії, чий ринок облігацій на середину 2015 р. становили відповідно 6,776 трлн та 1,866 трлн дол. США [5].

Таблиця 1

**Динаміка провідних ринків боргових цінних паперів
за вартістю інструментів в обігу, млрд дол. США**

Країни	2000	2003	2006	2009	2012	2014
США	15 747,7	19 788,9	25 848,9	30 827,9	33 292,9	35 797,3
Країни Євросони	6 535,5	10 835,1	14 728,5	22 231,6	21 824,5	20 280,4
КНР	214,6	459,6	1 197,8	2 577,5	4 253,8	6 776,0
Японія	6 677,1	8 715,5	9 073,6	12 234,9	14 552,6	11 047,2
Канада	894,1	1 076,0	1 304,8	1 650,4	2 150,1	2 165,5
Великобританія	1 669,7	2 487,6	3 992,4	5 282,7	5 769,8	6 164,7
Країни БРІКС (без КНР)	176,0	551,0	1 179,0	2 153,0	3 413,0	3 256,0
Всього	31 914,7	43 913,7	57 325,0	76 958,0	85 256,7	84 491,3

Джерело: складено за даними Банку міжнародних розрахунків [5] та Європейського центрального банку для країн євросони [6]

У географічному розрізі ринок боргових інструментів США й далі лідирує. Однак, попри абсолютне зростання, його частка у загально-світовому масштабі поступово меншає. Зважаючи на те, що ринки країн Євросони та Японії демонструють спадання, частка США скорочується щонайперше через динамічне зростання ринків, що формуються, передусім Китаю, чий ринок облігацій зріс за останні десять років у п'ять разів.

Загалом швидкі темпи зростання ринку боргових інструментів у країнах, що розвиваються, обумовлені такими факторами:

- 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 порівняно з розвинутими країнами.

Щодо учасників ринку, то за останні роки мали місце зміни у характері взаємовідносин та ролі кожного із традиційних емітентів: офіційних урядів держав, фінансових установ та інших нефінансових емітентів, а також міжнародних організацій.

Уряди країн світу продовжують використовувати ринки боргових цінних паперів задля фінансування державного бюджету та обслуговування суверенних боргів. За період з 2005 по червень 2015 р. сумарна вартість державних цінних паперів США, Великобританії, Японії та країн єврозони зросла із 18,852 трлн до 35,149 трлн дол. США. Подібне майже двократне зростання зумовлене масштабним фінансуванням урядів розвинутих країн антикризових заходів після 2008 р. з метою забезпечення макроекономічної стабільності у світі [5].

Добре функціонуючі й масштабні ринки державних (боргових) цінних паперів є запорукою ефективної грошово-кредитної політики під час проведення операцій на відкритому ринку. Саме тому державні облигації відіграють ключову роль у процесі реалізації «нетрадиційної» монетарної політики кількісного пом'якшення та викупу активів, які провадили та провадять провідні центральні банки світу.

На початок 2016 р. Федеральна резервна система накопичила на власному балансі казначейські зобов'язання міністерства фінансів США на суму 2,461 трлн дол., тоді як на кінець 2008 р. цей показник був лише на рівні 0,476 трлн дол. США. Банк Англії за період з 2009 по 2015 рр. під час викупу на вторинному ринку облигацій власного уряду (*Gilts*) у пенсійних фондів та страхових компаній збільшив свій баланс майже вчетверо [7–8].

Європейський центральний банк (ЄЦБ) перехід із розширених програм рефінансування до кількісного пом'якшення розпочав пізніше. У березні 2014 р. було ініційовано так звану Розширену програму придбання активів, розраховану на викуп боргових цінних паперів урядів країн членів єврозони та інституцій ЄС у розмірі 1,140 трлн євро.

Нові підходи та методи реалізації грошово-кредитної політики, що базуються на близькій до нуля чи навіть від'ємній відсотковій ставці (запровадження у червні 2014 р. ЄЦБ ставки у розмірі 0,1 % за депозитами комерційних банків, що перевищують потрібні резерви), радикально вплинули на головний ціновий показник боргових інструментів – дохідність. На початок 2016 р. близько 5,5 трлн дол. США державних облигацій у світі різних строків погашення торгувалися із негативною дохідністю. Насамперед це папери Німеччини, Франції, Нідерландів, Швейцарії, Швеції, Данії та Японії [9].

Проведення такої «нетрадиційної» монетарної політики мало також визначний вплив на іншу групу емітентів боргових інструментів – корпорації. Безпрецедентно низькі облікові ставки радикально зменшили вартість залучення капіталу для компаній. У 2015 р. загальна сума угод на первинному міжнародному ринку корпоративних бондів становила 3,949 трлн дол. США. Для порівняння у 2000 р. компанії емітували 0,9 трлн облигацій [10].

Зросла й вартість облигаційних угод первинного ринку. За результатами 2015 р. сумарний випуск так званих джамбо бондів, тих, чий випуск перевищує 10 млрд дол. США, становив 219,3 млрд дол. США.

Лідером серед країн за кількістю подібних угод є США, де було здійснено 48 із загальносвітових 91 випуску загальною вартістю 607,5 млрд дол. США. На другому місці Великобританія – 18 угод на 177,7 млрд дол. США, та на третьому – Італія – чотири випуски на 104 млрд дол. США. Найбільший облігаційний випуск в історії здійснила корпорація *Verizon Communications* у вересні 2013 року – на 49 млрд дол. США [11].

За період з 2001 по 2014 рр. кількість країн, емітенти яких здійснювали міжнародне розміщення облігацій, зросла з 54 до 81. Розширення відбулося за рахунок країн, що розвиваються. Починаючи із 2009 р. корпорації нефінансового сектору із економік, що формуються, збільшили випуск облігацій із 200 млрд дол. США до майже 900 млрд дол. США. Метою випуску були вже не лише інвестиційні потреби (проектне фінансування чи розширення бізнесу), а й рефінансування минулих позик на значно вигідніших умовах, насамперед щодо вартості коштів [12, с. 96].

Зазнала змін і валютна складова облігаційних позик компаній із країн, що розвиваються. Частка випусків в іноземній валюті зменшилася порівняно з докризовим періодом із 35 % до майже 25 %. Однак це скорочення пояснюється стрімким зростанням облігаційних випусків китайськими компаніями, які переважно номіновані в юанях. Окрім цього, емітенти із таких країн, як Колумбія, Малайзія, Російська Федерація та Філіппіни, також більшість облігаційних запозичень здійснюють у національній валюті [13, с. 97].

На відміну від підприємств реального сектору, емісійна активність фінансово-банківських груп на ринку довгострокових боргових інструментів за останні роки значно зменшилася. Посткризові реформи фінансового законодавства, насамперед щодо вимог до величини регулятивного капіталу, призвели до делевериджу банківських установ, тобто скорочення боргових коштів у структурі їх активів. Особливо ця тенденція проявилася в англосаксонських країнах (*див. рис. 1*).

Запровадження жорстких регулятивних норм з боку держав до фінансових установ та зменшення міжнародної банківської активності призвели до скорочення транскордонних позичкових операцій. Це укупі із зменшенням вартості залучення стимулювало нефінансові компанії збільшувати випуски міжнародних облігацій як традиційних іноземних, так і єврооблігацій. Станом на кінець червня 2015 р. в обігу на світовому ринку перебували міжнародні бонди корпорацій на суму 3,055 трлн дол. США (*див. рис. 2*) [5; 13, с. 55].

Компанії використовують різні типи облігацій на національному та міжнародному ринках. До того ж це не залежить від спеціалізації емітента чи країни його походження. Бізнес використовує міжнародні та євrorинки капіталу для проведення великих за обсягами випусків на коротші терміни, в іноземній валюті та з 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, порівняно із винятково національними емітентами. Подібні моделі поведінки підтверджують ідею, що національний та міжнародні ринки позичкового капіталу швидше доповнюють, аніж замінюють один одного [2].

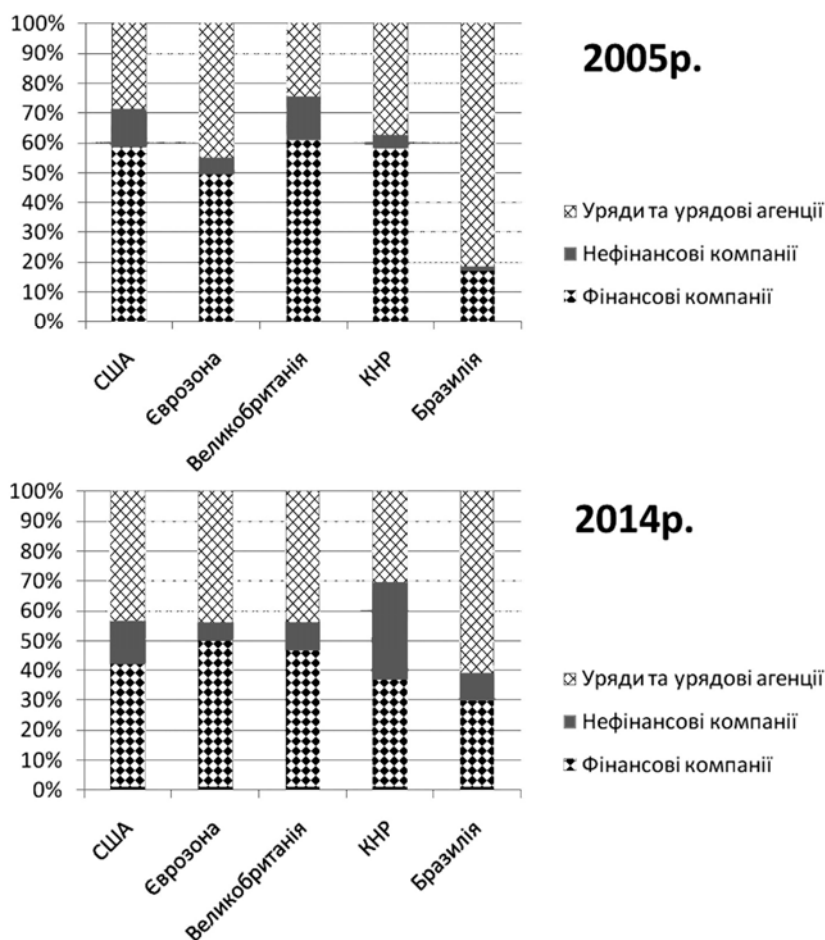


Рис. 1. Співвідношення боргових цінних паперів в обігу за групами емітентів, %

Джерело: розроблено автором за даними Банку міжнародних розрахунків [5]

Важливими учасниками світового ринку боргових цінних паперів є міжнародні фінансові організації, представлені, як правило, багатосторонніми регіональними банками розвитку та установами із групи Світового банку. Міжнародні фінансові організації (далі – МФО) як емітенти боргових цінних паперів вирізняються такими ознаками:

- найвищим рейтингом надійності переважно на рівні AAA;
- диверсифікацією емісії за різними інструментами щодо строків, географії інвесторів та валют запозичення;
- проведенням гнучкої політики запозичень, розрахованої на потреби потенційних інвесторів;

- сприянням розвитку національних ринків капіталу через емісію облігацій у місцевих валютах;
- запровадженням та емісією інноваційних боргових інструментів.

Із 2010 по 2015 рр. загальна сума емісії боргових інструментів, випущених міжнародними фінансовими організаціями, зросла на 65 % до 1,47 трлн дол. США [5].

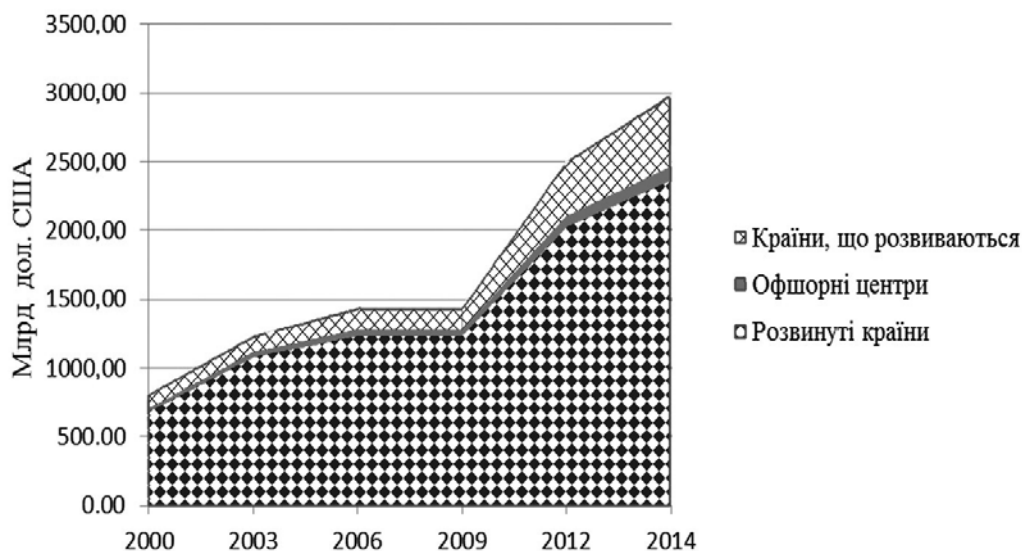


Рис. 2. Вартість міжнародних облігацій нефінансових корпорацій в обігу

Джерело: розроблено автором за даними Банку міжнародних розрахунків [5]

Подібне зростання спричинила потреба збільшення фондування діяльності МФО. Посткризовий розвиток світового господарства та виклики фінансової глобалізації вимагають активізації діяльності МФО, а значить і фінансових ресурсів, що є в їх розпорядженні. Місце та масштаби діяльності МФО на міжнародному борговому ринку можна побачити на прикладі найвідоміших із них (див. табл. 2).

Емітуючи боргові цінні папери у національній валюті, міжнародні організації підтримують і прискорюють інтеграцію ізольованих локальних ринків у світовий фінансовий простір. У межах подібних емісій здійснюють розробку та апробацію правового поля, потрібного для обігу іноземних цінних паперів, передають необхідні фінансові ноу-хау та приклад найкращих закордонних практик. Окрім цього, запозичення в національній валюті дають змогу країнам, що розвиваються, зменшити відкритість щодо зовнішніх валютних шоків [3, с. 15].

У багатьох випадках саме МФО є піонерами випусків певних видів іноземних облігацій. Саме під егідою Світового банку було вперше розроблено концепцію та безпосередньо здійснено випуск глобальних облігацій у доларах США (1989 р.), новозеландських доларах (1990 р.), японській ієні (1992 р.), німецькій марці (1993 р.) та мексиканському песо (2006 р.).

Таблиця 2

**Міжнародні фінансові організації
на ринку боргових цінних паперів**

Фінансові організації	Вартість випущених облігацій на кінець 2015 р., млрд дол. США	Кількість валют номіналу випущених облігацій	Обсяг найбільшого випуску, млрд дол. США	Рік здійснення найбільшого випуску	Відсоткова ставка найбільшого випуску, %
Азійський банк розвитку	66,10	32	3,00	2012	1,125
Європейський банк реконструкції та розвитку	28,82	40	3,00	2013	1,000
Європейський інвестиційний банк	451,53	17	5,00	2013	0,5–1,750
Міжамериканський банк розвитку	80,03	19	3,25	2014	0,625
Міжнародна фінансова корпорація	51,30	21	3,50	2013	1,750
Міжнародний банк реконструкції та розвитку	167,70	57	6,00	2009	2,000
Північний інвестиційний банк	21,67	18	2,00	2013	–

Джерело: розроблено автором за даними [14–20]

Одним із нових боргових інструментів, запроваджених МФО, є так звані зелені або кліматичні облігації. Це інструменти, випуск яких передбачає використання залучених коштів на фінансування проєктів, пов'язаних із захистом довкілля, та дає змогу інституційним інвесторам, урядам або фондам національного добробуту інвестувати в соціально-політичні важливі для своїх стейкхолдерів сфери.

Перші емісії «зелених» облігацій провів Європейський інвестиційний банк у 2007 р. та Світовий банк у 2008 р. З часом у міру активізації світових екологічних ініціатив до випуску «зелених» облігацій долучилися приватні корпорації, уряди та муніципалітети. У період з 2011 до 2015 рр. обсяг випуску екологічних облігацій збільшився із 1 млрд до 42 млрд дол. США [21].

Відмітною рисою сучасного ринку боргових цінних паперів є інтенсивний розвиток фінансового інжинірингу, тобто створення нових фінансових інструментів та механізмів реалізації операцій із ними. Подібні новації дають змогу застосовувати облігаційні випуски із макси-

мально гнучкими параметрами, що дозволяють задовольняти будь-які потреби потенційних інвесторів.

Серед подібних інноваційних боргових інструментів можна виокремити:

- мультивалютні облігації, що передбачають можливість виплати відсотків та погашення номіналу різними валютами;

- конвертовані облігації, що дають право власнику на обмін не лише на акції, а на варранти, облігації більшої чи меншої строковості, опціони тощо;

- облігації дохідності, які залежать від одного чи кількох базових параметрів, без верхньої чи нижньої межі дохідності. Наприклад, облігації, які залежать від динаміки окремих макроекономічних показників регіону чи окремої країни (ВВП, інфляція), зміни цін на деякі промислові чи сировинні товари;

- облігації, що розміщуються траншами із різним рівнем кредитного ризику: перший транш із використанням застави, другий – гарантії або поруки, третій – без забезпечення;

- облігації із додатковими обмеженнями (ковенантами) та кількома вбудованими опціонами. У подібних випадках при настанні певних умов, які чітко прописані у проспекті емісії, у інвестора виникає право вимагати викуп належних йому облігацій за визначеною ціною, або, навпаки, у емітента виникає право дострокового погашення [4, с. 139].

Важливим елементом міжнародного ринку боргових цінних паперів є так звані офшорні біржі. Це майданчики, розташовані в офшорних юрисдикціях або країнах із ліберальним податковим законодавством, більшість клієнтів яких зареєстровані за кордоном. Найбільш відомими серед них є фондові біржі Кайманових островів, Люксембургу, Ірландії та біржа цінних паперів Нормандських островів.

Саме на Люксембурзькій фондовій біржі у липні 1963 р. було зареєстровано перший у світі випуск єврооблігації на суму 15 млн дол. США строком обігу 15 років та відсотковою ставкою 5,5 %, проведений компанією *Autostrade* – італійським оператором швидкісних доріг та гарантований Італійською державною холдинговою компанією.

Спеціалізацією цих бірж є надання майданчика для лістингу широкого кола фінансових інструментів різної природи, у тому числі й боргових. Це стосується не лише звичайних міжнародних облігацій, а й складних синтетичних цінних паперів. До останніх належать: боргові папери, забезпечені активами, облігації із покриттям, глобальні забезпечені ноти, високодохідні облігації, середньострокові та ноти участі у позиках, ісламські сертифікати тощо.

Подібні майданчики часто-густо використовують транснаціональні фінансово-інвестиційні конгломерати, такі як *Bank of America*, *Deutsche Bank*, *JP Morgan Chase*, *Goldman Sachs*, *UBS* та *Nomura*, з метою лістингу синтетичних фінансових інструментів, розроблених

для задоволення потреб професійних інституційних клієнтів. Як наслідок, наприклад, загальна вартість міжнародних облігацій, випуски яких зареєстровані на Кайманових островах, за період із 2005 по 2015 рр. зросла із 0,543 до 1,323 трлн дол. США [5].

Причинами, за яких емітенти проводять лістинг боргових цінних паперів на подібних майданчиках, є:

➤ прозорість операцій. Інформація про угоди із облігаціями переправляє біржа спеціальним інформаційним провайдером, які розповсюджують її серед інвестиційного середовища, що може підвищувати ліквідність інструменту;

➤ збільшення ринкової привабливості боргових інструментів. Насамперед для інституційних інвесторів, від яких законодавчо вимагається формувати інвестиційний портфель переважно винятково із лістингових цінних паперів. Окрім цього, у деяких країнах існують законодавчі норми для індивідуальних інвесторів, які забороняють інвестування у позалістингові цінні папери, й з другого – стимулюють операції із біржовими інструментами;

➤ підвищення статусу випуску. Лістинг на відомій, особливо європейській біржі, Ірландії або Люксембургу, які є членами Європейського Союзу та Організації економічного співробітництва та розвитку, дозволяють отримати емітенту маркетинговий інструмент для просування своєї компанії;

➤ дозволяють емітентам, особливо із закритих юрисдикцій, пройти мінімальні, але достатні процедури щодо розкриття інформації про свою поточну діяльність та виконати вимоги законодавства щодо захисту інвесторів. Своєю чергою, біржа цінних паперів Нормандських островів хоча й знаходиться територіально в Європі, але не підпадає під дію спільноєвропейського законодавства, тому не вимагає від потенційних емітентів відповідності проспекту профільним Директивам ЄС;

➤ отримання податкових переваг. Перебування облігації у біржовому списку є запорукою того, що при виплаті відсотків, емітент не буде зобов'язаний утримувати податок на цю трансакцію. Оскільки більшість єврооблігацій обертаються у Лондоні, насамперед це стосується так званого «виключення єврооблігацій, що котуються» (*Quoted Eurobond Exemption*). Правило, яке було запроваджено британським урядом 1984 р., та звільняє емітентів єврооблігацій, які пройшли лістинг на уповноважених фондових біржах, від утримання податків із відсотків, що виплачуються інвесторам.

Як наслідок, більше ніж 65 % всіх цінних паперів, що перебувають у біржовому списку Люксембурзької фондової біржі, припадає на боргові інструменти, з яких 99,9 % є міжнародними. Водночас три чверті доходів Ірландської фондової біржі генерується платою за лістинг, що значно вирізняє її з-поміж традиційних фондових бірж та робить беззаперечним лідером за розміром біржового реєстру.

Останні роки позначилися кардинальними зрушеннями у організаційній структурі вторинного ринку облігацій. Трансформаційних змін

заснає усталена десятиріччями модель взаємовідносин між покупцями та продавцями боргових цінних паперів.

Традиційно облігації оберталися на позабіржовому неорганізованому децентралізованому ринку, де головну роль відігравали дилери, представлені великими банківськими установами. Останні тримали великі облігаційні портфелі та періодично виставляли котирування для потенційних контрагентів.

Подібна ринкова модель утворилася еволюційно, у міру становлення та укрупнення інституційних інвесторів, які стали головними власниками боргових цінних паперів у розвинутих країнах. У ретроспективі подібний розвиток особливо яскраво простежується на прикладі американського ринку корпоративних облігацій. До початку 50-х років минулого сторіччя на Нью-Йоркській фондовій біржі, найбільшій на той час біржі світу, існувала доволі активна секція торгівлі облігаціями підприємств. Однак фіксовані комісійні для брокерів та спеціалістів майданчика, а також підвищена відкритість біржової торгівлі все більше не влаштовували інституційних інвесторів. Останні як учасники ринку, на яких припадала найбільша частка загального обсягу угод, вивели ліквідність на позабіржовий сегмент, де змогли торгуватися з дилерами за ціну та уникати вимог розкриття інформації. Унаслідок цього біржовий сегмент облігаційної торгівлі в США почав відігравати другорядну роль порівняно із децентралізованим ринком [1].

Водночас в Європі біржова торгівля облігаціями є доволі розвинутою. За даними Європейської федерації фондових бірж, у 2015 р. загальна вартість угод із борговими цінними паперами навіть перевищила сумарний обсяг торгівлі акціями: 9,468 трлн євро проти 7,865 трлн євро [22].

Таблиця 3

**Найбільші фондові біржі за обсягом торгівлі облігаціями,
млрд дол. США**

Назва біржового майданчика	2005	2010	2015
Іспанська біржа BME	4 090,05	11 040,86	7 257,51
Біржа NASDAQ OMX Nordic	3 089,00	2 626,07	1 785,42
Стамбульська біржа	514,39	445,94	194,06
Bolsa de Valores de Colombia	462,77	1 138,17	451,49
Німецька біржа	382,80	110,62	–
ФБ Йоганнесбургу	–	2 320,96	1 766,20
Корейська біржа	0,00	505,94	1 582,41

Джерело: розроблено автором за даними Світової федерації бірж [23]

За період із 2005 по 2015 рр. обсяг угод із облігаціями на фондових біржах світу зріс на 63 % (табл. 3). Лідером за цим показником

серед організованих майданчиків є холдинг Іспанських бірж, де головним борговим інструментом є державні боргові папери. До того ж більшість угод укладають без використання електронної системи торгівлі, шляхом переговорів між трейдерами. На відміну від іспанського майданчика, лівова частка торговельного обороту біржі *NASDAQ OMX Nordic* припадає на приватних емітентів із скандинавських та балтійських країн.

Беззаперечним лідером за торгівлею іноземними облигаціями залишається швейцарський біржовий оператор *SIX Swiss*, де за результатами 2015 р. із загального обсягу угод у 195,8 млрд дол. США більше половини припало на облигації іноземних емітентів. Що укотре доводить статус Швейцарії як одного із світових фінансових центрів.

Деякі країни (як розвинуті, так і ті, що розвиваються) запроваджують біржові секції для торгів облигаціями в межах спеціальних програм розвитку національних ринків капіталу. Наприклад, австралійський уряд емітує спеціальні біржові облигації з метою:

- розвитку глибокого та ліквідного ринку облигацій та просування Австралії як провідного регіонального фінансового центру;
- зменшення залежності від закордонного фінансування шляхом мобілізації внутрішніх ресурсів для інвестування в інфраструктурні проекти;
- забезпечення індивідуальних інвесторів через еталонні державні біржові облигації ринковою інформацією щодо можливих цін на інші інструменти;
- заохочення роздрібних інвесторів для вкладання в облигації для розширення їх інвестиційного портфеля та зменшення ризику коливань цін на акції чи нерухомість.

Однак на сучасному етапі розвитку переважна більшість ринків боргових інструментів залишається позабіржовими. У випадку з державними облигаціями це не несе в собі великих ризиків, позаяк операції більш стандартизовані та сконцентровані на дилерських платформах. Найвідомішою з останніх є група майданчиків *MTS (Mercato Telematico dei Titolidi Stato)* – найбільша міждилерська електронна система для торгівлі урядовими паперами країн єврозони, що об'єднує трейдерів із багатьох країн, розширюючи таким чином ліквідність національних ринків суверенних бондів.

Ситуація на вторинному ринку корпоративних облигацій є більш загрозливою. За останні роки як індивідуальні, так й інституційні інвестори стикнулися із проблемою відсутнього зменшення ліквідності. Чому сприяли кілька факторів.

По-перше, як вже зазначали, реформи фінансових ринків у розвинутих країнах радикально підвищили вимоги до банків щодо ліквідності та достатності капіталу й прямо обмежили діяльність банківських установ за власні кошти на ринку цінних паперів (правило Волкера,

Базель III тощо). Як наслідок, банки у кілька разів скоротили свої портфелі боргових цінних паперів, а отже, і дилерську діяльність на ринку. Тож наявна двостороння модель торгівлі облігаціями в межах міждилерських систем, або систем дилер-клієнт, опинилася під загрозою. Неможливість швидко знайти контрагента для угоди перенесла ризик із дилерів до інвесторів.

По-друге, згідно з Директивою ЄС про ринки фінансових інструментів 2014/65/ЄС учасники ринку зобов'язані виконувати замовлення клієнтів якнайкраще та забезпечити достатній рівень розкриття торговельної інформації, що суперечить наявній практиці двосторонніх угод із мінімальним рівнем передторговельної інформації.

По-третє, падіння відсоткових ставок у світі та гіперактивність емітентів на первинному ринку радикально збільшили кількість наявних боргових інструментів. Окрім цього, сучасні корпоративні облігаційні продукти не характеризують високим рівнем стандартизації, що ще більше фрагментує й без того децентралізований ринок. На європейському ринку торгуються 9000 випусків пайових та 300 000 випусків боргових цінних паперів, до того ж перші в середньому обертаються 400 разів на день, а другі – 1,5 раза [24, с. 38].

Поряд із цим усе більшу частку угод на ринку облігацій виконують комп'ютеризовано. У результаті на ринку виникає велика кількість торговельних платформ, що поєднують в собі риси багатосторонніх міждилерських систем, систем-клієнт-дилер та так званих систем «всі для всіх». Остання становить систему торгівлі, яка робить можливою прямі комунікації між максимальною кількістю як інвесторів, так і дилерів. Деякі із цих майданчиків розробляють спеціалізовані провайдери, наприклад *Bloomberg*, *Tradeweb*, *MarketAxess*, деякі впроваджують комерційні банки (*UBS BondPort*), однак найбільшу активність проявляють фондові біржі (*Bondvision LSE*, *SIX Corporate bond*, *Eurex Bonds*, *EuronextBondMatch*, *Mot* тощо).

Більшість конкурентних переваг у боротьбі за концентрацію облігаційної ліквідності мають саме біржі. Адже вони за визначенням є централізованими ринками, що нагромадили багаторічний досвід побудови та організації торговельних механізмів, диференційованого рівня відкритості. Можна припустити, що за будь-якого розвитку подій майбутні провідні майданчики щодо торгівлі облігаціями увійдуть до складу міжнародних біржових холдингів.

Висновки. Проаналізувавши тенденції розвитку світового ринку інструментів із фіксованою дохідністю, можна дійти висновку, що він, хоча й є одним із найконсервативніших сегментів світового фінансового ринку, перебуває в стадії докорінної трансформації.

У розвинутих країнах посткризові регулятивні ініціативи урядів та технологічні новації, що вже кардинально перетворили ринки акцій, поставили перед учасниками ринку облігацій завдання пошуку нової оптимальної ринкової мікроструктури. Структури, яка зможе забезпе-

чити достатній рівень ліквідності та мінімізувати ризики виконання угод для інвесторів.

Багато ринків облігацій, що формуються, також зазнали якісних та кількісних змін, підвищивши своє значення для національних економік. За останні роки значно зросли загальні обсяги та кількість міжнародних облігаційних випусків як суверенних позичальників, так і підприємств із країн, що розвиваються. Не в останню чергу це стало можливим завдяки емісійній активності на цих ринках міжнародних фінансових організацій. Попри це, зростає вразливість ринків, що формуються, зовнішнім шокам. Насамперед спричинених валютними коливаннями та «нетрадиційною» монетарною політикою, що її провадять монетарні інститути розвинутих економік.

Щодо граничних ринків, то якщо сегмент державних боргових інструментів характеризується задовільним рівнем, ринку облігацій підприємств або взагалі немає, або він перебуває в зародковому стані. Це пояснюється низькими темпами розвитку економік, високими відсотковими ставками, дефіцитом внутрішніх інвестиційних ресурсів, значним кредитним ризиком, низькою кредитною та корпоративною культурами, слабким рівнем захисту прав інвесторів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Biasis B, Green R. S. The Microstructure of the Bond Market in the 20th Century [Електронний ресурс] / В Biasis R. S. Green // Tepper School of Business — 2007. — August 29. — Режим доступу : <http://repository.cmu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1133&context=tepper>. — Назва з екрану.
2. Gozzi J. C., Levine R., Peria M., Schmukler S. L. How firms use domestic and international corporate bond markets [Електронний ресурс] / J. C. Gozzi, R. Levine, M. Peria, S. L. Schmukler // NBER working paper series. — 2012. — Січень. — Режим доступу : <http://www.nber.org/papers/w17763>. — Назва з екрану.
3. Wolff-Намачер S. Local currency bond issues by international financial institutions [Електронний ресурс] / Wolff-Намачер S. // Bank for International Settlements. — 2007. — 12 квітня. — Режим доступу : <https://www.bis.org/publ/wgpapers/cgfs28wolff.pdf>. — Назва з екрану.
4. Семернина Ю. В. Глобальные тенденции мирового рынка облигаций / Ю. В. Семернина // Вест. Саратов. гос. с.-э. ун-та. — 2012. — № 1 (40). — С. 138–141.
5. Банк міжнародних розрахунків [Електронний ресурс] / BIS Statistics Explorer. — Режим доступу : <http://stats.bis.org/statx/srs/table/c1>. — Назва з екрану.
6. European Central Bank Statistical Data Warehouse [Електронний ресурс] / Statistical Data Warehouse. — Режим доступу : <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn167>. — Назва з екрану.
7. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks [Електронний ресурс] / Federal reserve statistical release. — Режим доступу : <http://www.federalreserve.gov/releases/h41>. — Назва з екрану.
8. Bank of England consolidated balance sheet : assets from March 2008 to end-September 2014. [Електронний ресурс] / The Bank of England Balance Sheet. — Режим доступу : <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/balancesheet/default.aspx#qe>. — Назва з екрану.

9. Moore E. Record \$5.5tn in govt bonds with negative yields [Електронний ресурс] / E. Moore // FT. — 2016. — January, 29. — Режим доступу : <http://www.ft.com/fastft/2016/01/29/record-5-5tn-in-govt-bonds-trade-at-negative-yields>. — Назва з екрану.
10. International Debt Capital Markets Volume [Електронний ресурс] / The International Capital Market Association. — Режим доступу : <http://www.icmagroup.org/resources/market-data/Market-Data-Dealogic>. — Назва з екрану.
11. McGann B. Global Jumbo Bond Issuance Highest Volume on Record [Електронний ресурс] / B. McGann // Dealogic. — 2015. — December 30th. — Режим доступу : <http://www.dealogic.com/media/market-insights/dcm-statshot>. — Назва з екрану.
12. Global Financial Stability Report. — Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges : Risks Rotating to Emerging Markets [Електронний ресурс] / International Monetary Fund. — Washington. — 2015. — October. — Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2015/02/pdf/text.pdf>. — Назва з екрану.
13. Global Financial Stability Report. — Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks International Banking after the Crisis : Increasingly Local and Safer? [Електронний ресурс] / International Monetary Fund. — Washington. — 2015. — April. — Режим доступу : <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/01/pdf/text.pdf>. — Назва з екрану.
14. Азійський банк розвитку [Електронний ресурс] / Investor Information — Режим доступу : <http://www.adb.org/site/investors/main>. — Назва з екрану.
15. Європейський банк реконструкції та розвитку [Електронний ресурс] / Investor Information. — Режим доступу : <http://www.ebrd.com/work-with-us/capital-markets/investor-information.html>. — Назва з екрану.
16. Європейський інвестиційний банк [Електронний ресурс] / Investor Relations. — Режим доступу : http://www.eib.org/investor_relations/index.htm. — Назва з екрану.
17. Міжамериканський банк розвитку [Електронний ресурс] / Investor Presentation and Factsheet. — Режим доступу : <http://www.iadb.org/en/idb-finance/investors>. — Назва з екрану.
18. Міжнародна фінансова корпорація [Електронний ресурс] / Investor Relations. — Режим доступу : http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/About+IFC_new/IFC+Governance/Investor+Relations. — Назва з екрану.
19. Міжнародний банк реконструкції та розвитку [Електронний ресурс] / World Bank Bonds & Investment Products. — Режим доступу : <http://treasury.worldbank.org/cmd/htm/index.html>. — Назва з екрану.
20. Північний інвестиційний банк [Електронний ресурс] / Investor Relations. — Режим доступу : http://www.nib.int/capital_markets. — Назва з екрану.
21. Green Bonds : Debt capital markets and the low-carbon transition [Електронний ресурс] / Bloomberg New Energy Finance. — 2016. — January. — Режим доступу : <http://about.bnef.com/presentations/green-bonds-debt-capital-markets-and-the-low-carbon-transition>. — Назва з екрану.
22. За даними Європейської федерації бірж цінних паперів [Електронний ресурс] / FESE Monthly factsheets. — Режим доступу : <http://www.fese.eu/statistics-market-research/historical-data>. — Назва з екрану.
23. За даними Світової федерації бірж [Електронний ресурс] / Monthly Reports. — Режим доступу : <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>. — Назва з екрану.
24. Hill A., Callaghan E. Secondary Markets [Електронний ресурс] / A. Hill, E. Callaghan // ICMA quarterly report. — Issue 39. — 2015. — Fourth Quarter. — Режим доступу : <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Regulatory-Policy-Newsletter/Previous-versions>. — Назва з екрану. — Ст. 38.

Стаття надійшла до редакції 29.03.2016.

Zinchenko F. The international debt securities market.

Background. *The debt securities market is one of the key pillars without exaggeration, on which the modern financial architecture of the world rests. As at the end of the first half of 2015 the volume of the debt instruments in circulation at the largest segments of the global market, issued by sovereign borrowers, corporations in various sectors of the economy and the international financial organizations made up 83,983 trillion \$ USA. The scale, heterogeneous nature of participants, as well as the variety of instruments, traded on it, make the market of debt securities as the complex multi-level system. The efficiency of the entire global financial space depends on how much smoothly and trouble-free the communications work within the framework of this system.*

The aim of the article is to study the structural changes and development trends of the world market of debt securities that has occurred over the last decade. To achieve the goal of the article it was stated the following objectives: to analyze the structure of the world market debt securities; to define the modern tendencies of its development; to characterize the changes and to evaluate them.

Materials and methods. *The research applied the statistical materials of the Bank for International Settlements, World Federation of exchanges, various international financial organizations. We used methods of system analysis of economic phenomena, historical, logical, method of comparison and building of analytical tables.*

Results. *It has been estimated the parameters of the debt segment of the world stock market. It has been investigated the status and trends in the leading financial markets of debt securities. It has been disclosed the modern structure of world market of debt securities and singled out the factors that determine the current state of its conjuncture. It has been defined the place of different groups of participants in the global bond market and revealed their role in the effective functioning of the debt segment of the world stock market. It has been assessed the activities of international financial institutions because of their increasing influence on the global debt securities market. It has been revealed the functions of leading stock exchanges in the financial instruments trading with fixed income. It has been systemized benefits for listing issuers on the offshore financial markets. It has been highlighted new factors of institutional risks that affect the conditions of functioning of secondary corporate bond markets.*

Conclusions. *The global market of fixed income instruments is one of the most conservative segments of the global financial market, but is under radical transformation. In developed countries the post-crisis regulatory government initiatives and technological innovations that have already radically transformed the equity markets and have put the task of finding the new optimal market microstructure before the participants of the bond market, the structure, which can provide an adequate level of liquidity and minimize the risks of contract execution for investors. Many bond markets, which are forming, have also undergone qualitative and quantitative changes, increasing its value to national economies. In recent years the overall volumes and number of international bond issues as of sovereign borrowers so of companies from countries, that are developing, significantly increased. Last but not least it became possible thanks to the emission activity of the international financial institutions in these markets. If the segment of public debt instruments is characterized by a satisfactory level, the bond market of enterprises is unavailable or exists in its infancy in the limit stock markets.*

Keywords: world bond market, debt securities, stock exchanges, international financial organizations, trading platforms.

REFERENCES

1. Biasis B, Green R. S. The Microstructure of the Bond Market in the 20th Century [Elektronnyj resurs] / B Biasis R. S. Green // Tepper School of Business — 2007. — August 29. — Rezhym dostupu : <http://repository.cmu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1133&context=tepper>. — Nazva z ekranu.
2. Gozzi J. C., Levine R., Peria M., Schmukler S. L. How firms use domestic and international corporate bond markets [Elektronnyj resurs] / J. C. Gozzi, R. evine, M. Peria, S. L. Schmukler // NBER working paper series. — 2012. — Sichen'. — Rezhym dostupu : <http://www.nber.org/papers/w17763>. — Nazva z ekranu.
3. Wolff-Hamacher S. Local currency bond issues by international financial institutions [Elektronnyj resurs] / Wolff-Hamacher S. // Bank for International Settlements. — 2007. — 12 kvitnja. — Rezhym dostupu : <https://www.bis.org/publ/wgpapers/cgfs28wolff.pdf>. — Nazva z ekranu.
4. Semernina Ju. V. Global'nye tendencii mirovogo rynku obligacij / Ju. V. Semer-nina // Vest. Saratov. gos. s-je. un-ta. — 2012. — № 1 (40). — S. 138–141.
5. Bank mizhnarodnyh rozrahunkiv [Elektronnyj resurs] / BIS Statistics Explorer. — Rezhym dostupu : <http://stats.bis.org/statx/srs/table/c1>. — Nazva z ekranu.
6. European Central Bank Statistical Data Warehouse [Elektronnyj resurs] / Statistical Data Warehouse. — Rezhym dostupu : <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn167>. — Nazva z ekranu.
7. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks [Elektronnyj resurs] / Federal reserve statistical release. — Rezhym dostupu : <http://www.federalreserve.gov/releases/h41>. — Nazva z ekranu.
8. Bank of England consolidated balance sheet : assets from March 2008 to end-September 2014. [Elektronnyj resurs] / The Bank of England Balance Sheet. — Rezhym dostupu : <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/balancesheet/default.aspx#qe>. — Nazva z ekranu.
9. Moore E. Record \$5.5tn in govt bonds with negative yields [Elektronnyj resurs] / E. Moore // FT. — 2016. — January, 29. — Rezhym dostupu : <http://www.ft.com/fastft/2016/01/29/record-5-5tn-in-govt-bonds-trade-at-negative-yields>. — Nazva z ekranu.
10. International Debt Capital Markets Volume [Elektronnyj resurs] / The International Capital Market Association. — Rezhym dostupu : <http://www.icmagroup.org/resources/market-data/Market-Data-Dealogic>. — Nazva z ekranu.
11. McGann B. Global Jumbo Bond Issuance Highest Volume on Record [Elektronnyj resurs] / B. McGann // Dealogic. — 2015. — December 30th. — Rezhym dostupu : <http://www.dealogic.com/media/market-insights/dem-statshot>. — Nazva z ekranu.
12. Global Financial Stability Report. — Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges : Risks Rotating to Emerging Markets [Elektronnyj resurs] / International Monetary Fund. — Washington. — 2015. — October. — Rezhym dostupu : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2015/02/pdf/text.pdf>. — Nazva z ekranu.
13. Global Financial Stability Report. — Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks International Banking after the Crisis : Increasingly Local and Safer? [Elektronnyj resurs] / International Monetary Fund. — Washington. — 2015. — April. — Rezhym dostupu : <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/01/pdf/text.pdf>. — Nazva z ekranu.
14. Azijs'kyj bank rozvytku [Elektronnyj resurs] / Investor Information — Rezhym dostupu : <http://www.adb.org/site/investors/main>. — Nazva z ekranu.

15. Jevropejs'kyj bank rekonstrukcii' ta rozvytku [Elektronnyj resurs] / Investor Information. — Rezhym dostupu : <http://www.ebrd.com/work-with-us/capital-markets/investor-information.html>. — Nazva z ekranu.
16. Jevropejs'kyj investycijnyj bank [Elektronnyj resurs] / Investor Relations. — Rezhym dostupu : http://www.eib.org/investor_relations/index.htm. — Nazva z ekranu.
17. Mizhamerykans'kyj bank rozvytku [Elektronnyj resurs] / Investor Presentation and Factsheet. — Rezhym dostupu : <http://www.iadb.org/en/idb-finance/investors>. — Nazva z ekranu.
18. Mizhnarodna finansova korporacija [Elektronnyj resurs] / Investor Relations. — Rezhym dostupu : http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/About+IFC_new/IFC+Governance/Investor+Relations. — Nazva z ekranu.
19. Mizhnarodnyj bank rekonstrukcii' ta rozvytku [Elektronnyj resurs] / World Bank Bonds & Investment Products. — Rezhym dostupu : <http://treasury.worldbank.org/cmd/htm/index.html>. — Nazva z ekranu.
20. Pivnichnyj investycijnyj bank [Elektronnyj resurs] / Investor Relations. — Rezhym dostupu : http://www.nib.int/capital_markets. — Nazva z ekranu.
21. Green Bonds : Debt capital markets and the low-carbon transition [Elektronnyj resurs] / Bloomberg New Energy Finance. — 2016. — January. — Rezhym dostupu : <http://about.bnef.com/presentations/green-bonds-debt-capital-markets-and-the-low-carbon-transition>. — Nazva z ekranu.
22. Za danymy Jevropejs'koi' federacii' birzh cinnih paperiv [Elektronnyj resurs] / FESE Monthly factsheets. — Rezhym dostupu : <http://www.fese.eu/statistics-market-research/historical-data>. — Nazva z ekranu.
23. Za danymy Svitovoi' federacii' birzh [Elektronnyj resurs] / Monthly Reports. — Rezhym dostupu : <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>. — Nazva z ekranu.
24. Hill A., Callaghan E. Secondary Markets [Elektronnyj resurs] / A. Hill, E. Callaghan // ICMA quarterly report. — Issue 39. — 2015. — Fourth Quarter. — Rezhym dostupu : <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Regulatory-Policy-Newsletter/Previous-versions>. — Nazva z ekranu. — St. 38.